LAPPEENRANNAN TEKNILLINEN YLIOPISTO
LUT School of Business and Management
Laskentatoimen maisteriohjelma

Janne Karaus

Pienyrityksen arvonmääritys yrityskauppatilanteessa

Pro gradu –tutkielma, 2016

Työn ohjaaja/1. tarkastaja:	Professori Pasi Syrjä
2. tarkasta/ohjaaja:	Professori Satu Pätäri

TIIVISTELMÄ

Tekijä: Janne Karaus

Tutkielman nimi: Pienyrityksen arvonmääritys yrityskauppatilanteessa

Tiedekunta: School of Business and Management

Maisteriohjelma: Laskentatoimen maisteriohjelma

Vuosi: 2016

Pro gradu – tutkielma: Lappeenrannan teknillinen yliopisto
108 sivua, 2 kuviota, 4 taulukkoa ja 1 liite

Tarkastajat: prof. Pasi Syrjä
prof. Satu Pätäri

Hakusanat: arvonmääritys, arvonmääritysmallit, pienyritys, yrityskauppa

Tämän Pro-gradu tutkielman tavoitteena on tutkia, miten pienyrityksen arvo määrittyy yrityskauppatilanteessa. Tämän lisäksi tutkimus pyrkii selvittämään millaisia erityispiirteitä pienyrityksen arvonmääritykseen liittyy ja miten eri arvonmääritysmenetelmät soveltuvat pienyrityksen arvonmääritykseen. Empiirinen tutkimus koostuu kolmesta yrityskauppaan ja arvonmääritykseen keskittyneen asiantuntijan haastattelusta. Haastattelujen avulla on tarkoitus lisätä ymmärrystä pienyritysten arvonmäärityksestä, sen erityispiirteistä, soveltuvista arvonmääritysmenetelmistä sekä siitä, miten lopullinen arvo muodostuu.

Tutkimuksen tulokset osoittavat, että pienyrityksen arvon määrittäminen on vaativa prosessi, jossa on otettava huomioon monia erityisiä piirteitä. Yhtä oikeaa arvonmääritysmenetelmää ei ole vaan useita eri menetelmiä käytetään rinnakkain luotettavan arvon muodostamiseksi. Tärkeimpänä huomioitavana piirteenä esille nousi yrityksen tulevaisuuden ennustamisen hankaluus, minkä takia tulevaisuudelle ei anneta paljoa painoarvoa pienyrityksen arvonmäärityksessä. Tämä vaikuttaa olennaisesti käytettäviin arvonmääritysmenetelmiin ja niiden luotettavuuteen. Rahoitusteoreettisesti oikeaoppisin arvonmääritysmenetelmä, vapaan kassavirran malli, ei tulosten

perusteella ole soveltuvin malli kaikkien pienyritysten kohdalla. Syynä tähän on, että suuri osa yrityksen arvosta muodostuu tulevaisuuden kassavirroista, joita pienyrityksen kohdalla on haasteellista ennustaa. Kaikki asiantuntijat käyttivät jokaisen pienyrityksen arvonmäärityksen yhteydessä markkinapohjaisia kertoimia, mutta tämänkin mallin käytön yhteydessä on omat haasteensa ja vaatii arvonmäärittäjältä syvällistä osaamista yrityksen toimialasta. Arvonmäärityksen lisäksi pienyrityksen toiminnan luonne lisää omat erityispiirteet, jotka huomioidaan arvoa laskevina riskitekijöinä. Pienyrityksen toiminta kiteytyy usein yrittäjän osaamiseen, joka koetaan suurena riskinä yrityskaupassa ja täten lopullista arvoa laskevana tekijänä.

Voidaankin todeta, että pienyrityksen kohdalla arvonmääritys luo pohjan sekä raja-arvot ostettavasta yrityksestä maksettavalle hinnalle, mutta lopullinen kauppahinta muodostuu neuvottelujen lopputuloksena.

ABSTRACT

Author:	Janne Karaus
Title:	The valuation of a small sized company in a corporate acquisition process
Faculty:	School of Business and Management
Master's Programme:	Master's Degree Programme in Accounting
Year:	2016
Master's Thesis:	Lappeenranta University of Technology 108 pages, 2 figures, 4 tables and 1 appendix
Examiners:	prof. Pasi Syrjä prof. Satu Pätäri
Keywords:	Valuation, business valuation methods, small sized company, acquisition

The objective of this study is to examine the valuation process of a small sized company in a corporate acquisition process. In addition, this study considers special features that are specific for a small sized company business valuation and how the different valuation methods applies for the small sized company's valuation.

The empirical research of this study consists of three specialist's interviews, who are specialized in business valuation. The aim of the interviews is to increase knowledge about small sized business valuation and its special features, which valuation models do analysts really use and how the final value of the business composes.

The research results indicates, that the business valuation process of a small sized company is a demanding process where many special features has to be taken into account. There is not just one appropriate business valuation method. Instead several valuation methods are used side by side to comprise reliable value. One of the main findings was the complexity of composing future forecasts for a small company, hence future expectations play a little role in

the valuation of a small company. That affects intrinsically to the usability of valuation methods usability and its trustworthiness.

According to the results of this study, the discounted cash flow- method, which is the most appropriate valuation method from the business valuation theory point of view, is not the most applicable method for valuing all the small sized businesses because of the complexity of creating future cash flow forecasts. All the experts were using comparable method when valuing a small business. The main advantage of the method is its simplicity. However, if there's no fully comparable firm available, the usefulness of the method is very limited. In most small businesses a personal factor is also a significant source of risk. The skills of the entrepreneur or manager are usually business specific and it is seen as a risk factor in a small sized business valuation, and therefore it can lower the value of the business.

It can be said, that the valuation process composes the fundament and limits for the price of the company, but the final purchase price is an outcome of counterparties negotiations.

Alkusanat

Tämä pro gradu- prosessi kesti kauemmin kuin alun perin suunnittelin, mutta monien mutkien jälkeen tutkimus saatiin valmiiksi ja on aika suojata se kovilla kansilla. Kiitos ohjaajilleni Pasille ja Satulle ohjauksesta ja kannustuksesta. Ilman teitä työ olisi vieläkin kesken. Isoin kiitos kuuluu kuitenkin perheelleni kaikesta siitä avusta, jota olette opiskeluaikanani minulle tarjonneet. Kiitos myös ystävilleni, jotka autoitte ja kannustitte minua opinoissani.

Kiitos myös työnantajalleni vapaapäivistä, jotka tarvitsin saadakseni tämän tutkimuksen valmiiksi. Seuraavat vapaat käytän aivan varmasti lomailuun.

Espoossa 13.5.2016

Janne Karaus

Sisällysluettelo

1 Johdanto 10
1.1 Tutkimuksen taustaa 10
1.2 Tutkimuksen tavoitteet, tutkimusongelma ja rajaukset 11
1.3 Menetelmä ja aineisto 12
1.4 Tutkimuksen suhde aikaisempaan kirjallisuuteen 13
1.5 Tutkimuksen rakenne 14
2 Yrityskauppaan vaikuttavat taustatekijät 15
2.1 Yrityskauppa ilmiönä 15
2.1.1 Yritysoston motiivit 17
2.1.2 Motiivit pienyrityksen ostamiselle 20
2.2 Yrityskauppatavat 22
2.2.1 Osakekauppa 23
2.2.2 Liiketoimintakauppa 24
3 Yrityksen arvonmääritys 27
3.1 Taustatiedot yrityksen arvonmääritykselle 27
3.1.1 Strateginen analyysi ja liiketoiminnan analyysi 28
3.1.2 Tilinpäätösanalyysi 31
3.1.3 Tulevan kehityksen arviointi 34
3.1.4 Tuottovaatimus arvonmäärityksessä 39
3.2 Arvonmääritysmallit 45
3.2.1 Substanssiarvo 46
3.2.2 Markkinaperusteiset kerroinmallit 47
3.2.3 Osinkotuottomalli 49
3.2.4 Vapaan kassavirran malli 50
3.2.5 Lisäarvomalli 52

3.2.6 Arvonmääritysmenetelmien soveltuminen pienyrityksen arvonmääritykseen 55
4 Asiantuntijoiden näkemyksiä pienyrityksen arvonmäärityksestä 59
4.1 Tutkimusmenetelmä ja aineiston kerääminen 59
4.2 Haastattelujen suorittaminen sekä haastateltavien asiantuntijoiden taustatiedot 60
4.3 Yrityskauppatavat ja -motiivit 62
4.3.1 Yrityskauppatavat 62
4.3.2 Yritysoston motiivit 64
4.4. Arvonmääritys 67
4.4.1 Strateginen analyysi 67
4.4.2 Tilinpäätöksen analysointi ja historiallisen kehityksen analysointi 70
4.4.3 Tulevan kehityksen merkitys 73
4.4.4 Tuottovaatimus ja yrityksen riskisyyden arvioiminen 76
4.4.5 Käytettävät arvonmääritysmallit 78
4.5 Kauppahinnan muodostuminen 83
4.6 Arvonmääritysmenetelmien soveltuvuus pienyrityksen arvonmääritykseen tutkimuksen perusteella 86
5 Yhteenveto ja johtopäätökset 90
5.1 Johtopäätökset 90
5.1.1 Miten pienyrityksen arvo määrittyy yrityskauppatilanteessa? 90
5.1.2 Millaisia erityisiä piirteitä pienyrityksen arvonmääritykseen liittyy? 91
5.1.3 Miten eri arvonmääritysmenetelmät soveltuvat pienyrityksen arvonmääritykseen? 92
5.2 Keskustelua tuloksista 93
5.3 Tutkimuksen rajoitukset ja jatkotutkimusehdotukset 95

Lähdeluettelo 97

Liitteet

Liite 1: Haastattelulomake

1 Johdanto

1.1 Tutkimuksen taustaa

Elinkeinoelämän keskusliiton vuonna 2015 suorittaman tutkimuksen mukaan omistajanvaihdos on tällä hetkellä ajankohtainen 15,000 pk-yrityksessä (EK, 2015, 3). Elinkeinoelämän keskusliiton aikaisemmin suorittamien tutkimusten mukaan kolmasosa omistajanvaihdoksista on toteutettu sukupolvenvaihdoksen avulla ja kaksi kolmasosaa yrityskauppojen sekä muiden järjestelyjen avulla (EK, 2014, 2). Täten suuri määrä yrityksiä kohtaa lähiaikoina omistajanvaihdoksen, jolloin tarve ja kysyntä yrityksen arvonmääritykselle sekä yrityskauppaprosessiosaamiselle kasvaa.

Yrityksen omistajanvaihdos voidaan suorittaa sukupolvenvaihdoksen tai yrityskaupan avulla. Sukupolvenvaihdoksen tilanteessa löytyy yrityksen liiketoiminnan jatkaja usein yrittäjän perhepiiristä. Tällöin yrityskaupan avulla ei tavoitella parasta mahdollista hintaa, eikä täten arvonmääritykselle ole välttämätöntä tarvetta. Tässä tutkielmassa keskitytään arvonmääritykseen yrityskaupan osana ja tarkoituksena on selvittää, miten eri arvonmääritysmenetelmät soveltuvat juuri pienyrityksen arvonmääritykseen. Pienyritysten omistajilta löytyy harvoin osaamista arvonmäärityksestä, jolloin apuna käytetään usein ulkopuolisia asiantuntijoita.

Yrityskaupan yhteydessä suoritettava yrityksen arvonmääritys on haastava prosessi, jossa tulee huomioida ja analysoida monia yrityksen liiketoimintaan liittyviä asioita sekä muodostettava niiden pohjalta uskottava kokonaiskuva yrityksen toiminnasta. Nykyaikainen arvonmääritys perustuu yrityksen taloudellisen tilanteen arvioimiseen nykyhetkessä sekä liiketoiminnan ja kassavirran tulevaisuuden kehitykseen. Tänä päivänä tuottoarvomenetelmän avulla suoritettavaa varojen ja yrityksen arvostamista pidetään teoreettisesti soveltuvimpana arvonmääritysmenetelmänä. Useat käytössä olevat rahoituksen oppikirjat, kuten esimerkiksi Brealey, Myers & Allenin Principles of Corporate Finance (2014) sekä Ross, Randolph & Westerfieldin

Fundamentals of Corporate Finance (2013), suosittelevat arvostamaan yrityksiä tulevien kassavirtojen nykyarvojen perusteella.

Pienyrityksien tuottama tilinpäätöstieto ja muu taloudellinen informaation laatu julkisiin yrityksiin verrattuna on suppeaa ja pelkästään näiden tietojen pohjalta on yrityksen arvonmääritys hankala suorittaa. Tällöin arvonmäärittäjän tulee tutkia yrityksen toimintaa huolellisemmin selvittääkseen, missä kunnossa yrityksen toiminta on ja mitkä ovat sen tulevaisuuden näkymät. Pienyritysten kohdalla juuri tulevien kassavirtojen määrittäminen on haastavaa, koska yrityksen sekä markkinoiden kasvupotentiaalista ei välttämättä ole tarkkaa tietoa saatavissa, tai se voi olla arvonmäärittäjän vaikea hahmottaa. Tästä johtuen tuottoarvomenetelmä on vain yksi käytettävistä arvonmääritysmenetelmistä, joita pienyrityksen arvoa määritettäessä käytetään. (Boudreaux et al. 2011, 92-93, 96; King, 2011, 6-8)

Arvonmääritys luo pohjan yrityskaupan yhteydessä maksettavalle hinnalle, mutta lopullinen kauppahinta muodostuu ostajan ja myyjän neuvottelujen tuloksena. Poikkeavuudet arvonmäärityksen avulla saatavalle arvolle sekä lopulliselle kauppahinnalle muodostuu ostajan kokemista yrityskaupan hyödyistä ja riskeistä. (Sistonen, 2008, 3)

1.2 Tutkimuksen tavoitteet, tutkimusongelma ja rajaukset

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, miten pienyrityksen arvo määritetään yrityskauppatilanteessa. Tavoitteena on lisäksi selvittää, liittyykö pienyrityksen arvonmääritykseen tiettyjä erityispiirteitä ja mikä arvonmääritysmenetelmä soveltuu parhaiten juuri pienyrityksen arvon määrittämiseen.

Tutkimus keskittyy vain pienyritysten arvonmääritykseen ja pienyritysten arvonmäärityksessä käytettäviin arvonmääritysmenetelmiin. Arvonmääritys käsitetään monivaiheisena prosessina, eikä arvonmääritysmallien avulla suoritettavana arvon laskemisena. Koska arvonmääritys vaatii laatijalta taloudellista osaamista sekä näkemystä liiketoiminnasta että toimialasta yrityksen taloudellisten lukujen takana, ei pelkkä taloudellisen arvon

laskeminen tilinpäätöstietojen lukujen perusteella riitä takaamaan oikean arvon saavuttamista. Tutkimuksessa pienyrityksenä toimii yritys, jonka liikevaihto on 2-20 miljoonaa. Rajauksen avulla on tarkoitus tuoda esille suoritettavan arvonmäärityksen monivaiheisuus sekä käytettävien arvonmääritysmenetelmien soveltuvuus eri kokoluokan yrityksille.

Tutkimusongelman perusteella määräytyy tutkimuksessa läpikäytävät aihealueet, joihin haetaan vastauksia tutkimuskysymyksien avulla.

(1) Miten pienyrityksen arvo määrittyy yrityskauppatilanteessa?
(1a) Millaisia erityisiä piirteitä liittyy pienyrityksen arvonmääritykseen?
(1b) Miten eri arvonmääritysmenetelmät soveltuvat pienyrityksen arvonmääritykseen?

1.3 Menetelmä ja aineisto

Tutkimus on toteutettu vuoden 2016 aikana Lappeenrannan teknillisen yliopiston laskentatoimen maisteriohjelman Pro gradu- tutkielmana. Tutkimuksen empiirinen osio koostuu kvalitatiivisesta tutkimuksesta, jonka tavoitteena on selvittää yrityskaupan kauppahinnan muodostumiseen vaikuttavia tekijöitä. Aineisto on kerätty haastattelemalla yrityskauppaprosessiin erikoistuneita asiantuntijoita, joidenka avulla pyritään selvittämään kauppahintaan merkittävästi vaikuttavia tekijöitä.

Asiantuntijoiden haastatteluita on suoritettu kolme kappaletta. Haastattelut on suoritettu vapaan keskustelun muodossa, joita kysymykset ovat ohjanneet. Tämän avulla asiantuntijat ovat voineet vastata kysymyksiin liittyviin aiheisiin laajemmin ja perusteellisemmin. Jokaisessa haastattelussa on käyty lävitse 15 arvonmääritysprosessiin sekä kauppahinnan muodostumiseen liittyvää kysymystä. Vastauksista kootaan keskeisimmät arvonmääritykseen liittyvät teemat, kuten vaikuttavat taustatekijät, strategisen- ja liiketoiminnan analyysin sekä miten eri arvonmääritysmallit soveltuvat pienyrityksen arvonmääritykseen. Tuloksia analysoidaan johtopäätöksissä.

1.4 Tutkimuksen suhde aikaisempaan kirjallisuuteen

Yrityskaupoilla on suuri rooli yritysmaailman muokkaamisessa. Euroopassa 99 % kaikista yrityksistä on pienyrityksiä ja viimeisen viiden vuoden aikana pienyritykset ovat luoneet 85 % kaikista uusista työpaikoista (European Comission, 2015). Silti tutkimukset pienten yritysten kohdalla ovat jääneet huomattavasti vähäisemmälle arvolle.

Akateemisissa tutkimuksissa on aikaisemmin tutkittu runsain määrin pörssiyhtiöiden arvonmäärityksiä ja yrityskauppoja. Arvonmääritykseen liittyvät tutkimukset ovat suurimmaksi osaksi kvantitatiivisia tutkimuksia, joissa verrataan mikä arvonmääritysmenetelmä antaa luotettavimman tuloksen. Arvonmääritykseen liittyvä keskustelu useimmiten myös liittyy arvonmääritysmenetelmien tulosten tarkkuuteen. Keskustelu soveltuvimman arvonmääritysmenetelmän löytämiseksi on ollut runsasta (Francis et al. 2000). Metodeja on useita ja asiantuntijoilla on omat mielipiteensä soveltuvimmasta menetelmästä, eikä yhtä ainoaa tapaa yrityksen arvonmäärittämiselle tänäkään päivänä ole. Tutkimukset pienyritysten arvonmäärityksestä ovat vähäisemmät ja jääneet merkittävissä määrin akateemisten tutkimusten ulkopuolelle. Varteenotettavia tutkimuksia pienyrityksen arvonmäärityksestä ovat laatineet muun muassa Dukes (2001), Hitchner (1992), Martins (2011) ja Pricer & Johnson (1997).

Aikaisemmin suoritettujen tutkimusten mukaan pienyritysten kohdalla käytettävien arvonmääritysmenetelmien skaala on vieläkin laajempi, mitä se on pörssiyritysten kohdalla. Niissä tunnistettiin kymmenen erilaista menetelmää, joita asiantuntijat käyttävät arvioidessaan pienyrityksiä. Osa menetelmistä ovat samoja, joita käytetään määritettäessä suurien pörssiyhtiöiden arvoa, ja osaa niistä käytetään vain pienyritysten kohdalla. Näitä ainoastaan pienyritysten kohdalla käytettäviä arvonmääritysmenetelmiä eivät kaikki analyytikot edes käytä yrityksen liiketoimintaan liittyvien yksityiskohtaisten muuttujien sekä akateemisen kirjallisuuden tarjoaman vähäisen tuen johdosta. (Dukes et al. 2001)

Kirjallisuus ja olemassa olevat oppaat tarjoavat välineet siihen, kuinka arvonmääritys oikeaoppisesti suoritetaan. Tämän takia tutkimus ei ota kantaa itse arvonmäärityksen laatimiseen. Sen sijaan tutkimus tarjoaa kontribuution akateemiseen tutkimukseen tutkimalla tekijöitä, jotka vaikuttavat pienyrityksen arvonmääritykseen ja arvonmäärityksen avulla saatavaan arvoon.

1.5 Tutkimuksen rakenne

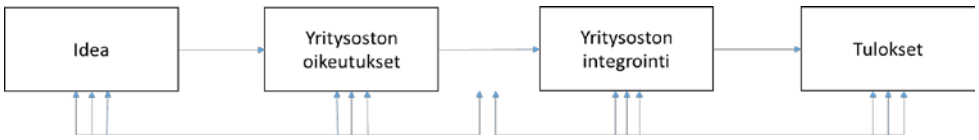
Johdannon jälkeen tutkimus koostuu neljästä pääluvusta. Luvussa 2 käydään läpi, miksi pienyrityksiä ostetaan ja millaisia yrityskauppatapoja käytetään juuri pienyritysten kohdalla. Luvussa 3 keskitytään arvonmääritykseen. Luvussa 3.1 keskitytään asioihin, jotka tulee huomioida ennen kuin arvonmääritystä ryhdytään suorittamaan. Luvussa 3.2 esitellään arvonmääritysmallit, joita pienyrityksen arvonmäärityksessä käytetään ja miten ne vaikuttavat pienyrityksen arvonmääritykseen. Apuna tässä on käytetty pääasiassa arvonmääritykseen liittyviä aikaisempia akateemisia tutkimuksia. Tutkimuksen luvussa 4 esitellään haastattelujen tulokset ja käydään lävitse asiantuntijoiden vastaukset. Lopuksi luvussa 5 analysoidaan empiirisen osion tutkimustuloksia johtopäätösten muodossa, laaditaan yhteenveto tutkimuksesta sekä määritetään mahdolliset tarpeet jatkotutkimuksille.

2 Yrityskauppaan vaikuttavat taustatekijät

2.1 Yrityskauppa ilmiönä

Meglion ja Risbergin (2010) mukaan yrityskauppa on ilmiönä monivaiheinen, monimutkainen sekä monitasoinen. Tiukkoina taloudellisina aikoina nopea strateginen muutos on välttämätön monille yrityksille ja monet yrittäjät kokevat sen toteuttamisen yrityskaupalla houkuttelevana vaihtoehtona (Bower, 2001, 101). Jemisonin ja Sitkinsin mukaan yrityskaupat voidaan nähdä myös monimutkaisina, strategisina ja yleensä yksittäisinä tapahtumina (Jemison & Sitkin 1986: 161). Ostajan kannalta yritysosto liittyy mahdollisuuteen laajentaa markkinoita ja/tai tuotteita, jonka perusteella yritysosto on pohjimmiltaan tärkeä strateginen työkalu tehtäessä yritystä koskevia strategisia päätöksiä tai järjestettäessä yrityksen resursseja uudelleen. Yritysosto tavallisesti liittyykin jonkin yrityksen havaitseman uhan poistamiseen tai mahdollisuuden havaitsemiseen yrityksen strategisessa toimintaympäristössä. Yritysoston avulla voidaan myös pyrkiä saavuttamaan kestävää kilpailuetua ja tätä kautta pyrkiä kasvattamaan osakkeenomistajien omistaja-arvoa. (Barkema & Schijven, 2008, 698; Catterjee, 2009: 137; Langford & Brown, 2004, 5) Tällöin yritysoston avulla pyritään luomaan arvoa tai parantaa yrityksen strategista asemaa markkinoilla (Haspeslagh & Jemison, 1991, 143; Zollo & Meier, 2008, 73). Vastoin yleisiä olettamuksia, yrityskaupoista suurin osa toteutetaan pienten ja keskisuurten yritysten toimesta (Shi et al. 2012, 201).

Haspeslaghin ja Jemisonin (1991) mukaan yritysosto on mahdollista nähdä myös prosessina, joka saa alkunsa ideasta ja päättyy lopputulokseen. Heidän mukaansa merkittävä vaikutus yritysostojen ideoiden syntyyn, integrointiin, oikeutusten laatuun ja lopputulokseen löytyy päätöksenteosta sekä integraatioprosessista. He jakavat yritysostoprosessin seuraavasti:



Kuvio 1: Yritysostoprosessi (Haspeslagh & Jamison 1991, 12)

Haspeslaghin ja Jemisonin (1991) mukaan yrityskaupan jälkeen mikään ei enää ole samanlaista ja toimintatavat ja säännöt muuttuvat kaikille. Uudistuminen onkin eräs yrityskaupan periaate. Näin ollen yrityskauppa on vain yksi vaihtoehto käynnissä olevan muutoksen nopeuttamiseksi ja strategian toteuttamiseksi. Se ei kuitenkaan koskaan voi olla yrityksen toiminnan päämäärä, vaan yksi keinoista tavoitteiden saavuttamiseksi, koska yrityskauppa ei itsessään ole strategia. Yritysosto paljastaa usein yrityksen johtamisen ja päätöksentekokyvyn laadun. (Haspeslagh & Jemison 1991, 120, 254- 255)

Van Teeffelen (2010) jakaa yrityskaupan vaiheet kolmeen vaiheeseen: aikaan ennen yrityskauppaa, yrityskauppaan prosessina sekä aikaan yrityskaupan jälkeen. Very & Schweiner vastaavasti jakavat yrityskaupan vaiheet neljään eri vaiheeseen: 1) mahdollisten ostokohteiden kartoitukseen ja valintaan, 2) ostokohteen analysointiin, yhteydenottoihin, arvonmääritykseen, mahdollisen kaupan suunnitteluun sekä neuvotteluihin, 3) kauppaneuvotteluihin sekä neuvotteluihin yrityksen läheisten sidosryhmien kanssa ja 4) ostettavan yrityksen toiminnan integroimiseen olemassa olevaan toimintaan (Very & Schweiger, 2001, 19).

Yritysostot voidaan jakaa ystävällisiin, riidanalaisiin ja vihamielisiin yritysostoihin. Ystävällisellä yritysostolla tarkoitetaan tilannetta, jossa ensimmäinen ostotarjous hyväksytään. Vastaavasti riidanalaisesta yrityskaupasta on kyse silloin, kun ennen ostotarjouksen hyväksymistä kauppatilanteessa ilmenee yksityiskohtaisia ongelmia, jotka ovat kaupan kannalta olennaisia ja joita myyjän on syytä pohtia ennen lopullisen tarjouksen allekirjoittamista. Vihamielisessä yritysostossa oston kohteena oleva organisaatio voi hakea usein houkuttelevampia ostajaehdokkaita, ja tällöin ostotarjoukseen ei tartuta ilman pakottavaa tarvetta. (Cartwright & Cooper, 1996, 33-34)

Ostajan kannalta ystävällinen tarjous on paras vaihtoehto, sillä se sisältää vähemmän riskejä kuin vihamielinen ostotarjous. Tällöin tiedonsaanti yrityksestä on helpompaa ja yrityskauppa pystytään saamaan päätökseen

nopeammin. Myös kohdeyrityksen integroiminen ostavaan yritykseen yritysoston toteuttamisen jälkeen sujuu usein myös sulavammin ystävällisen yritysoston yhteydessä. Tällöin ostettavan yrityksen johto on helpommin voitettavissa puolelleen, jolloin yrityksen omistajat ovat helpommin vakuutettavissa myynnin kannattavuudesta. (Sudarsanam, 1995, 128)

Vihamielisen tarjouksen yhteydessä mahdollisen ostajan on vaikea saada yrityksen johtoa sekä omistajia puolelleen. Tällöin myös kohdeyrityksen integroiminen ostavaan yritykseen on hankalampaa ja mahdolliset synergiat voivat jäädä toteutumatta. Varsinkin silloin kun oston kohteena oleva yritys on pieni ja riippuvainen yrityksen johdon osaamisesta, ei vihamielinen tarjous ole suositeltava. (Sudarsanam, 1995, 128)

2.1.1 Yritysoston motiivit

Jo ensimmäiset yritysten kasvututkimukset pohjautuvat perusolettamukselle, jonka mukaan yritysten ja yrittäjänä toimimisen motiiveina toimii tuottojen kerryttäminen ja uusien mahdollisuuksien etsiminen, mutta on olemassa myös toisenlaisia motiiveja yrittäjänä toimimiselle, kuten julkisen hyväksynnän saamisen, vallan tavoittelun ja rakkauden yrittäjänä toimimiseen. Jo 1950-luvulta lähtien yrityskaupat onkin nähty yhtenä tuoton etsimisen luonnollisena keinona kilpailutalouksissa, joissa liiketoiminta perustuu hallitsevissa määrin yritysten muotoon ja yritysostot ovat laissa sallittuja (Penrose, 2009, 26-40,136).

Mahdollisia yksittäisiä motivaatiotekijöitä yrityksen ostamiseen voivat olla tarpeet, jotka liittyvät organisaation oppimiseen, arvonluomiseen, lakien ja vaatimusten täyttämiseen, mahdolliseen siirtymiseen uusille markkina-alueille, yrityksen selviytymisen varmistaminen tulevaisuudessa tai tuote- ja palveluvalikoiman laajentaminen. Varsinkin yritysoston nopeudella ja laajuudella voi olla niin suuri merkitys, jonka johdosta päädytään yritysostoon yrityksen sisäisen kehittämisen ja rauhallisen kehitystyön sijaan. (Haleblian et al. 2009, 472-478; Morrow et al. 2007: 281; Bergroth, 1994, 368-369) Motiiveja yritysostolle on harvoin vain yksi, vaan motiiveja on yleensä useita ja ne ovat

yhteydessä toisiinsa sekä täydentävät toisiaan. Juuri yrityskaupan konteksti toimii määrittävänä tekijänä yrityskaupan motiiveja määritettäessä. Tällöin motiiveja yritysostoon voi olla useammasta näkökulmasta ja ryhmästä, mutta ne täydentävät toisiaan ja yhdessä vahvistavat perusteita yritysostolle. (Angwin, 2007, 78, 94) Angwin (2007) toteaakin tutkimuksessaan, että usein yritysoston raportoitu seuraus on parantunut taloudellinen tulos.

Yrityskauppatutkimus tuo esiin monipuolisesti erilaisia yritysoston motiiveja ja motiivien ryhmittelyjä ja näiden ryhmittelyjen pohjalta voidaan muodostaa näkemys siitä, että taloudelliset motiivit muodostavat vain yhden motiivien ryhmän muiden joukossa, eikä taloudellisilla motiiveilla nähdä olevan valta-asemaa yrityskauppojen yhteydessä. Tutkittaessa motiiveja on myös huomioitava niiden ryhmittyminen julkisiin ja todellisiin motiiveihin. Ostajayrityksen motiiveina voivat toimia pyrkimys arvon maksimointiin, nykyisten resurssien tehokkaampi hyödyntäminen, uusien resurssien hankkiminen tai yrityksen selviytymiseen tähtäävät motiivit. Motivaatiotekijät, jotka ovat yrityksen kilpailukyvyn kanssa yhdenmukaisia ja sitä vahvistavia tai vastaavasti kilpailukykyä heikentäviä ja ristiriidassa sen kanssa, liitetään asiayhteyteen. (Angwin, 2007, 94-97, 77-107)

Haspeslagh ja Jemison (1991) määrittävät yritysoston motiiveiksi yrityksen uudistamisen ja markkina-aseman nopean uudistamisen, voimavarojen yhdistämisestä saavutettavat synergiahyödyt, vaikeasti saavutettavien kilpailuetujen hankkimisen sekä yrityksen kilpailutekijöiden nykyistä laajemman hyödyntämisen (Haspeslagh & Jemison 1991: 3). Angwin (2007) jakaakin suorittamassaan tutkimuksessa yritysoston motiivit kolmeen ryhmään, joita ovat rahoitukselliset motiivit, strategiset motiivit sekä johdon motiivit. Kyseisessä tutkimuksessa Angwin (2007) myös määrittelee yritystason ostomotiivit neljään eri ryhmään: selviytymismotiiveihin, pysyvyyttä tavoitteleviin motiiveihin, uutta etsiviin motiiveihin ja hyödyntäviin motiiveihin. Nämä voidaan jakaa kolmeen yritysoston perusulottuvuuteen: yrityksen johdon motiiveihin, ostajayritykseen ja asiayhteyteen.

Rahoitukselliset motiivit

Rahoituksellisina motiiveina yritysostolle toimivat muun muassa pääomakustannusten vähentäminen, veroedut tai ostohinnan edullisuus. Motivaatiotekijänä voi myös toimia ostokohteen vahva tase tai likviditeettitilanne, jota hyödyntämällä ostava yritys voi myös pienentää rahoitukseen liittyviä riskejä parantamalla yrityksen velanottokykyä parantuneen rahoitusaseman turvin. (Angwin, 2007, 81, 96).

Strategiset motiivit

Strategisina motiiveina tutkimuksessa esitetään markkinajohtajuuden vahvistaminen, uusien kyvykkyyksien ja resurssien hankkiminen sekä yrityksen toiminnan vakauttaminen ja riskin vähentäminen yrityksen monimuotoisemman toiminnan avulla (Angwin 2007, 82 -107). Varsinkin pienten yritysten kohdalla strategisena motiivina toimii toisiaan täydentävien resurssien hankinta. Pieni yritys saattaa omistaa erinomaisen tuotteen, mutta tuotteen markkinoille saamiseen edellytykset puuttuvat. Tällöin nopein ja kannattavin tapa voi olla hankkia valmiiksi toimiva markkinaverkosto yhdistymällä toiseen yritykseen, joka omistaa jo valmiiksi toimivan markkinaverkoston. (Brearley, Myers & Allen, 2008, 885-886).

Johdon motiivit

Yrityksen johto määrittää yrityksen strategian. Luodun strategian pohjalta johtajat suorittavat mahdolliset yritysostot, joiden tulisi perustua yrityksen omistajien hyödyn maksimointiin. Neoklassisen taloustieteen näkökulman mukaan johdon ja osakkeenomistajien tavoitteleman hyödyn ja asetettujen tavoitteiden tulisi olla samat, mutta todellisuudessa ne voivat poiketa toisistaan, jolloin johto tavoitteellisesti ajaa omaa etuaan. Sudarsanamin (1995, 13-16) mukaan yritysjohdon motiiveina yritysostoille toimii muun muassa yrityksen koon ja myynnin kasvattaminen, omien vahvuuksien

sitouttaminen yrityksen toimintaan, riskienhallinta ja konkurssimahdollisuuden minimoiminen sekä oman yrityksen valtaamisen ennaltaehkäisy.

Johdon henkilökohtaisiin motiiveihin vaikuttavana tekijänä voi toimia yritysjohtajien halu luoda yrityksestä oma valtakunta. Tällöin johto suorittaa yritysostoja, joiden avulla saavutetaan parempi mahdollisuus nopeampaan kasvuun, kuin mitä pelkän orgaanisen kasvun avulla saavutettaisiin. Tällöin johdon henkilökohtaisina motiiveina toimii halu kasvattaa yrityksen kokoa ja myyntiä, sillä tämä saattaa edistää johtajan urakehitystä sekä palkitsemista. Yritysoston kohdistuessa toimialaan, jolla johtajalla on vahvaa erikoisosaamista, yrityksen riippuvuus johtajasta ja hänen vahvuuksistaan kasvaa ja täten vahvistaa hänen asemaansa yrityksessä. Riskienhallinta ja riskin jakaminen on mahdollista silloin, kun ostokohteen rahavirroilla on vain pieni vaikutus ostajayrityksen rahavirtoihin. Tämän avulla pienennetään muutosherkkyyttä, joka liittyy yrityksen kokonaisrahavirtoihin. Yritysjohdolla on usein virheellinen mielikuva siitä, että yrityksen koon kasvattaminen yritysostojen avulla pienentäisi oman yrityksen mahdollisuutta tulla ostetuksi, joka saattaisi vaarantaa heidän asemansa ja tulevaisuutensa yrityksessä. (Sudarsanam, 1995, s.15–21) Varsinkin pienyritysten kohdalla yrityksen osaaminen keskittyy vahvasti johtoon, jolloin monet edellä mainituista piirteistä ovat todellisia.

2.1.2 Motiivit pienyrityksen ostamiselle

Motiiveja pienyrityksen ostamiselle on monia ja ne myös vaihtelevat ostavan yrityksen koon mukaan. Isot yritykset, joilla on parempi mahdollisuus rahoituksen saamiseksi ostavat yleensä pienyrityksiä kasvattaakseen toimintansa tehokkuutta, kun taas vastaavasti pienyritykset ostavat toisia pienyrityksiä tulevaisuudessa tapahtuvaa toiminnan laajentumista varten. Suuryritykset voivat hankkia pienyrityksiä myös maailmanlaajuisesti. Ulkomaalaisen yrityksen laajentaessa toimintaansa maantieteellisesti Suomeen, on tällöin taloudellisesti tehokkain tapa ostaa suomalainen kannattava pienyritys. Tällöin ostava yritys hankkii yrityskaupan avulla valmiin asiakaskunnan eikä uudenlaisessa markkinaympäristössä toiminnan

aloittamiseksi vaadita yhtä paljon markkinointiponnistuksia. (Foreman-Peck & Nicholls, 2013, 363-364)

Varsinkin kasvavien pienyritysten kohdalla yritysostojen keskeisiksi syiksi on noussut uudet myynti- ja markkinointikanavat tai asiakassuhteet sekä tuote- tai palveluvalikoiman laajentaminen (EK & Ernst & Young 2011, 15−16). Pienyrityksen ostojen taustalla voi usein olla myös ostettavan yrityksen sisäinen tietotaito ja tuoteosaaminen, jota ostava yritys tarvitsee kehittääkseen omaa toimintaansa. Tällöin on kaksi tapaa hankkia tietopääomaa: sijoittamalla siihen itse kehittämällä omaa tutkimus- ja kehittämistoimintaa tai hankkimalla se yritysoston avulla (Hall, 1988, 70). Pienyrityksen ostajana voi toimia myös yrityksen merkittävä asiakas. Tällöin ostomotiivina edellä esiteltyjen motiivien lisäksi toimii koko palveluketjun hallintaan saaminen valmistuksesta myyntiin saakka. (Foreman-Peck & Nicholls, 2013, 360)

Viime vuosina patenttien merkitys yritystoiminnassa on noussut merkittävään rooliin. Patentit toimivat myös merkittävänä motiivina pienyritysten ostamiselle. Ali-Yrkön et al. vuonna 2005 suorittaman tutkimuksen mukaan patenttien omistaminen kasvatti ulkomaisten yritysten suorittamien yritysostojen todennäköisyyttä. Varsinkin teknologia-alojen yrityksien kohdalla suurin osa pienyrityksistä on kohdannut yritysoston teknologiansa tai patenttiensa johdosta (Dahlstrand, 2000, 174-176).

Start-up kulttuuri on kehittynyt Suomessa viime vuosien aikana merkittävästi. Start-up yritysten yritysostojen motiivit poikkeavat edellä mainituista motiiveista siinä, että sijoittaja tai suurempi yritys usein ostaa yrityksistä osan ja tarjoaa täten pääomaa yrityksen tulevaa kasvua varten. Start-up yritykset tulevat myös helposti isompien yritysten ostamiksi silloin, kun yritykset eivät enää kykene tuottamaan orgaanista kasvua itse. Tällöin idearikkaiden yritysten ostojen avulla suurempi yhtiö pystyy pitämään omistajien vaatimaa kasvuvauhtia yllä. (Baumol, 2004, 9-21; Foreman –Peck & Nicholls, 2013, 360)

2.2 Yrityskauppatavat

Suomalaisissa yrityskauppaan liittyvissä tutkimuksissa esiintyy kolme eri ryhmää, joihin yrityskauppatavat voidaan jakaa: liiketoiminta- ja omistusosuuskauppa sekä yrityksen sukupolvenvaihdos (Laitinen et al. 2011; Varamäki, 2012). Yrityskappoihin perehtyneet asiantuntijat sekä konsultit jakavat yrityskauppatavat kahteen pääryhmään: osake- ja yhtiöosuuskauppoihin sekä liiketoiminta- eli substanssikauppoihin (Katramo et al., 2011, 28; Immonen & Lindgren, 2009, 27; Rantanen, 2012, 135). Perheyrittäjyyteen liittyvissä tutkimuksissa yrityskauppamuodot jaetaan kahteen pääryhmään: perheen sisäiseen sukupolvenvaihdokseen ja perheen ulkopuolelta tulevaan ostajatahoon (Grundström, Öberg & Öhrwall-Rönnbäck, 2012, 162).

Yrityskauppatavat voidaan yleisen yrityskauppoihin liitettävän strategian mukaan jakaa kolmeen eri ryhmään: horisontaalisiin, vertikaalisiin sekä yrityksen harjoittamaa liiketoimintaa monipuolistaviin yrityskauppoihin, jolloin yritys toimii useilla eri markkinoilla. Yritysosto on horisontaalinen, kun ostettava yritys toimii ostavan yrityksen kanssa samalla toimialalla tai kun osto kohdistuu samalla jalostus- ja jakeluketjun vaiheessa toimivan yrityksen ostamiseen. Vertikaalisesta yritysostosta on kyse silloin, kun sekä ostava että ostettava yritys toimivat samalla toimialalla, mutta eri jakelu- tai jalostusketjun vaiheessa. Yritysoston tapahtuessa kokonaan toiselta toimialalta, puhutaan konsentrisesta tai konglomeratiivisesta ostosta. Konsentrisessa yritysostossa yritysoston kohteena oleva yritys toimii eri toimialalla, mutta sen markkinat ja markkinointi- ja jakelukanavat sekä tutkimus- ja kehitystoiminta ovat samankaltaiset kuin ostavan yrityksen. Konglomeratiivisessa yritysostossa ostava yritys hankkii nimiinsä kokonaan uusilla markkinoilla ja uusien tuotteiden parissa toimivan yrityksen. (Katramo et al. 2011, 181; Tenhunen & Werner 2000, 12–13; Peng & Fang, 2010, 503; Lehto & Aalto-Setälä, 1998; 354)

Meijaard (2005) ryhmittelee yrityskauppatavat kolmeen ryhmään omistajanvaihdosta koskevassa tutkimuksessaan: yrityksen toimiva johto sekä

nykyiset työntekijät ostajana, sukupolvenvaihdos sekä kokonaan ulkopuolinen toimija yrityksen ostajana. Kilpailunrajoituslain ja suomalaisen elinkeinotulon verotusta säätelevien lakien mukaan yrityskaupat jaetaan neljään ryhmään: liiketoimintasiirto, osakevaihto, sulautuminen sekä jakautuminen (Laki kilpailunrajoituksista 1992; Kilpailulaki 2010: 126; Laki elinkeinotulon verottamisesta 1968). Tässä tutkimuksessa yrityskaupat jaotellaan Immosen & Lindgrenin (2009) sekä Rantasen (2012) käyttämän jaon mukaan kahteen pääryhmään: liiketoiminta- eli substanssikauppoihin sekä osake- eli yhtiöosuuskauppoihin. Ensimmäisessä ryhmässä kaupan kohteena ovat yhtiön koko toiminta ja sitä palveleva liikeomaisuus ja toisessa ryhmässä kaupan kohteena ovat elinkeinotoimintaa harjoittavan yhtiön osakkeet tai osuudet. Myös esimerkiksi vähemmistöosuus yhtiöstä tai määräysvaltaan oikeuttava osuus yhtiön osakkeista voi olla kaupan kohteena. (Immonen, 2011,19-20)

2.2.1 Osakekauppa

Yrityskaupat eivät todellisuudessa ole suoraviivaisia osake- tai liiketoimintakauppoja. Ne voivat sisältää myös seuraavia elementtejä kuten osingonjako, omien osakkeiden hankkiminen, osakevaihto, suunnattu osakeanti, liiketoimintasiirto tai mahdollinen jakautuminen tai sulautumien toiseen yritykseen. (Lakari & Engblom, 2009, 40; Romppainen et al. 2000, 96−102)

Osakekaupassa osakeyhtiön osakkeita myytäessä kyseessä on myyvän osapuolen kannalta irtaimen omaisuuden kauppa. Tällöin kaupan kohteena ovat yksittäisen osakkeenomistajan osakkeet. Osakekaupalla tarkoitetaankin menettelyä, jossa omistaja myy yhtiön omistukseen oikeuttavat osakkeet tai vain osan niistä. Tällöin ostajalle siirtyvät ainoastaan osakkeet, jotka oikeuttavat osakeyhtiön omistukseen ja osakeyhtiön varat sekä velat pysyvät oston kohteena olevalla yrityksellä. Tämä on myyjälle selkein ja verotuksellisesti helpoin menetelmä yrityksen myymiseksi, sillä kaikki myytävän yrityksen vastuut siirtyvät kaupan myötä ostajalle ja osakkeiden

myynnistä kertynyttä myyntivoittoa verotetaan pääomatulona suoraan osakkaalta. (Karsio et al. 2012,16, 157; Lakari & Engblom, 2009, 40).

Normaalin osakekaupan lisäksi varoja voidaan siirtää osakkaille sisäisellä osakekaupalla, jolloin myyjä ja ostaja ovat toisilleen läheisiä henkilötahoja. Sisäinen kauppa on yksinkertaisimmillaan silloin, kun yrittäjä myy omistamansa yhtiön osakkeet toiselle hallitsemalleen yhtiölle. Osakkeiden myyntiä voidaan käyttää yrityskaupan esitoimena ja vaihtoehtona jakautumiselle silloin, kun toiseen yhtiöön siirretään elinkeinotoimintaan kuuluva varallisuus ja toiseen yhtiöön siirretään varallisuus, jota ei tulevaisuudessa tarvita varsinaisen elinkeinotoiminnan harjoittamisessa. Tällöin keskeiseen asemaan nousee hinnoittelu, jossa täytyy noudattaa markkinaehtoisuutta. Jos sisäisen kauppajärjestelyn tavoitteena on vain kerryttää myyjälle varoja yrityksistä, joista tämä on kiinnostunut, eikä kyseiseen yritysjärjestelyyn voida liittää aitoja liiketaloudellisia syitä, voidaan kauppaan puuttua peitellyn osingonjaon keinoin. Tämän kaltaiset sisäiset omistusjärjestelyt tulevat usein ajankohtaiseksi ennen ulkopuolisen ostajan kanssa suoritettavaa yrityskauppaa. Tällöin myyjän velvollisuutena voi olla eriyttää kaupan kohde muista toiminnoistaan tai selkiyttää myytävää kohdetta. (Blummé et al. 2001, 143 – 144; Miettinen, 2004, 76)

2.2.2 Liiketoimintakauppa

Yrityksen omistajanvaihdos voidaan suorittaa myös siten, että kaupan kohteena on yrityksen koko liiketoiminta tai osa siitä ja siihen sitoutunut omaisuus kuten kalusto, koneet, varasto, sopimuskanta tai liikearvo. Kun kaupan kohteena on yksityisliike tai toiminimi, on liiketoimintakauppa eli substanssikauppa ainoa kyseeseen tuleva kaupan muoto. Liiketoimintakaupassa voidaan rajata yksilöllisesti kaupan kohteena olevat omaisuuserät sekä mahdolliset velat, jotka siirtyvät liiketoiminnan jatkajalle ja kauppa voi myös sisältää osakkeita, kiinteistöjä sekä muita varallisuuseriä (Immonen & Lindgren, 2009, 31−32; Honkamäki & Pennanen, 2010, 284).

Perusolettamuksena on, että ostaja hankkii haluamansa liiketoiminnan sekä siihen liittyvän vaihto- ja käyttöomaisuuden, jonka hän kokee tarpeelliseksi jatkaakseen yrityksen toimintaa. Sen seurauksena myös kaikki liiketoiminnan vastuut, omaisuuserät ja velat mukaan lukien siirtyvät ostavalle yhtiölle. Myös kaupassa realisoituvat varat tulevat yhtiölle eikä sen osakkaille. Jos substanssikaupan seurauksena on myyty vain osa yrityksen liiketoiminnasta ja liiketoiminta jatkuu, jää yhtiöön saatu verojen jälkeinen kauppahinta myyvän yhtiön varallisuudeksi. (Romppainen et al. 2000, 90).

Substanssikauppaan voi olla syynä esimerkiksi se, että kaupan kohteeseen liittyy vastuita, joita ostaja ei halua ottaa vastattavakseen. Tällöin kauppakirjaan määritetään kaupan kohteena oleva aineellinen omaisuus omaisuusryhmittäin sekä lisäksi maksetaan korvaus tulevaan toimintaan liittyvistä tulonodotuksista eli liikearvosta. (Bergroth, 1994, 372-373**;** Ossa, 2014, s. 278) Liiketoimintakauppa on arvonlisäveroton, mutta kauppahinta on yhtiön veronalaista tuloa. Koska liiketoimintakauppa koskee ainoastaan erikseen määriteltyjä tase-eriä, lisää tämä entisestään ostajan turvallisuutta. Tällöin ostaja maksaa aina varainsiirtoveroa ostettavien osakkeiden kauppahinnan mukaisesti. (Manninen, 2001, 244)

Immonen ja Lindgren (2012) toteavat, että liiketoimintakaupan yhteydessä myyjän kannattaa vaatia kauppahintaa myös liikearvosta. Mahdollisia liikearvoelementtejä eli tulevaisuuden toiminnasta saatavia tuottoja liittyy esimerkiksi ostettavan yrityksen markkina-asemaan, asiakassuhteisiin, henkilöstöön sekä tuotemerkkeihin. Liikearvo, eli goodwill, on vaikeasti määriteltävissä yksilöllisyytensä sekä abstraktin luonteensa vuoksi. Se on tapauskohtainen sopimuskysymys, joka määritetään aina yksilöllisesti kaupan osapuolten välillä. Liikearvo saadaan laskettua, kun lopullisesta kauppahinnasta vähennetään siirtyvien omaisuuserien arvo. (Immonen & Lindgren, 2012, 32)

Kauppahinnan jaottelulla on verotuksellisesta näkökulmasta merkitystä sekä myyjän että ostajan kannalta. Ostajan näkökulmasta hyödykkeet tulee merkitä kirjanpitoon kauppakirjassa määriteltyyn hankintamenoon. Tämän avulla

kauppahinta muodostaa poistopohjan, sillä ostajan näkökulmasta mahdollisimman suuri osa kauppahinnasta kannattaa kohdistaa omaisuuserille, joiden hankintameno on nopeimmin vähennettävissä verotuksessa. Tallaisia omaisuuseriä ovat muun muassa vaihto-omaisuus, irtain käyttöomaisuus ja rakennuksen aineostot. (Manninen, 2001, 244)

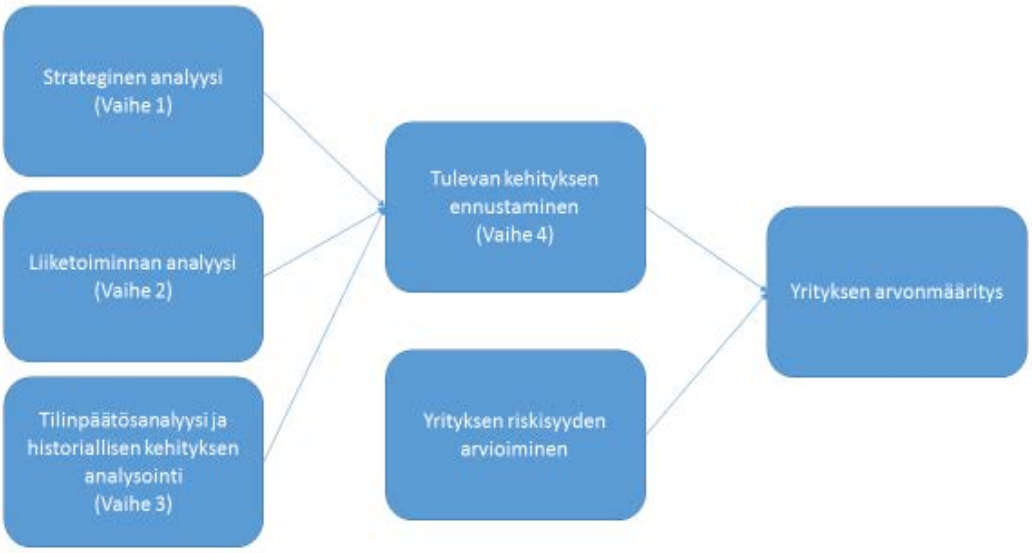
Oikeudelliselta luonteeltaan liiketoimintakauppa muistuttaa irtaimen omaisuuden kauppaa pois lukien kiinteän omaisuuden kauppa, jolloin kyseessä on kiinteistökauppa. Pääkauppakirjan lisäksi on liiketoimintakaupassa luovutettavan kiinteän omaisuuden osalta laadittava maakaaren mukaiset luovutusasiakirjat omistajanvaihdoksen kirjaamista varten. (Immonen, 2011, 30)

3 Yrityksen arvonmääritys

3.1 Taustatiedot yrityksen arvonmäärityksellе

Yrityskaupan yhteydessä arvonmäärityksen olennaisin tehtävä on luoda perusteet hinnalle, jolla yritys vaihtaa omistajaa. Yrityksen ostaminen on suuri investointi, jonka pohjalle on laadittava kattava ja monipuolinen arvonmääritys helpottamaan päätöksentekoa. Yrityksen arvonmääritys voi tulla ajankohtaiseksi useasta eri syystä. Fernández (2007, 2-3) mainitsee syiksi muun muassa yrityksen oston tai myynnin, sijoituskohteiden vertailun, yrityksen analysoinnin luotonannon taustalla sekä yrityksen arvotekijöiden tunnistamisen.

Yrityksen arvonmääritystä edeltävä prosessi voidaan jakaa Katramon et al. (2011) mukaan neljään eri vaiheeseen: strategiseen analyysiin, liiketoiminnan analyysiin, tilinpäätöksen analysointiin sekä tulevaisuuden kehityksen arviointiin. Näiden lisäksi arvonmäärityksessä tulee ottaa huomioon yrityksen riskisyys, jolloin arvonmääritys voidaan suorittaa yrityksen arvonmääritysmallien avulla. Koko prosessi alkaa yrityksen strategisesta analyysista, jossa tutustutaan yrityksen toimintaympäristöön, kerätään informaatiota kilpailijoista sekä asemoinnista markkinoilla. Analysoitaessa tilinpäätöstä, on tarkoituksena selvittää yrityksen historiallinen taloudellinen kehitys, yrityksen liikeidea ja nykyinen taloudellinen tila erilaisten tunnuslukujen avulla. Näiden tietojen pohjalta muodostetaan arvio yrityksen tulevaisuudesta ja sen taloudellisesta kehityksestä. Tulevaisuuden tuotto-odotusten ja yrityksen riskisyyden avulla saadaan määritettyä yritykselle arvo. (Hitchner, 1992, 474; Luehrman, 1997, 134). Arvonmäärityksen vaiheet voidaan luokitella kuvion 2 mukaisesti (Katramo et al., 2011, 72).



Kuvio 2: Arvonmäärityksen osa-alueet (Katramo et al. 2011, 72).

Seuraavaksi tutustutaan yrityksen arvonmääritysprosessin vaiheisiin, jotka tulee suorittaa ennen kuin pienyrityksen arvo voidaan määrittää luvussa 3.2 esitettävien arvonmääritysmenetelmien avulla. Suoritettavat vaiheet kuvaillaan kuvion 2 mukaisessa järjestyksessä.

3.1.1 Strateginen analyysi ja liiketoiminnan analyysi

Ryhdyttäessä suorittamaan yrityksen arvonmääritystä on erityisen tärkeää, että arvonmäärityksen tekijä tuntee ympäristön ja olosuhteet joissa yritys toimii. Lisäksi on tärkeää ymmärtää yrityksen strategia, eli miten yritys on mukauttanut toimintansa menestyäkseen omassa toimintaympäristössään. Yrityksen liiketoimintastrategia perustuu tulevaisuudessa odotettuihin tuottoihin ja kohdattaviin riskeihin. Strategisen analyysin sekä koko arvonmäärityksen tehtävänä onkin selvittää, miten arvioitava yritys tuottaa tulevaisuudessa omistajilleen lisäarvoa strategisten valintojensa avulla.

Yrityksen strateginen analyysi ja liiketoiminnan analyysi ovat tärkeä osa yrityksen arvonmääritystä, jossa kartoitetaan yrityksen taloudellisen menestymisen taustalla olevia avaintekijöitä sekä kuinka yrityksen strategiset

valinnat tuottavat lisäarvoa osakkeenomistajille. On siis olennaista keskittyä pitkän aikajakson näkymiin lyhyen sijaan, sillä vaikka yritys onnistuisi lyhyellä tulevaisuuden aikavälillä tekemään strategisesti kannattavia valintoja, voivat ne pitkällä aikavälillä tuhota yrityksen kannattavuutta ja täten arvoa. (Benninga & Sarig, 1997, 134; Porter 1998, 1-8; Hyöty 2011, 15, 25)

Liiketoiminta-analyysi voidaan jakaa yrityksen sisäiseen ja ulkoiseen analyysiin riippuen analysoitavan tekijän luonteesta ja ominaisuuksista. Ulkoisen ja sisäisen tehokkuuden tasapainon ja vuorovaikutuksen kriteereinä ovat yrityksen kannattavuus sekä joustavuus. (Lahti, 1988, 47) Kallungin ja Niemelän (2004) mukaan sisäisessä analyysissa perehdytään yritykseen yritystasolla, jolloin tavoitteena on selvittää muun muassa yrityksen liikeideaa ja sen toimivuutta, palveluiden ja tuotteiden kilpailuetua, hinnoittelustrategiaa sekä henkilöstöä

Sisäinen analyysi

Sisäisen analysoinnin tarkoituksena on selvittää yrityksen liikeidea ja onko lähtökohdat toimivalle ja kannattavalle liiketoiminnalle olemassa. Erityisen vaikeaa, mutta sitäkin tärkeämpää liikeidean analysointi on silloin, kun liikeidea on uusi ja sitä ei ole vielä testattu kunnolla markkinoilla. Tällöin ei ole varmuutta siitä, onko liikeidea toimiva ja tuottaako se kassavirtaa myös tulevaisuudessa. (Lahti, 1988, 25; Katramo et al. 2011,81)

Kilpailukykyanalyysi on tärkeä osa yrityksen sisäistä analysointia, jossa arvioidaan yrityksen tärkeimpien arvoa tuottavien tekijöiden toimintaprosessit ja varmistetaan niiden riittävä tehokkuus arvon lisäämiseksi ja kilpailukyvyn ylläpitämiseksi. Siinä keskitytään analysoimaan tarkemmin yrityksen tuotekehitystä, tuotteiden ja palveluiden laatua ja ominaisuuksia, kustannusrakenteita, jakeluteitä, myynti- ja markkinointistrategiaa sekä henkilöstöä. Osa kilpailukykyyn vaikuttavista tekijöistä ovat henkistä pääomaa ja täten ne eivät ole rahassa mitattavia. Varsinkin palvelualoilla ja myyntiin keskittyneissä yrityksissä juuri henkisen pääoman osuus yrityksen arvosta voi olla huomattava. (Kallunki & Niemelä, 2004, 25; Lindström 2005, 71-72)

Ulkoinen analyysi

Ulkoisessa analyysissä keskitytään tarkastelemaan toimintaympäristöä kilpailijoiden, toimialan, taloudellisen kehityksen, työttömyyden, raaka-aineiden, teknologisen kehityksen ja muiden ulkopuolisten tekijöiden näkökulmasta. Analyysi kohdistetaan tällöin toimintaympäristön tekijöihin, joihin yritys ei pysty toimillaan vaikuttamaan suoraan, mutta joihin toiminta on sopeutettava parhaalla mahdollisella tavalla. (Benninga & Sarig, 1997, 135-144) Ulkoinen analyysi jaetaan Kallungin ja Niemelän (2004, 28) mukaan toimiala-analyysiin, kilpailija-analyysiin sekä maailmantalouden ja makrotalouden analyysiin.

Globalisaation myötä markkinoille on tullut ominaiseksi yritysten toiminnan kansainvälistyminen. Näin ollen arvonmäärittäjälle ei enää riitä, että tuntee vain kotimarkkinat, vaan hänen tulee osata tulkita myös kansainvälisessä taloudessa ilmeneviä muutoksia. Taloussuhdanteet eivät enää ole maakohtaisia, vaan Suomenkin kansantalous on varsin riippuvainen kauppakumppaniemme talouskehityksestä (VM, 2015). Maailmantaloudellinen ja makrotalouden analysointi koostuu analyyseistä keskeisten taloudellisten indikaattorien kehityksessä. Näitä ovat esimerkiksi inflaatio, kysynnän muutokset, työttömyys ja ennusteet korkotasoissa. Vaikka kansataloudellisen analyysin tarve on pienentynyt euroalueen myötä, ovat bruttokansantuote, työttömyysaste sekä inflaatio tärkeitä ja usein käytettyjä mittareita arvioitaessa kansantalouksien nykytilaa sekä tulevaisuutta. (Kallunki & Niemelä 2004, 28; Benninga & Sarig, 1997, 134) Nämä asiat vaikuttavat suoraan asiakaskunnan ostovoimaan ja täten yrityksen tulevaisuuden tuloksentekokykyyn ja mahdollisiin suoritettaviin investointeihin tai säästötoimenpiteisiin.

Toimiala-analyysin tarkoituksena on arvioida ja verrata yrityksen kilpailukykyä ja asemointia markkinoilla toimiviin kilpaileviin yrityksiin samalla sekä samankaltaisilla toimialoilla. Toimialojen välisessä vertailussa tulee markkinoiden kehityksen lisäksi ottaa huomioon toimialojen syklisyys eli se, kuinka herkästi yritys ja sen taloudellinen tila saattaa vaihdella

kansantaloudessa tapahtuvien muutosten seurauksena. Toimialan sisäinen kilpailu voidaan Porterin (1983) mukaan jakaa kolmeen uhkaan: nykyisten kilpailijoiden aiheuttamaan uhkaan, toimialalle pyrkivien uusien kilpailijoiden aiheuttamaan uhkaan sekä uusien korvaavien tuotteiden aiheuttamaan uhkaan. Mitä kilpailullisempi toimiala on kyseessä, sitä enemmän yritys joutuu seuraaman kilpailijoidensa toimintaa, mikä vaikuttaa olennaisesti tuotteiden ja palveluiden hinnoitteluun. Markkinat elävät ja muuttuvat jatkuvasti ja täten synnyttävät uhkia ja mahdollisuuksia, joihin yrityksen on reagoitava. Markkinoita analysoitaessa onkin tärkeää kiinnittää huomiota markkinoiden koon ja rakenteen muutokseen. Suomessa on syytä kiinnittää huomiota varsinkin asiakaskunnan sosioekonomisiin tekijöihin liittyviin muutoksiin, kuten esimerkiksi ikään ja tuloihin sekä maantieteellisiin tekijöihin on syytä kiinnittää erityistä huomiota. (Lahti, 1987, 30; Kallunki & Niemelä 2004, 31, Porter 1983, xiii)

3.1.2 Tilinpäätösanalyysi

Useissa aikaisemmissa tutkimuksissa on todettu, että varsinkin pienissä yrityksissä tilinpäätöksen tiedot voivat olla informatiiviselta laadultaan heikompia kuin julkisesti noteeratuissa yrityksissä, sillä sisältövaatimukset pienyritysten kohdalla eroavat suurten yritysten tilinpäätöstiedoista (Sahlström, 2004, 89; Hitchner, 1992 471; Elnathan et al. 2010, 389). Tämän johdosta tilinpäätöksiä tulee tarkastella suurella varauksella, koska tiedot eivät välttämättä ole tilintarkastajien tarkastamia (Boudreaux et al. 2011, 92). Suomessa pienyritysten kirjanpito on monesti ulkoistettu ja täten noudattaa hyvää kirjanpitotapaa ja ovat sisällöltään luotettavia. Lisäksi noin 80 % pienyrityksien investointeihin tarkoitetusta rahoituksesta tulee pankeilta, jotka vaativat tarkat tilinpäätöstiedot vuosittain analysoitavaksi lainapäätöksen edellytykseksi (Suomen Pankki, 2013, 57).

Arvonmäärityksiä laativat ammattilaiset kuitenkin luottavat suurelta osin pienten yritysten ilmoittamiin tilinpäätöstietoihin. Myös usean vuoden kokemuksen omaavat arvonmäärittäjät pystyvät analyysia laatiessaan huomaamaan, jos numerot eivät täsmää suhteessa yrityksen liiketoimintaan

tai niitä yritellään vääristellä (King, 2011, 6-8). Ammattilaisten luottamuksen tilinpäätöstietojen oikeellisuuteen toteaa myös Elnathan et al. (2010) laatimassaan tutkimuksessa, jossa tutkitaan arvonmäärityksen ammattilaisten laatimien arvonmäärityksien eroja pienten ja listattujen yritysten välillä. Huomion arvoinen tulos on, että suurten yritysten tuloksia muokataan erilaisin tuloksenmuokkauskeinoin, jolloin tulos saattaa helposti vääristyä, kun taas pienet yritykset eivät muokkaa tulostaan samassa määrin ja täten antavat oikeamman kuvan yrityksen taloudellisesta toiminnasta.

Tilinpäätösanalyysin tarkoituksena on auttaa yrityksen arvonmäärittäjää, sijoittajaa tai ostajaa ymmärtämään mennyttä tuloskehitystä, tämän hetken taloudellista tilannetta ja käyttämään tätä informaatiota apuna tulevaisuuden ennustamisessa. Tilinpäätösanalyysia suoritettaessa on kuitenkin tärkeää muistaa, että tilinpäätös on liiketoiminnan johdannainen, ja täten ostettavan yrityksen liiketoiminnan tunteminen on merkittävässä asemassa menneen tuloskehityksen ymmärtämisessä. Analyysin keskeisimpinä tutkimuskohteina toimivat kannattavuus, vakavaraisuus, maksuvalmius sekä toiminnan tehokkuus (King, 2011, 6-7; Niskanen et al. 2004, 110). Tilinpäätösanalyysin avulla saatetaan yritysten tilinpäätökset vertailukelpoisiksi, jonka avulla yksittäisten yritysten taloudellisen tilan vertaileminen on helpompaa. Vertailuissa tulee käyttää useamman vuoden tilinpäätöstietoja varmemman vertailupohjan saavuttamiseksi (Koller et al. 2010, 133-134).

Tilinpäätöksen analysointi tulee Penmanin (2010) mukaan aloittaa tilinpäätöksen oikaisulla, jolla varmistetaan yrityksen tuloksen ja taloudellisen aseman oikeellisuus ja vertailtavuus samalla ajanhetkellä. Oikaisun päätavoitteena on poistaa tilinpäätöksen laadinnassa käytetyt harkinnanvaraisuudet ja täten muokata yrityksen eri vuosien tilinpäätökset vertailukelpoisiksi keskenään sekä eri yritysten välillä (Palepu et al. 2004, 4-33). Usein pienyritysten tilinpäätökset tarvitsevat oikaisuja listattujen yritysten tilinpäätöksiä enemmän (Katramo et al. 2011, 84). Pienyrityksissä suurin yksittäinen oikaistava erä on useimmiten palkat (Savolainen, 2012, 114).

Nykyaikainen tilinpäätösanalyysi jaetaan perinteiseen tilinpäätösanalyysiin sekä muuhun tilinpäätöksen analysointiin. Perinteisen tilinpäätösanalyysin avulla saatetaan yritysten tilinpäätökset keskenään vertailukelpoisiksi. Tällöin onkin tärkeää tuntea keinot, joilla tilinpäätös on laadittu. Tulossuunnittelun kohteena onkin usein juuri yrityksen kirjanpidollinen, verotuksellinen sekä operatiivinen tulos. (Koller et al, 2010, 136, Kallunki & Niemelä, 2007, 32)

Tilinpäätösanalyysissa vertailuperusteena käytetään arvonmäärityksen suorittajan itse asettamia tavoitteita sekä samalla alalla toimivien yritysten vertailulukuja. Tilinpäätöksen analysoinnissa yhdistyy parhaimmillaan tilinpäätöksestä laskettavat tunnusluvut, tunnusluvuissa tapahtuvien muutosten analysointi sekä muutosten taustalla vaikuttavien tekijöiden syy-seuraussuhteiden analysointi. Tällöin kattavan analysoinnin laatimiseksi pelkkien lukuarvojen arviointi ei riitä, vaan asioita on analysoitava yksityiskohtaisemmin. Tärkeää on selvittää, mikä on ollut yrityksen liiketoiminnan viime vuosien trendi ja mistä mahdolliset muutokset kertovat. Johtuvatko muutokset yksittäisestä tapauksesta yrityksen sisällä, vai kertovatko ne jostain pidemmän aikavälin muutoksesta markkinoilla. Mahdollisuus vertailla analysoitavan yrityksen lukuja muihin alan toimijoihin, tuo analysoinnille syvyyttä ja antaa laajemman kuvan siitä, miten yritys asemoituu suhteessa muihin alan toimijoihin. (King, 2011, 39; Hitcner, 1992, 475)

Yhtenä tilinpäätösanalyysin tehtävänä on arvioida tuloksen riittävyyttä eli yrityksen kannattavuutta. Varsinkin kannattavuuteen ja sen kehittymiseen liittyvät riskit tulee analysoida huolellisesti. Pitkän aikavälin rahoitusrakenteeseen liittyviä riskejä tarkastellaan arvioitaessa yrityksen vakavaraisuutta. Alle vuoden pituisen rahoituksen riittävyyttä ja siihen liittyviä riskejä arvioidaan maksuvalmiuden tunnuslukujen avulla. (Niskanen & Niskanen, 2004,8)

3.1.3 Tulevan kehityksen arviointi

Tulevaisuuden arviointi on arvonmäärityksen yksi keskeisimmistä osa-alueista. Se pohjautuu yrityksen laatimiin laajoihin ja yksityiskohtaisiin selvityksiin toiminnan kehityksestä eri sektoreilla, mutta luotettavan arvion laatimisessa joudutaan usein turvautumaan myös ulkopuoliseen informaatioon yrityksestä. Näitä tietoja saadaan tilinpäätöksestä, vuosikertomuksesta ja julkaistuista toimiala-analyyseista. Varsinkin pienyrityksien kohdalla tilinpäätösinformaation ollessa vähäistä, arvonmäärittäjät turvautuvat yrityksen johdon haastatteluihin arvioidessaan yrityksen tulevaisuuden näkymiä (King, 2011, 6;Savolainen, 2012, 113-114).

Lähtökohtana tulevaisuuden ennustamisessa toimii yrityksen tulevaisuudessa odotettu taloudellinen menestyminen eri tilinpäätösluvuilla mitattuna. Copeland et al. (2000) mukaan tärkeintä ennusteiden laatimisessa on se, kuinka yritys menestyy tulevaisuudessa tärkeimmillä arvoa tuottavilla tekijöillä mitattuna, eli kasvulla ja sijoitetun pääoman tuotolla. Tulevaisuuden lukujen ennustamisessa on kuitenkin tärkeää muistaa, että varmaa ennustetta tulevaisuuden tapahtumista ei voida antaa. Kuitenkin syvällisellä perehtymisellä asiaan on mahdollista laatia tarkkojakin skenaarioita yrityksen tulevasta menestymisestä. (Copeland et al. 2000, 233) Copeland et al.(2000) jakavat tulevan menestymisen ennustamisen viiteen eri osatekijään.

1) Ennusteen pituus ja yksityiskohtaisuus
2) Strateginen näkökulma yrityksen tulevaisuuden kehityksestä, teollisuuden ominaispiirteistä sekä yrityksen kilpailuetujen ja heikkouksien kartoitus
3) Strategisen näkökulman kääntäminen talousennusteiksi: laaditaan ennusteet tulevaisuuden taseesta, tulosennusteista ja vapaan kassavirran laskelmasta
4) Vaihtoehtoisten skenaarioiden luominen tulevaisuuden ennusteista
5) Ennusteiden uskottavuuden tarkistaminen, jotta ne ovat linjassa strategisen suunnitelman kanssa

Ennusteen pituus ja tarkkuus

Yleisin käytäntö tulevaisuuden lähestymiseen ja tulevaisuuden taloudellisten ennusteiden laatimiseen tapahtuu kaksivaiheisen kasvumallin avulla, jossa suoritetaan yksityiskohtainen ennuste lähitulevaisuudelle ja kokoava ennuste pitkälle aikavälille. Pitkän aikavälin kasvuennusteen laatimisessa voidaan käyttää apuna eri toimialojen määriteltyjä kasvuodotuksia ja suhteuttaa yrityksen nykyinen kehitys niihin. (Koller et al. 2010, 188; Martins, 2011, 209) Copeland et al. (2000) suosittelevat koko tulevaisuuden ennustejakson pituudeksi 10 -15 vuotta. Kasvuyritykset voivat tosin tarvita jopa tätäkin pidemmän ajan saavuttaakseen tasaisen kasvun vaiheen. Tätä lyhemmän ennustejakson käyttäminen voi johtaa huomattavaan yrityksen aliarvostamiseen tai liian suurten kasvuolettamuksien käyttöön jäännösarvoa määriteltäessä (Jennergren, 2008, 1549; Blasco & Ribal, 2013, 1792-1793).

Savolaisen (2012) mukaan yksityiskohtaiset ennusteet taseesta ja tuloslaskelmasta tulisi luoda vähintään viidelle vuodelle, kun taas Koller et al. (2010) suosittelevat tarkkojen ennusteiden laatimista 5-7 vuodelle. Muutaman vuoden aikahorisontilla kyetään ennustamaan yrityksen tulos kohtuullisella varmuudella, mutta aikavälin kasvaessa pidemmäksi arvioiden epävarmuus tulevaisuuden tuotoista ja oikeellisuudesta kasvaa. Tämän jälkeen laaditaan yksinkertaistettu ennuste loppuvuosille, jossa keskitytään muutamaan tärkeään muuttujaan, kuten liikevaihdon kasvuun, katteisiin ja pääoman kiertonopeuteen.

Strateginen näkökulma

Jotta yrityksen tulevaisuuden taloudellisia lukuja voidaan ryhtyä ennustamaan, on luotava uskottava tarina yrityksen tilasta tulevaisuudessa. Strateginen näkemys yrityksen tilasta tulevaisuudesta, sen asemasta markkinoilla, tuotteiden elinkaaresta ja erityisesti yrityksen kilpailuetujen säilyvyydestä jatkossa ovat tulevaisuuden arvioinnin tärkeimpiä osia. Ilman kilpailuetua yritys kykenee ansaitsemaan vain pääomakustannusten verran tai huonossa tilanteessa jopa niiden alle. Arvonmäärittäjän näkemys yrityksen strategian

toimivuudesta perustuu arvonmäärityksessä suoritettaviin arvioihin yrityksen kannattavuudesta tulevaisuudessa ja siitä, miltä tulevaisuuden taloudelliset luvut ennustuksissa näyttävät. Tämä korostaa entisestään arvonmäärittäjältä vaadittavaa kokemusta ja ymmärrystä arvioitavasta yrityksestä, arvonmäärityksistä sekä toimialasta, jolla arvioitava yritys toimii. (King, 2011, 6-7,39)

Varsinkin pienyritysten kohdalla toiminnasta saatava vähäinen informaatio ja yritysten tulevaisuuden varalta laatima vähäinen strategiatyö jättää arvonmäärittäjän omille tulkinnoille suuren painoarvon yrityksen tulevasta menestyksestä kassavirtojen ennustamisessa (King, 2011, 6; Copeland et al. 2000, 235). Tällöin voidaan käyttää hyödyksi Porterin esittelemää SWOT-analyysia, joka on hyödyllinen selventämään syy-seuraussuhteita.

Strategisesta näkökulmasta talousennusteeksi

Kun kokonaiskuva yrityksen tulevaisuuden menestymisestä on hahmoteltu, se pitää vielä muuntaa taloudelliseksi ennusteeksi. Tulevaisuuden vapaa kassavirta pystytään laatimaan suoraan ilman, että tuloslaskelmaa ja tasetta tarvitsee luoda erikseen. Tällöin on kuitenkin riskinä, että kokonaiskuva yrityksen taloudellisesta tilanteesta katoaa. Taseen ja tuloslaskelman laatimisen avulla saadaan johdettua vapaa kassavirta sekä sijoitetun pääoman tuotto, jolloin kyetään tekemään päätelmiä rahoitusrakenteesta. (Fernández, 2007, 4 -5; Copeland et al. 2000, 240)

Tärkeitä kysymyksiä muutettaessa strategiaa luvuiksi ovat muun muassa kassavirtaennusteen vertailtavuus yrityksen aikaisempaan menestykseen ja kilpailijoihin sekä mitkä tärkeät tekijät ovat arvonmuodostumisen ja menestyksen taustalla, joille muodostettu laskelma tulevaisuudesta perustuu (Lahti, 1988, 126; King 2011, 6-8). Copelandin et al. (2000) sekä Savolaisen (2012) mukaan tavallisin tapa ennustaa tuloslaskelmaa ja tasetta on kysyntälähtöinen ennustus, joka lähtee myynnistä. Muut tekijät, kuten kulut ja käyttöpääoma johdetaan myyntiennusteesta.

Ennustettaessa tasetta, voidaan ennusteet Copelandin et. (2000) mukaan laatia joko suoraan (varastoissa) tai epäsuorasti (kassavirroissa) tapahtuneiden muutosten avulla. Varaston kautta lähestyttäessä ennustetaan loppuvuoden varastotilannetta vuoden liikevaihdon funktiona, kun taas vastaavasti kassavirtojen avulla lähestyttäessä käytetään hyödyksi varaston muutosta liikevaihdon muutoksen funktiona. Savolainen (2012) sekä Copeland et al. (2000) suosittelevat tasetta ennustettaessa käyttämään varasto-lähestymistä, sillä taseen tilien ja tuottojen välinen suhde on vakaampi kuin taseen muutosten ja tuottojen välisen kasvun suhde.

Myös taseen käyttöomaisuus on hyvä ennustaa. Yleinen käytäntö ennustamisessa on käyttöomaisuuden prosentuaalinen lisäys liikevaihdosta, mikä voi johtaa huomattaviin muutoksiin pääoman kiertonopeudessa. Yrityksien pitkän aikavälin talousennusteiden tutkimuksissa on huomattu, että nettokäyttöomaisuuden suhde liikevaihdosta on usein kiinteä. Tällöin käyttöomaisuuden ennustamisessa on tärkeää ennustaa käyttöomaisuus nettona liikevaihdosta, ennustaa poistot prosentuaalisesti bruttomääräisestä käyttöomaisuudesta ja täten saadaan investoinnit käyttöomaisuuteen, kun poistot lisätään nettokäyttöomaisuuden muutokseen. (Palepu et al. 2004, 6-8, Copeland et al. 2000, 241-242) Tuloslaskelman ja taseen erien ennustamisen jälkeen on laskelmissa vielä syytä huomioida inflaatio. Olennaista on, että talousennuste sekä pääoman kustannukset pohjautuvat yhtäläiseen inflaatiotasoon, joka voidaan johtaa esimerkiksi valtion obligaatiosta. Tällöin nimellinen korkotaso kuvaa sijoittajien tuottovaatimusta yli reaalikorkotason. (Copeland et al. 2000, 220)

Vaihtoehtoiset skenaariot

Tulevaisuuden ennustamisen haasteellisuuden takia yhtä ainoaa ennustetta ei voida pitää ainoana mahdollisena vaihtoehtona. Tällöin on tärkeää ymmärtää, millainen vaikutus erilaisilla tapahtumilla on yrityksen kehityksen kannalta. Skenaarioiden käyttö onkin akateeminen tapa viestittää, että tulevaisuuden ennustaminen on hankalaa ja vain koulutettu arvaus (King, 2011, 7-8). Varsinkin pienyrityksille tulevien rahavirtojen määrittäminen on

haasteellisempaa, koska myynti voi vaihdella huomattavasti. Linnemann ja Kennell (1977) korostivat tutkimuksessaan skenaarioanalyysin laatimisen tuottavan huomattavaa lisäarvoa tulevaisuuden mahdollisuuksien saavuttamisen ymmärtämiseksi. Skenaarioita laatiessaan tulee asiantuntijan listata yrityksen tulevaisuuden tuottoihin vaikuttavia tekijöitä, jotka voivat tulevaisuudessa vaihdella merkittävästi. Erilaisten mahdollisuuksien muodostamisen jälkeen saadaan tulevaisuuden tuotoille laskettua paras ja huonoin mahdollinen lopputulema. Täten vaihtoehtoisten skenaarioiden avulla pystytään kaventamaan erilaisten tulevaisuuden tuottojen vaihtelevuuden merkitystä arvonmäärityksessä. Damodaranin (2009) mukaan vaihtoehtoisten skenaarioiden luominen on tärkeä asia, sillä sen avulla saadaan selvitettyä, kuinka arvo vaihtelee erilaisten tulevaisuudessa saatavien kassavirtojen aikana. Kun skenaariot on kehitetty, voidaan tämän jälkeen määrittää yrityksen arvo. Yrityksen arvoksi valitaan tällöin joko perusskenaario tai todennäköisyyksillä painotettu keskiarvo eri skenaarioiden mukaisista yrityksen arvoista. (Damodaran, 2009, 8).

Kingin (2011) mukaan ennen kuin tulevaisuutta voidaan lopullisesti ennustaa, tulee ennusteen eheys ja uskottavuus tarkistaa. Tällä tarkoitetaan vapaan kassavirran sekä arvotekijöiden, kuten sijoitetun pääoman tuoton ja kasvun, määrittämistä tuloslaskelmasta ja taseesta. Jos yritys on tehnyt tappiollista tulosta viimeiset kolme vuotta, ei arvonmäärittäjän tulevaisuuden ennusteissa voida olettaa, että seuraavina vuosina kasvu olisi räjähdysmäistä, tai että sitä edes on ollenkaan. Pitkällä aikavälillä yritykset harvoin ovat kannattavampia kuin niiden kilpailijat. (King, 2011, 39-40)

Tulevaisuuden ennusteissa tulee myös huomioida vallitseva ja tuleva toimintaympäristön taloudellinen tila. Joillakin toimialoilla on kuitenkin mahdollista ansaita parempia sijoitetun pääoman tuottoja, kuten esimerkiksi lääketeollisuudessa lainsäädännön ja patenttien avulla, tai kun yritys omaa kehittyvällä toimialla hyvältä vaikuttavan liikeidean, jonka toimivuutta ei ole vielä käytännössä testattu (Copeland et al. 2000, 248). Näiden huomioiminen ennusteissa on kuitenkin haastavaa, koska niiden arvoa tulevaisuudessa on

hankala määrittää. Olennaisinta onkin analysoida laadittu ennuste samalla tavalla kuin tilinpäätös. (King, 2011, 39-40)

3.1.4 Tuottovaatimus arvonmäärityksessä

Yrityksen liiketoimintaa varten hankittu omaisuus rahoitetaan joko vieraalla tai omalla pääomalla. Sekä oman että vieraan pääoman sijoittajat vaativat sijoitukselleen tulevaisuudessa tuottoa sen mukaan, kuinka riskisenä sijoituksena he yrityksen kokevat. Kyseisen tuottovaatimuksen määrää sijoituksen vaihtoehtoiskustannus, eli tuotto, jonka sijoittaja saisi sijoittaessaan varansa johonkin toiseen vastaavan riskin sisältävään sijoituskohteeseen. Yrityksen arvonmäärityksen yhteydessä pääoman tuottovaatimus eli pääoman kustannus onkin kriittinen tekijä. Tämän johdosta tulevaisuudessa saatavien rahavirtojen aika-arvo on otettava huomioon yrityksen arvonmäärityksessä. Pääoman tuottovaatimuksen avulla määritetään yrityksen tulevaisuudessa tuottamat kassavirrat yhteismitallisiksi eli diskontataan ne nykyhetkeen. Pääoman kustannus on yrityksen näkökulmasta hinta, jolla se saa pääomia rahoitusmarkkinoilta investointiensa tai yritysostojensa rahoittamiseen. (Kallunki & Niemelä 2004, 133; Palepu et al. 2004, 7-2)

Oman pääoman tuottovaatimus

Oma pääoma on yritykselle kalliimpi rahoitusvaihtoehto kuin vieras pääoma. Omistajat kantavat yrityksen liiketoimintaan liittyvän riskin, jolloin konkurssitilanteessa on mahdollisuus, että sijoittajat menettävät koko yritykseen sijoittamansa pääoman. Yrityksen näkökulmasta pääomakustannuksen hinta muodostuu markkinoilla ja on se hinta, jolla yritys saa markkinoilta rahaa käyttöönsä. Rahoitusteoriassa esitetyn perusolettamuksen mukaan tuottovaatimus määräytyy aina sijoituskohteen sisältämän riskin mukaan. Mitä suuremman riskin sijoitus sisältää, sitä suurempi on sijoittajien vaatima tuotto sijoitukselleen. Riski voidaan jakaa yrityksen toimintaan liittyvään erityiseen riskiin sekä systemaattiseen riskiin. Liiketoimintaan liittyvä erityinen riski voi olla esimerkiksi liiketoiminnallisen osaamisen keskittyminen harvojen avainhenkilöiden varaan. Systemaattisen

riskin taas aiheuttavat yleiset makrotaloudelliset voimat ja muutokset näissä olosuhteissa. Se voidaan jakaa edelleen liikeriskiin ja rahoitusriskiin. Esimerkiksi kannattavuusvaihtelut aiheuttavat liikeriskiä kun taas yritystoiminnan rahoitusrakenne synnyttää rahoitusriskin. Mitä suurempi on yrityksen velkaantumisaste, sitä korkeampi on omistajien tuottovaatimus riskin kasvusta johtuen. Tämän johdosta oman pääoman ehtoisten sijoittajien vaatima tuottovaatimus on korkeampi kuin vieraan pääoman ehtoisen sijoittajan tuottovaatimus. (Mills et al.1992, 2-4; Katramo et al. 2011, 146-147, Brealey et al, 2008, 214-215)

Oman pääoman tuottovaatimus on osakkeenomistajan sijoitukselleen vaatima tuotto. Tuottovaatimuksen taso määräytyy sen mukaan, millä riskillä sijoittaja suostuu yritykseen sijoittamaan. Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittelyssä lähtökohtana käytetään Markowitzin (1952) laatimaa teoriaa, jota Sharpe (1964), Lintner (1965) edelleen kehittivät Capital Asset Pricing -malliksi, jonka tarkoituksena on selvittää, kuinka suuri riskilisä riskinottamisesta tulee maksaa yli riskittömän koron. Malli pohjautuu olettamukseen, että sijoittajan vaatima tuotto on verrannollinen riskiin, joka liittyy yrityksen tuleviin kassavirtoihin. Kaiken taustalla vaikuttaa olettamus, että sijoittaja karttaa riskiä. Oman pääoman tuottovaatimus muodostuu kolmesta eri tekijästä, jotka ovat riskitön korko, markkinariski sekä systemaattinen riski. (Sharpe 1964, 439; Torrez et al, 2006, 44-45)

Riskitön tuotto

Markkinoilta on vaikea löytää täysin riskitöntä sijoitusta, mutta valtion lainojen korkoa pidetään yleisesti riskittömän sijoituksen vaihtoehtona. Riskitön korko muodostuu silloin, kun ei ole mahdollista, että joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskija ei pysty suoriutumaan velvoitteistaan tai silloin, kun ei ole olemassa uudelleensijoittamisriskiä. Uudelleensijoittamisriski tarkoittaa sitä, että saatu korkotuotto jouduttaisiin sijoittamaan uudelleen huonommalla korolla. Ainut tekijä, mikä riskitöntä korkoa määritettäessä voi vaihtua on maturiteetista riippuva korkoprosentti. Tällöin tietyn pituiseen rahavirtaan sovelletaan samanpituista riskitöntä tuottoa. Riskitön korko määritellään usein

hyvin yksinkertaisella tavalla käyttämällä valtiosidonnaisten viiden tai kymmenen vuoden obligaatioiden korkoa. Se sisältää myös odotetun inflaation, jolloin riskitön tuotto koostuu reaalikorosta ja odotetusta inflaatiosta. Näitä pidetään riittävän likvideinä eikä se reagoi markkinoiden muutoksiin kovinkaan herkästi. Pitkä korkoinstrumentti vastaa myös parhaiten yrityksen rahoitusrakenteen kestoa. (Damodaran, 2008,5-9, 14)

Markkinoiden tuotto-odotus

Markkinoilta on vaikeaa löytää sijoitusta, joka olisi täysin riskitön. Markkinoilla riskittömän sijoituksen vaihtoehtona käytetään yleisesti valtion lainojen korkoa, koska ne ovat vähiten riskisiä. Viime vuosina myös muutaman maan 5 vuoden ja sitä lyhempien valtiolainojen korot ovat olleet negatiivisia (Suomen Pankki, 2015). Markkinariskin sijaan puhutaankin usein markkinapreemiosta, jolla tarkoitetaan markkinoiden tuotto-odotuksen sekä riskittömän koron välistä erotusta. Tätä on kuitenkin vaikea hahmottaa, sillä markkinoiden odotettua tuottoa on vaikea määrittää suoraan historian perusteella (Bowman, 2001, 10-11). Tämän johdosta yhtä hyväksyttyä mallia markkinapreemion määrittämiselle ei ole olemassa, vaan on normaalia käyttää historiallisia tuotto-odotuksia johdettaessa nykyistä markkinoiden tuottovaatimusta. Vaihtoehtoinen menetelmä onkin laskea tulevaisuuden preemio nykyisistä osakkeiden tasoista ja ennustetuista tulevaisuuden kassavirroista. Bowman (2001) on tutkimuksessaan sitä mieltä, että markkinariskipreemio ei olisi soveltuva muuttuja CAP-mallissa, koska se on enemmän historiaan perustuva ja CAP-malli on nimenomaan tulevaisuuteen katsova malli. Koska vaihtoehtoisten mallien käytössä juuri tulevaisuuden kassavirtojen ennustamisen vaikeus aiheuttaa suuria vääristymiä markkinariskin arvossa, on CAP-malli vielä toistaiseksi suositeltava malli määritettäessä markkinariskipreemiota (Koller et al. 2010, 268-269).

Tavallisesti markkinoiden odotettu tuotto ei sisällä kaikkia tarjolla olevia sijoituskohteita, vaan markkinaportfolion mallintamisessa hyödynnetään kyseessä olevan markkina-alueen markkinoiden tuotto-odotusta vastaavaa

yleisindeksiä. Suomessa tällaisena voidaan käyttää esimerkiksi OMX Helsinki Cap GI-indeksin tuottoa. Suomen osakemarkkinoiden tuotosta ja markkinariskin preemiosta vuonna 2012 tehdyn tutkimuksen mukaan 10 vuoden keskimääräinen markkinariskipreemio oli 6,00 prosenttia, kun taas samana vuonna 10 vuoden valtion lainojen korkokanta oli 1,89 prosenttia (PriceWaterhouseCoopers 2012, 4;Suomen Pankki 2015). Täten Suomen osakemarkkinoiden tuottovaatimukseksi muodostuu 7,89 prosenttia. Osakemarkkinoiden yleinen pitkän ajan keskimääräisen tuotto on vuonna 2013 ollut 8-9 %, joten Suomen osakemarkkinoiden tuotto vastaa yleistä osakemarkkinoiden pitkän aikavälin keskimääräistä tuottoa (Seligson & Co 2013).

Yleiseen markkinoiden riskipreemioon ja siinä aiheutuviin muutoksiin ammattilaiset näkevät kolme keskeistä vaikuttavaa tekijää, jotka ovat poliittinen riski, markkinoiden rakenne ja kansantalouden vaihtelu. Lisäksi tutkimuksessa selvitettiin myös lisäriskipreemion arvoa pienten ja epälikvidien yritysten kohdalla. Yhtiöt, joiden markkina-arvo oli pieni, todettiin olevan keskimäärin 6,1 %:n tuottovaatimusta korottava vaikutus. Tuottovaatimus pienten yritysten kohdalla oli noussut edellisestä, vuonna 2009 suoritetusta tutkimuksesta, markkinoiden lisääntyneen epävarmuuden vuoksi. (PriceWaterhouseCoopers 2012, 4-6)

Vieraan pääoman tuottovaatimus

Pääomalajeista helpoiten määriteltävissä on vieraan pääoman tuottovaatimus, joka on yleensä suoraan määritettävissä yrityksen suorittamista korkomaksuista. Tällöin vieraalta pääomalta vaadittava tuottovaatimus on tuotto, jonka yritykselle luottoja myöntäneet vieraan pääoman sijoittajat vaativat vastineeksi lainaamistaan rahoista. Tuottovaatimus tai toisin sanoen vieraan pääoman kustannus voidaan laskea joko uusien lainojen keskikoron avulla, silloin kun yritys uudelleen rahoittaisi olemassa olevan lainasalkkunsa, tai vastaavasti yrityksen vieraan lyhyen- sekä pitkän pääoman keskikorkona. (Boudreaux et al. 2011, 93; Kallunki & Niemelä, 2007,132)

Yritys hankkii vierasta pääomaa joko pankkilainoina tai laskemalla liikkeelle pitkäaikaisia joukkovelkakirjoja. Pankkilaina voi olla lyhytaikaista, alle vuoden mittaista, tai pitkäaikaista yli vuoden pituista lainaa ja ne voivat vaihdella korkoehdoiltaan vaihtuvakorkoisista lainoista kiinteäkorkoisiin lainoihin. (Brealey et al. 2008, 397 - 398)

Toinen yleinen vieraan pääoman rahoituksen muoto on laskea liikkeelle joukkovelkakirjalainoja. Tällöin tuottovaatimus on kyseisten joukkovelkakirjojen todellinen tuotto eli yield. Joukkolainoista maksettava nimellistuotto, eli kuponkikorko, ei ole sama asia kuin vieraan pääoman tuottovaatimus, koska tämä kertoo ainoastaan vieraan pääoman tuottovaatimuksen suuruuden lainan liikkeeseen laskun hetkellä. Samalla toimialalla toimivan sekä riskiltään vastaavanlaisen yrityksen joukkolainojen tuottoa voidaan käyttää hyvänä tuottovaatimuksen arviona silloin, kun yritys ei ole lähiaikoina laskenut liikkeelle joukkolainoja. (Katramo et al., 2011, 172)

Varsinkin pienyritykset käyttävät pääasiallisena vieraan pääoman lähteenä pankkilainaa, jonka johdosta vieraan pääoman kustannus on niissä kalliimpaa kuin suurissa pörssiyrityksissä. Lainan myöntäminen pienemmille yrityksille, joiden liikevaihto on pientä, on tulevaisuuden ennustaminen vaikeampaa ja liiketoiminta riskisempää sekä alttiimpaa talouden heilahteluille, aiheuttaa nostopaineita rahoittajien vaatimille tuottovaatimuksille ja täten nostaa pienyritysten rahoituskustannuksia. (Boudreaux et al. 2011, 93)

Kokonaispääoman tuottovaatimus

Kun lasketaan oman ja vieraan pääoman tuottovaatimuksien painotettu keskiarvo vieraan pääoman verohyöty huomioiden, saadaan selville kokonaispääoman keskimääräinen tuottovaatimus. Verohyödyllä tarkoitetaan arvoa, joka saadaan kun vieraan pääoman korkomenoista vähennetään veroprosenttia vastaava osuus lopullisesti maksettavasta veron määrästä. Tällöin painokertoimina käytetään oman ja vieraan pääoman osuuksia yrityksen kokonaispääomasta. (Grüninger & Kind, 2013, 36-38)

Alun perin koko pääoman keskimääräisen kustannuksen teorian esittelivät tutkimuksessaan Modigliani ja Miller (1958), jonka mukaan yrityksen arvo saadaan, kun velattomaan yrityksen arvoon lisätään yrityksen velallisen verohyödyn arvo. Jos yritys voisi ottaa rajattomasti velkaa, olisi sen arvo korkeimmillaan silloin, kun pääomarakenne koostuisi pelkästään vieraasta pääomasta. Velkaisuuden ja riskisyyden kasvaessa kasvaa myös pääoman tuottovaatimus.

Koko pääoman tuottovaatimus tunnetaan paremmin pääoman keskimääräisenä kustannuksena (Weighted Average Cost of Capital, WACC). Se on tärkeässä roolissa diskontattaessa tulevia kassavirtoja nykyhetkeen, sillä pienikin muutos pääoman tuottovaatimuksessa voi johtaa suuriin muutoksiin yrityksen arvossa (Steiger, 2010, 9-10). Se esitetään matemaattisessa muodossa Grûningerin & Kindin (2013, 37) mukaan seuraavasti:

$$WACC = \frac{E}{V} * Re + \frac{D}{V} * Rd * (1 - TC)$$

Re= oman pääoman tuottovaatimus

Rd= Korollisen vieraan pääoman tuottovaatimus

E= oman pääoman markkina-arvo

D= vieraan pääoman markkina-arvo

V=oman sekä korollisen vieraan pääoman markkina-arvo

Tc= veroaste

Oman ja vieraan pääoman painoarvot ovat niiden suhde koko pääoman arvoon. On kuitenkin olemassa vaihtoehtoisia tapoja, miten pääomien arvot kyetään määrittämään. Tällaisia keinoja ovat esimerkiksi pääomien arvostaminen markkina-arvoon, kirjapitoarvoon tai tavoitteelliseen pääomarakenteen arvoon. Varsinkin pienyritysten tapauksessa pääomien markkina-arvojen määrittäminen on hankalaa, ja tällöin käytäntöön paremmin soveltuvia menetelmiä ovat pääomien arvostaminen kirjanpitoarvoon tai vastaavasti tavoitteellisiin pääoma-arvoihin. Tavoitteellisien pääoma-arvojen

käyttämistä Kallunki & Niemelä (2004) suosittelevat käytettäväksi arvonmääritysmallien yhteydessä, sillä tällöin pääomien painokertoimet ovat yhtäläiset verrattuna asetettuihin tulevaisuuden tavoitteisiin. Arvonmääritysmallien avulla pyritäänkin arvioimaan yrityksen kehitystä sekä arvonmuodostumista tulevaisuudessa. Koska pääomarakenteen tavoite asetetaan pitkälle aikavälille, tuo tämä määrittelytapa vakautta verrattuna markkina-arvoihin perustuvaan määrittelyyn. (Kallunki & Niemelä, 2004, 176)

3.2 Arvonmääritysmallit

Viisi yleisintä rahoitusteoriassa käytettyä arvonmääritysmallia ovat kassavirtaan perustuva DCF-malli (Discounted Cash Flow), tuottoarvoperusteinen lisäarvomalli (EVA, Earnings Value Added), markkinaperusteiset kerroinmallit kuten EV/EBIT, EV/EBITDA ja P/E, tasearvoon pohjautuva liiketoimintakauppamalli sekä johdon vaihtoehtoisiin investointisuunnitelmiin pohjautuva reaalioptiomalli. (Paavola, 2013, 8) Teoreettisena lähtökohtana voidaan pitää sitä, että kaikki arvonmääritysmallit antaisivat suunnilleen samat tulokset, mutta harvoin näin kuitenkaan tapahtuu. Jokainen malli pyrkii määrittämään yrityksen arvon hieman eri näkökulmista, joten mallien välillä on havaittavissa eroavaisuuksia. (Imam et al. 2013, 10)

Arvonmääritysmallien avulla on mahdollista määrittää erilaisten laskentamallien avulla yrityksen arvo tietyllä tarkasteluhetkellä. Viimeaikaiset tutkimukset ovat lähinnä keskittyneet arvonmääritysmallien välisien eroavaisuuksien ja niiden luotettavuuden tutkimiseen. Francis et al. (2000) laatimassa tutkimuksessa vertaillaan osinkoperusteista mallia, vapaan kassavirran mallia ja lisäarvomallia. Tutkimus käsitti 554 – 607 julkisesti noteerattua yhtiötä vuosina 1989 – 1993. Tutkimukseen sisällytettiin kolmannen neljänneksen vuosiennusteet seuraavalta viideltä vuodelta, jolloin tutkimus käsitti yhteensä noin 3000 toimintavuotta. Tutkimuksen lopputuloksena on, että lisäarvomalli on huomattavasti tarkempi kuin osinkoperusteinen tai vapaan kassavirran malli. Tutkimuksen mukaan lisäarvon keskivirhe oli 30 prosenttia, kun vastaavasti vapaan kassavirran keskivirheen ollessa 41 prosenttia ja osinkoperusteisen mallin keskivirheen

ollessa jopa 69 prosenttia. Lisäksi lisäarvomallin mukaiset ennusteet selittävät nykyisestä hinnan vaihtelusta jopa 71 prosenttia.

Näin ollen Francis et al. (2000) päätyivät tutkimuksessaan siihen lopputulokseen, että lisäarvomalli on huomattavasti vapaan kassavirran mallia ja osinkoperusteista mallia tarkempi. Tämä kuitenkin perustuu kirjapitomenettelyjen ja arvostusratkaisujen seurauksena kirja-arvossa aiheutuviin vääristymäolettamuksiin, jotka ovat pienemmät kuin ennuste- ja mittausvirheistä aiheutuvat vääristymät kasvussa ja tuottovaatimuksessa. Ennusteiden luotettavuutta lisäarvomallin tapauksessa parantaa myös se, että kirja-arvon avulla kyetään selittämään suuri osa yrityksen nettoarvosta, eikä yritysten eroavilla laskentakäytännöillä ole täten huomattavaa vaikutusta lisäarvomallin avulla laadittujen ennusteiden luotettavuuteen ja tarkkuuteen.

Saman totesivat myös Penman ja Sougiannis (1995) laatimassaan tutkimuksessa, jossa he arvioivat eri arvonmääritysmallien toimivuutta ja havaintoaineistossa havaittuja eroja mallien antamien hintojen ja markkinahintojen välillä. Tulokset osoittivat, että valituista arvonmääritysmalleista juuri lisäarvoihin perustuva arvostustapa johti pienempiin mittausvirheisiin havaintoaineistossa kuin vapaisiin kassavirtoihin tai osinkoihin perustuvassa mallissa.

Tähän tutkimukseen on valittu tutkittaviksi arvonmääritysmalleiksi rahoitusteoriaoissa usein tutkitut osinkotuottomalli, vapaan kassavirran malli sekä lisäarvomalli. Kyseisten mallien lisäksi tutkimukseen on valittu pienyritysten yhteydessä usein käytetyt substanssiarvo- ja markkinaperusteiset kerroinmallit.

3.2.1 Substanssiarvo

Substanssiarvolla tarkoitetaan arvoa, joka saadaan, kun yrityksen tuotannontekijät myydään ja velat maksetaan. Tällöin substanssiarvo kuvaa yrityksen arvionitihetken arvoa, jossa ei oteta huomioon yrityksen tulevia kasvuodotuksia. Tämä on samalla yrityksen minimihinta yrityskaupan

yhteydessä. Varsinkin mikroyritysten ja pienten yritysten kohdalla, jossa liikevaihto on vähäistä ja yrityksen toiminta sekä tulevaisuus ovat tiukasti sidoksissa omistajien työpanokseen, on substanssiarvo yleisesti käytetty menetelmä arvoa määritettäessä. Substanssiarvo on myös käytetty menetelmä silloin, kun yrityksen on tarkoitus lopettaa toimintansa. Tällöin se lasketaan vertailuarvoksi tai vähimmäisarvoksi. Ajatus vähimmäisarvosta perustuu ajatukseen, että tuottoarvon ollessa substanssiarvoa pienempi, yrityksen toimita ei ole kannattavaa. Koska substanssiarvossa ei oteta huomioon yrityksen tulevia kasvuodotuksia, ei yrityksen arvonmäärityksen tulisi pohjautua substanssiarvoon, vaan ensisijaisesti tulisi käyttää erilaisia tuottoarvoon pohjautuvia malleja. (Leppiniemi 1999, 15; Savolainen, 2012, 112,119)

Substanssiarvon yksinkertaisuudesta huolimatta, laskelmissa täytyy kiinnittää huomiota laajuus- sekä arvostusongelmaan. Laajuusongelman kohdalla substanssiarvoa määritettäessä pitää erotella tuotannontekijät, jotka ovat välttämättömiä yrityksen toiminnassa ja mitkä eivät. Vain yrityksen toimintaan kuuluvat erät tulee ottaa laskelmissa huomioon, kuten esimerkiksi toimitilat ja laitteet. Ongelman substanssiarvon laskemisessa aiheuttaa myös yrityksen tuotannontekijöiden luovutushintojen oikea määrittäminen sekä velkojen ja muiden sitoumuksien huomioiminen. Arvostusongelma ja markkinahintaisen substanssiarvon määrittäminen vaatii työtä ja asiantuntemusta. Yrityksen velat selviävät taseesta, mutta yrityksen käytössä olevien tilojen ja laitteiden arvostaminen jälleenmyyntihintaan on haastavaa ja vaatii usein asiantuntijoiden arvioita käyvästä markkinahinnasta. (Leppiniemi et al. 2006, 318) Jotta yrityksen arvo pystytään määrittämään mahdollisimman tarkasti, tulee taseen erät, kuten pysyvät ja vaihtuvat vastaavat, käydä yksitellen lävitse. (Blomquist et al, 2001, 124)

3.2.2 Markkinaperusteiset kerroinmallit

Yrityksen arvonmääritykseen liittyvässä kirjallisuudessa sekä akateemisessa maailmassa suoritetaan yrityksen arvonmääritys harvemmin käyttämällä avuksi markkinaperusteisia kerroinmalleja. Kerroinmallit ovat yksi

analyytikoiden yleisimmin käyttämistä tavoista pienyrityksen arvon määrittämiseksi. Kerroinmallien käytettävyys korostuu entisestään silloin, kun pienyritykselle ei voida laatia perusteltua ennustetta seuraavalle viidelle vuodelle tai yrityksestä ei löydy riittävästi tietoa vapaiden kassavirtojen laskemiseksi. Tällöin arvonmäärityksessä käytetään apuna markkinoilta löytyvien yrityksien arvostuskertoimia, jotka omaavat samanlaisen kannattavuuden, kasvun ja riskiprofiilin. Tämän avulla arvioitavalle yritykselle voidaan luoda arvio mahdollisesta hinnasta. Kerroinmallin avulla yrityksen arvo (Enterprise value, EV) johdetaan käyttämällä apuna vertailukelpoisten listattujen yritysten EV-kertoimia, aikaisemmin suoritettujen vertailukelpoisten yrityskauppojen kertoimia tai toimialakohtaisia keskiarvokertoimia. (Dukes, 2001, 132; Paavola, 2013, 8-9)

Kerroinmallien käytön suosio perustuu pitkälti laskentatapojen yksinkertaisuuteen sekä siihen, että ne kuvaavat velattoman yritysarvon takaisinmaksuaikaa, jota käytetään yleisenä tuottomittarina pienyritysten yrityskauppojen yhteydessä. Malleissa käytetään myös vähemmän oletuksia tulevaisuuden tuottojen ennusteiden laatimisen pohjana. Yrityskaupan yhteydessä yleisimmin käytettyjä kertoimia ovat P/E-kerroin, jossa yrityksen markkina-arvo jaetaan aikaansaadulla nettotuloksella, EV/EBITDA- kerroin, jossa yrityksen arvo jaetaan käyttökatteella sekä EV/EBIT-kerroin, jossa yrityksen arvo jaetaan liikevoitolla. Varsinkin EV/EBITDA-kertoimien käyttö on yleistynyt käytettävänä arvonmääritysmenetelmänä, koska siinä ei huomioida yritysten toisistaan poikkeavia poistokäytäntöjä eikä velkavivun vaikutusta. (Dukes, 2001, 132-133; Paavola, 2013, 8-9)

Jotta yritykset ovat vertailukelpoisia keskenään, on niiden toiminnassa oltava yhtäläisyyksiä. Juuri vertailukelpoisten yhtiöiden löytämisen vaikeudesta johtuen kerroinmallien käyttö on kohdannut kritiikkiä. Tällaisina yhtäläisyyksinä koetaan toimiala, yritysten kokoluokka, pääomarakenteen vastaavuus sekä taloudellisten tunnuslukujen vastaavuus. Samalla tämä vaatimus luo omat haasteensa markkinakertoimien käyttöön. Tällöin tulee suurten ja pienten yritysten toiminnan riskisyyden eroavaisuuksien pohjalta laatia kertoimiin kohdistuvia oikaisuja. Tällaisina riskitekijöinä toimivat muun muassa

epälikvidiys sekä pääomarakenne. Kyseisten tekijöiden hintaa alentava vaikutus on tutkimuksien mukaan 10-30 prosenttia, mutta joissain tapauksissa hintaa alentava vaikutus on ollut jopa yli 40 prosenttia. (Dukes, 2001,132, 141–148; Paavola, 2013, 9)

Yrityskauppoihin pohjautuvien vertailukertoimien löytäminen julkisista lähteistä on hankalaa, sillä kauppahinnat ovat yleensä salaisia. Toisen haasteen kerroinmallin käytölle aiheuttaa pienyrityksen toimintaa vastaavan julkisesti noteeratun yrityksen löytämisen vaikeus. Tämän vuoksi julkisesti noteerattujen yritysten kertoimet eivät suoraan sovellu ostettavan pienyrityksen arvonmääritykseen, vaan vaatii tuekseen edellä mainittujen riskitekijöiden huomioimisen. Tämän johdosta yrityskauppojen ammattilaisten käyttämät vertailukertoimet pohjautuvat pitkälti asiantuntijaorganisaation sisäisiin tietokantoihin tai asiantuntijan omaan kokemukseen aikaisemmin suoritetuista yrityskaupoista. Tällöin asiantuntijan merkitys yrityskauppojen oikean hinnan varmistajana korostuu entisestään. (Pricer & Johnson, 1997, 26; Paavola, 2013, 8)

3.2.3 Osinkotuottomalli

Yksi käytetyimmistä oman pääoman arvonmääritysmalleista on osinkoperusteinen malli, jolle myös kehittyneemmät arvonmääritysmallit, kuten vapaan kassavirran malli sekä lisäarvomalli pohjautuvat. Osinkoperusteisessa mallissa osakkeen arvo muodostuu yrityksen tulevaisuudessa maksamien osinkojen nykyarvosta. Mallin lähtöoletuksena on, että osakkeen arvo muodostuu päättymättömän ajanjakson muodostamasta osinkovirrasta. Tulevaisuudessa jaettavien osinkojen diskonttaamisessa nykyhetkeen käytetään korkokantana sijoittajien omalle pääomalle vaatimaa tuottoa. Osinkoperusteisessa mallissa lähtöoletuksina käytetään osinkovirtojen erilaisia tulevaisuuden kehitysuria, joiden ennustamiseen voidaan käyttää kolmea erilaista mallia: nollakasvumallia, tasaisen kasvun mallia sekä vaihtuvan kasvun mallia. (Megginson, 1997, 191-194)

Koska tutkimuksessa tutkitaan pienyrityksiä, joiden omistus voi olla keskittynyt pienelle piirille sekä osinkojen vuosittainen vaihtelevuus voi olla huomattava, ei osinkoperusteinen arvonmääritysmalli sovellu parhaalla mahdollisella tavalla pienyrityksien arvonmääritykseen.

3.2.4 Vapaan kassavirran malli

Tulevaisuuden kassavirtojen diskonttaaminen nykyhetkeen yrityksen arvonmääritysmenetelmänä on saavuttanut suurta suosiota asiantuntijoiden keskuudessa. Kaplanin ja Rubackin (1995) laatimassa empiirisessä tutkimuksessa kassavirtapohjaisten arvonmäärityksien oikeellisuudesta, DCF-menetelmän todettiin olevan vähintään yhtä luotettava arvonmääritysmenetelmä, kuin muutkin markkinoilla käytettävät arvonmääritysmenetelmät. DCF-menetelmän rinnalla on kuitenkin hyödyllistä käyttää muitakin arvonmääritysmenetelmiä oikean arvon varmistamiseksi.

Artikkelissaan ”What Are You Worth” Kautt (2005) mainitsee DCF-menetelmän soveltuvimmaksi arvonmääritysmenetelmäksi investointeja arvostettaessa. Sijoituksen arvo ei perustu itse sijoitukseen vaan siitä saataviin tulevaisuudessa muodostuviin tuottoihin. Ennen ennusteiden laatimista tulee yrityksen ikä sekä yrityksen elinkaaren vaihe ottaa huomioon, jotka vaikuttavat laadittavan ennusteen pituuteen. Mitä vakaampi ja kypsempi yritys on kyseessä, sitä pidempi ja luotettavampi ennuste kyetään laatimaan. Asiantuntijat kuitenkin suosittelevat tulovirtojen ennustamista vain kolmesta viiteen vuoteen, riippuen edellä mainituista seikoista. (Kautt, 2005, 39-40)

Vapaan kassavirran malli on eniten käytetty kassavirtaperusteinen arvonmääritysmalli. Kassavirtaperusteisessa arvonmäärityksessä huomioidaan vain yrityksen tulevaisuudessa saamat kassavirrat. Tilinpäätöksien laadinnassa mahdollisesti käytetyt harkinnanvaraisuudet sekä erilaiset tilinpäätöskäytännöt eivät vaikuta tulevaisuuden kassavirtoihin, mitä pidetään eräänä kassavirtamallin vahvuuksista. Vapaan kassavirran mallissa yrityksen arvo muodostuu, kun tulevaisuudessa saatavat kassavirrat

diskontataan nykyhetkeen käyttäen apuna yrityksen pääoman keskimääräistä kustannusta (WACC) tai oman pääoman keksimääräistä kustannusta riippuen siitä, määritetäänkö arvo koko yritykselle (FCFF, Free Cash Flow to the Firm) vai omalle pääomalle (FCFE, Free Cash Flow to Equity). (Kallunki & Niemelä, 2012, 225; Ossa, J, 2014, 55; Grüninger & Kind, 2013, 37-38)

Vaikka monien asiantuntijoiden mielestä DCF on soveltuvin menetelmä yrityksen arvonmääritykseen, on se kuitenkin herkkä tulevaisuuden ennusteiden pohjana käytettäville oletuksille yrityksen toiminnan tulevaisuudesta. Tämän johdosta vaihtoehtoisten skenaarioiden laatiminen on merkittävässä roolissa vapaita kassavirtoja määritettäessä. (Kelley, 2007.16) Kassavirtaperusteisen mallin kriittisin osuus on tulevien kassavirtojen arviointi sekä niiden ennustaminen. Taulukossa 1 esitetään erät, jotka vapaata kassavirtaa määrittäessä tulee ottaa huomioon:

Taulukko 1: Vapaan kassavirran laskelma. (Kallunki & Niemelä, 2007, 111-112)

Liikevoitto	
+	Osuus osakkusyhtiöistä
-	Operatiiviset verot
+/-	Rahoituskulujen verovaikutus
= Operatiivinen kassavirta (NOPLAT)	
+	Poistot
= Bruttokassavirta	
+ /-	Muutos käyttöpääomassa
-	Bruttoinvestoinnit
= Vapaa operatiivinen kassavirta	
+/-	Muut erät (verojen jälkeen)
= Vapaa kassavirta	

Yrityksen tulevaisuudessa muodostamien kassavirtojen ennustamisessa käytetään apuna oletuksia. Tällaisina oletuksina toimivat esimerkiksi prosentuaalinen kasvu liikevaihdossa sekä käyttökatteessa, joista vähennetään ennustetut asiaan kuuluvat erät, jotta tulevien vuosien vapaiden kassavirtojen ennuste saadaan laadittua. Ennusteiden avulla saadut tulevaisuuden kassavirrat diskontataan pääoman keskimääräisen

kustannuksen avulla nykyhetkeen. (Katramo et al. 2011, 135; Jennergren, 2008, 1555; Ossa, 2014, 57-58)

Varsinkin pienyritysten kohdalla kassavirtamallin avulla saatavia tulevaisuuden kassavirtoja on syytä arvioida sen mukaan, kuinka suuri osa arvosta muodostuu tulevien kassavirtojen pohjalta. Erityistä huomiota on myös kiinnitettävä siihen, kuinka suuri osa arvosta muodostuu ennusteperiodin jälkeisestä jäännösarvosta. Pienyritysten kohdalla asiantuntijat suosittelevat tarkkojen tulovirtojen ennustamista enintään viiden vuoden päähän. Tarkemmin laaditun ennustejakson jälkeen yrityksen oletetaan saavuttaneen kypsän vaiheen, jolloin kasvu hidastuu ja kassavirrat muuttuvat tasaisiksi. Tästä kypsän ajan alusta eteenpäin yritykselle määritetään jäännösarvo, jossa huomioidaan kaikki tulevaisuudessa muodostuvat kassavirrat. (Higgins, 2004, 329; (Jennergren, 2008, 1555; Kautt, 2005, 39-40)

Kasvuvaiheessa olevan yrityksen kohdalla jäännösarvo voi muodostaa jopa 60 % yrityksen kokonaisarvosta. Tämä muodostaa arvonmäärityksen kannalta ongelman, miten suuri osa yrityksen tämän hetken arvosta voi muodostua tulevaisuuden epävarmoista tuotto-odotuksista. Varsinkin pienyritysten kohdalla suurimmassa osassa tapauksia sillä, miten yritys kasvaa ennustejakson jälkeisellä aikavälillä ei ole suurta merkitystä, sillä liiketoiminnan luonteen sekä toiminnan tulevaisuuden vaikean ennustettavuuden takia se on epäolennaista yrityksen tämän hetken arvon kannalta. (Higgins, 2004, 331; Savolainen, 2012, 119)

3.2.5 Lisäarvomalli

Lisäarvoa on käytännössä käytetty jo 1960-luvulta lähtien jäännösarvon muodossa, mutta vasta 1990-luvulla lisäarvon käsitteen patentoi yhdysvaltalainen Stern & Stewart Co. Lisäarvo mittaa nimensä mukaisesti yrityksen kykyä tuottaa sijoittajille taloudellista lisäarvoa. Aiempaan jäännösarvoon verrattuna lisäarvomallin oleellisin ero on havainto vahvasta korrelaatiosta markkina-arvon muutoksen kanssa, joka johtaa siihen, että

kasvattamalla lisäarvoa, myös omistajien varallisuus kehittyy positiivisesti. (Paavola et al. 1997. 19-21)

Mallin lähtökohtana toimii osinkoperusteinen malli, jota on paranneltu vuosien saatossa ja nykyisin osingot korvataan yrityksen voitoilla. Lisäarvomalli on tilinpäätösperusteinen arvonmääritysmalli, joka pohjautuu yrityksen tuottamiin voittoihin. Voitot muodostuvat sekä yritykseen valmiiksi kertyneistä pääomista, eli tasesubstanssista, että tulevaisuudessa kertyvistä voitoista. Lisäarvomalli eroaa osinkoperusteisesta mallista sekä vapaan kassavirran mallista siten, että sen arvo pohjautuu tulevaisuudessa saatavien voittojen diskonttaamiseen nykyhetkeen. Diskonttaustekijänä käytetään oman pääoman tuottovaatimusta tai vastaavasti kokonaispääoman tuottovaatimusta riippuen siitä, kumman pääoman arvo halutaan määrittää. (Kallunki et al. 2007, 120; Katramo et al. 2011, 135-136)

Malli pohjautuu jäännöstuottoajattelulle, jossa tarkoituksena on määrittää summa, jolla suunniteltu investointi on järkevää suorittaa ja milloin yrityksen nettonykyarvo kasvaa. Taloudellista tuottoa syntyy silloin, kun pääomainvestoinnit tuottavat enemmän kuin mikä on niiden tuottovaatimus (Penman, 2011, 52-55). Rappaportin (1998) mukaan omistaja-arvoa kasvattavat investoinnit, jotka tuottavat yli pääomakustannusten ja vastaavasti investoinnit, jotka tuottavat alle pääoman kustannusten tuhoavat sitä.

Täten ennustetun voiton sekä sijoittajan sijoitukselleen vaatiman tuoton erotus on yrityksen aikaansaama lisäarvo (EVA). Lisäarvon jäädessä negatiiviseksi, yritys ei ole kyennyt luomaan taloudellista lisäarvoa yli sijoittajien tuotto-odotuksen, jolloin yrityksen toiminta pienentää omistajien varallisuutta. Vastaavasti lisäarvon ollessa positiivinen, kykenee yritys toiminnallaan tuottamaan lisäarvoa yli sijoittajien tuotto-odotuksen, ja täten kasvattamaan yrityksen varallisuutta. (Kallunki & Niemelä, 2007, 119-120; Francis et al. 2000, 54)

Taloudellinen tuotto pystytään määrittämään myös operatiivisen kassavirran ja pääomaveloituksen erotuksena. Tällöin taloudellinen tuotto on sisällöltään

samankaltainen tuloslaskelman nettotulon kanssa, mutta tällöin siitä vähennetään koko käytetty pääoman määrä, eikä ainoastaan velan korkoja. (Copeland et al. 2000, 144) Paavolan et al (1997) näkemyksen mukaan yritys kerryttää voittoa silloin, kun se pystyy täyttämään kaikkien sidosryhmiensä tarpeet. Usein on tapana, että omistajat unohdetaan, sillä useita taloudellisesti merkittäviä päätöksiä ohjaava kirjanpidon tulos ei seuraa todellista taloudellista tulosta, koska siitä puuttuu omistajien haluama korvaus sijoitetusta pääomasta. Yritys tuottaa taloudellista lisäarvoa eli voittoa vasta sen jälkeen, kun omistajien vaatima osuus on saatu katettua. (Paavola et al. 1997, 36)

Taloudellista lisäarvoa laskettaessa, yrityksen tuotoista tulee vähentää liiketoiminnan aiheuttamat kulut, verot sekä liiketoimintaan sidotun pääoman aiheuttamat kustannukset. Tämän avulla saadaan selville, miten liiketoiminta on vastannut omistajien odotuksiin sekä onko se tuottanut taloudellista lisäarvoa. (Paavola et al. 1997, 38)

Mallin vahvuuksina muihin arvonmääritysmalleihin verrattuna pidetään kirjanpitoperusteisuutta ja sitä, etteivät virheet tulevien tuottojen ennusteissa vaikuta ratkaisevasti arvonmäärityksen tulokseen. Muut arvonmääritysmallit perustuvat lähinnä tulevaisuuden ennakointiin ja ovat täten riskialttiita virheille arvioitaessa tulevia kassavirtoja, mutta lisäarvomallissa apuna käytetään tulosennusteita. Mallin heikkous piilee pääoman tuottovaatimuksessa, sillä tätä arvoa ei saada suoraan kirjanpidosta ja oikean tuottovaatimuksen löytäminen laskelmiin on hankalaa. Varsinkin pienyritysten kohdalla sijoitetun pääoman tuottovaatimukset vaihtelevat suuresti toiminnan riskisyyden, maantieteellisen sijainnin ja yrityksen kehitysvaiheen mukaan. (Boudreaux et al. 2011, 91 -93) Liliuksen (2000) mukaan silloin kun yrityksen taseessa on suhteessa paljon vierasta pääomaa, jonka johdosta pääomakustannus on normaalia tasoa alhaisempi, voi taloudellinen lisäarvo johtaa virheellisiin arvioihin yrityksen tehokkuudesta. Tällöin yrityksen lisäarvo voi vaikuttaa liian korkealta suhteessa vertailtaviin yrityksiin.

3.2.6 Arvonmääritysmenetelmien soveltuminen pienyrityksen arvonmääritykseen

Alla olevassa taulukossa numero 2 on tiivistetysti käyty lävitse tutkimukseen valittujen arvonmääritysmenetelmien hyvät ja huonot puolet, sekä menetelmän soveltuvuus pienyrityksin arvonmäärittämiseen teorioiden pohjalta.

Taulukko 2: Arvonmääritysmenetelmien soveltuvuus pienyrityksen arvonmääritykseen teorioiden pohjalta

Arvonmää-ritysmalli	Arvonmääritysmallin plussat	Arvonmääritysmallin miinukset	Soveltuvuus pienyrityksen arvonmääritykseen
Substanssi-arvo	- Yksinkertaiset laskuperiaatteet - Lopputulos on osapuolten helppo ymmärtää	- Laajuusongelma - Arvostusongelma - Historiapainotteinen, ei ota huomioon tulevaisuutta	- Substanssiarvo lasketaan aina määritettäessä pienyrityksen arvoa - Määrittää arvonmäärityksen pohja-arvon
Markkina-perusteiset kerroinmallit	- Selvin mittari määritettäessä yrityksen arvoa - Tarjoaa yleiskuvan, mitä vastaavanlaisista yrityksistä on maksettu - Yksinkertaiset laskutavat, jotka vaativat vähemmän oletuksia ja ennusteita -Yrittäjän näkökulmasta helppo ymmärtää - Oletetaan heijastavan markkinoiden tämän hetken kysynnän ja tarjonnan ehtoja - Pohjautuu analyytikkojen käyttämiin keskeisiin tunnuslukuihin	- Vastaavanlaisen yrityksen löytäminen vertailupohjaksi hankalaa - Ei ota kantaa, minkä johdosta kertoimet eroavat toisistaan - Ei ota syvällisesti kantaa vertailtavien yritysten toiminnan ja kasvutekijöiden poikkeavuuksiin - Kuva yrityksen tämän hetken toiminnasta, eikä ota kantaa muuttuvaan toimintaympäristöön - Laajan asiantuntemuksen vaatiminen määritettävän yrityksen toimialalta	- Markkinaperusteiset kerroinmallit ovat yksi yleisimmistä tavoista määrittää pienyrityksen arvo - Kerroinmallien avulla saadaan vertailupohja arvonmäärityksen oikeellisuudelle - Saadaan määritettyä arvo myös nuorelle aloittavalle yritykselle, jonka historia on vähäinen

Osinko-tuottomalli	- Oman pääoman arvonmääritysmalleista perinteisin - Toimii myös lähtökohtana kehittyneimmille malleille, kuten vapaan kassavirran mallille ja lisäarvomallille - Ei käytetä pienyrityksen arvonmäärityksessä	- Analyytikot eivät ennusta osinkoja vaan voittoja - Tulevien osinkojen luotettava ennustaminen usein vaikeaa - Pienetkin ennustevirheet vaikuttavat suuresti mallin antamiin tuloksiin yrityksen arvosta → Mallin mukaan yrityksen arvo tulee kokonaisuudessaan tulevaisuuden osinko-odotuksista - Pääoman tuottovaatimuksen oikea määrittäminen hankalaa	- Ei käytetä pienyrityksien arvonmäärityksessä - Omistus voi olla keskittynyt pienelle piirille sekä osinkojen vuosittainen vaihtelevuus voi olla huomattava, ei kyseisen menetelmän avulla saada luotettavaa arvoa
Vapaan kassavirran malli	- Rahoitusteoreettisesti oikea arvonmääritys-menetelmä - Tilinpäätöksen harkinnanvaraisuudet eivät vaikuta tulevaisuudessa saataviin kassavirtoihin - Arvo muodostuu tulevaisuuden odotuksista kassavirroissa eikä historiallisista tilinpäätösarvoista - Pystytään arvioimaan yrityksen tuloksen kasvun taustatekijöitä ja tulevan kehityksen edellytyksiä myös erikseen - Malli pohjautuu enemmän yrityksen sisäisiin muuttujiin kuin ulkoisiin	- Pienetkin ennustevirheet vaikuttavat suuresti mallin antamiin tuloksiin yrityksen arvosta - Jäännösarvon osuus yrityksen arvossa merkittävä - Lähitulevaisuuden tuotto-odotukset merkittävässä roolissa arvonmäärityksessä → Liian alhainen arvio näkyy arvossa välittömästi. - Ei ota huomioon yrityksen kirjanpidollista arvoa	- Pienyritykselle lasketaan käytännössä melkein aina arvo kyseisen menetelmän avulla - Määrittää yleensä pienyrityksen maksimi-arvon - Kassavirtaennusteita saatavilla varsin huonosti pienyrityksille - Tulevaisuuden ennustaminen hankalaa yrittäjävetoisten yritysten kohdalla - Yrityksen arvosta jopa yli puolet voi syntyä jäännösarvosta - Tulevaisuuden odotuksien merkitys pienyritysten kohdalla ei ole niin merkitsevä
Lisäarvomalli	- Rahoitusteoreettisesti yleinen arvonmääritys-menetelmä - Lisäarvomallissa käytetään ennustettuja voittoja, joita analyytikot ennustavat - Suurin osa arvosta muodostuu tilinpäätöstiedoista saatavan kirjanpidollisen arvon perusteella, substanssiarvo	- Tulevaisuudessa ansaittavat voitot pohjautuvat niissä tehtäville oletuksille - Ennustevirheet tuottovaatimuksessa vaikuttavasti merkittävästi yrityksen arvoon - Ei huomioi sitoutunutta pääomaa arvonmäärityksessä → Pääoman tuottovaatimus alhainen	- Monet analyytikot laskevat pienyritykselle arvon kyseisen menetelmän avulla - Yksinkertainen laskentatapa - Muuttujien vähäisyys ennusteissa - Ottaa huomioon yhtiön tilinpäätösarvon, mikä olennaista pienyritysten yhteydessä

	-Täten lisävoittojen ennustevirheet pienemmät verrattuna osinkoperusteiseen ja vapaan kassavirran malliin - Laskentakaavan yleisyys - Yrityksissä laaditaan laskelmia yrityksen tulevista voitoista luonnostaan - Muuttujien vähäisyys ennusteissa - Huomioidaan pääomakustannukset → Muuttujina ainoastaan tulevat voitot diskonttotekijässä	yrityksillä, joilla on suhteessa paljon vierasta pääomaa - Nopeasti kasvavien yritysten kohdalla tasesubstanssin merkitys arvonmäärityksen kannalta pieni	- Tulevien voittojen ennustamisen hankaluus

Substanssiarvo määrittää yrityksestä saatavan minimiarvon ja sen avulla määritetään aina arvo pienyritykselle. Substanssiarvo on helppo määrittää sen yksinkertaisen laskukaavan ansioista ja lopputulos on kaupan osapuolten helppo ymmärtää. Menetelmän heikkoutena pidetään sen historiapainotteisuutta, sillä arvonmäärityksessä ei oteta huomioon yrityksen tulevia kasvuodotuksia. Määritettäessä substanssiarvoa pienyritykselle, tulee laskelmissa huomioida vielä sekä laajuus- että arvostusongelma, jotka aiheuttavat arvonmäärityksellä merkittäviä haasteita.

Markkinaperusteiset kerroinmallit ovat yksi yleisimmistä tavoista määrittää pienyrityksen arvo, ja niiden avulla saadaan määritettyä vertailupohja arvonmäärityksen oikeellisuudelle. Kerroinmallien vahvuutena myös pidetään, että niiden avulla saadaan määritettyä arvo myös nuorelle yritykselle, jonka historia on vähäinen. Menetelmän suosio perustuu pitkälti laskentatapojen yksinkertaisuuteen sekä oletuksien vähäisyyteen tulevaisuuden tuotoissa. Menetelmän suurimmat heikkoudet perustuvat vertailtavien yrityksien löytämiseen sekä vertailtavien yritysten toiminnan poikkeavuuksien analysoinnin haastavuuteen. Jotta arvonmääritys voidaan laatia kunnolla, vaatii se arvonmäärityksen laatijalta laajaa osaamista toimialalta, jolla yritys toimii.

Vaikka osinkotuottomalli on yksi perinteisimmistä arvonmääritysmenetelmistä ja toimii lähtökohtana kehittyneemmille arvonmääritysmalleille, ei sen avulla voida pienyritykselle määrittää arvoa luotettavasti. Pienyrityksen omistus voi olla keskittynyt pienelle piirille, jonka lisäksi osinkojen vuosittainen vaihtelevuus voi olla huomattava. Tästä johtuen menetelmän avulla ei saada laskettua luotettavaa arvoa.

Vapaan kassavirran malli on rahoitusteoreettisesti oikea menetelmä arvon määrittämiseksi, jota monet asiantuntijat pitävät soveltuvimpana mallina. Pienyritykselle lasketaan käytännössä aina arvo käyttäen kyseistä menetelmää. Mallin vahvuutena pidetään muun muassa sitä, että tulevaisuuden odotukset otetaan huomioon kassavirroissa ja täten arvonmäärityksessä. Menetelmän merkittävä heikkous kohdistuu myös tulevaisuuden ennustamiseen. Pienetkin virheet ennusteissa vaikuttavat suuresti mallin avulla saatuun arvoon. Myös jäännösarvon osuus yrityksen arvosta voi muodostua merkittäväksi. Varsinkin pienyritysten kohdalla tämä aiheuttaa haasteita yrittäjävetoisen liiketoiminnan tulevaisuuden ennustamisen haasteellisuuden vuoksi.

Lisäarvomalli on rahoitusteoreettisesti yleinen arvonmääritysmenetelmä, jota monet asiantuntijat käyttävät yritysten arvonmäärityksessä. Etuna pidetään yksinkertaista laskentatapaa ja menetelmässä otetaan huomioon yhtiön tilinpäätösarvo, joka on olennaista huomioiden pienyritysten toiminnan luonne. Lisäarvomallin, kuten myös vapaan kassavirran mallin, heikkoutena pidetään juuri tulevaisuuden ennustamista ja ennusteissa käytettyjä oletuksia. Lisäarvomallin vahvuutena vapaan kassavirran malliin verrattuna pidetään sitä, että ennusteissa ennustetaan voittoja, joita analyytikot ennustavat ja joita he käyttävät pohjana laskelmissaan. Vahvuutena pidetään myös, että suuri osa arvosta muodostuu tilinpäätöstiedoista muodostettavan kirjanpidollisen arvon, eli substanssiarvon pohjalta.

4 Asiantuntijoiden näkemyksiä pienyrityksen arvonmäärityksestä

4.1 Tutkimusmenetelmä ja aineiston kerääminen

Tämän tutkimuksen tutkimusmenetelmäksi on valittu laadullinen tutkimusmenetelmä. Sen tarkoituksena on pyrkiä tutkimaan tutkimuksen kohdetta mahdollisimman kokonaisvaltaisesti. Sen avulla tutkija pyrkii kuvamaan jotakin tapahtumaa, ymmärtämään tutkittavaa toimintaa tai tarjoamaan teoreettisen tulkinnan tutkittavasta ilmiöstä (Hirsjärvi et al. 1997, 204-205). Tutkielman aihe huomioon ottaen juuri laadullinen tutkimus on luontevin valinta tämän tutkielman tutkimusmenetelmäksi.

Tutkielman empiirinen osio koostuu arvonmäärityksen ja yrityskauppojen asiantuntijoiden haastatteluista, jotka ovat toteutettu vuoden 2015 kesän ja syksyn aikana pääkaupunkiseudun alueella. Tutkimuksessa käytetään aineistonkeruumenetelmänä puolistrukturoitua haastattelua eli teemahaastattelua. Haastattelun avulla tutkijalla on mahdollisuus selvittää oman kokemuksensa perusteella, miten pienyrityksen arvo määritellään yrityskauppatilanteessa, mitä mahdollisia erityispiirteitä siihen liittyy ja mikä on hänen mielestänsä soveltuvin arvonmääritysmenetelmä. Teemahaastattelussa kysymysten järjestys voi vaihdella, mutta teema-alueet säilyvät samana (Hirsjärvi et al. 2000, 48). Haastattelututkimus sopii aineistonkeruumenetelmäksi silloin, kun tarkoituksena on selvittää ihmisten tulkintoja tutkittavasta aiheesta (Koskinen et al. 2005, 106).

Aineiston kerääminen aloitettiin laatimalla haastattelukysymykset (liite 1), jotka muodostuivat tavoitteiden, tutkimuskysymysten sekä teoreettisen viitekehyksen pohjalta. Haastattelukysymykset on jaettu kahteen eri osioon. Ensimmäinen osio käsittelee yrityskauppatapoja ja motivaatioita yrityksen ostamiselle. Toinen osio käsittelee pienyrityksen arvonmääritystä, millaisia erityisiä piirteitä siihen liittyy ja miten eri arvonmääritysmenetelmät soveltuvat pienyrityksen arvonmääritykseen. Haastattelukysymysten pyrkimyksenä on saada vastauksia tutkimusongelmaan sekä asetettuihin tutkimuskysymyksiin.

4.2 Haastattelujen suorittaminen sekä haastateltavien asiantuntijoiden taustatiedot

Haastattelukysymysten laatimisen jälkeen aloitettiin haastateltavien asiantuntijoiden kartoittaminen. Tutkimuksen keskittyessä pienyrityksiin, tutustuttiin pk-seudulla toimiviin yrityskauppoihin erikoistuneisiin yrityksiin. Tätä kautta tavoitteena oli löytää henkilöitä, jotka ovat keskittyneet pienyritysten yrityskauppoihin sekä arvonmääritykseen. Haastattelijoiden valinnassa käytettiin myös apuna tutkijan työuransa aikana luomia kontakteja sekä heidän neuvoja haastateltavien henkilöiden valitsemiseksi. Tämän jälkeen heitä lähestyttiin puhelimitse ja kysyttiin heidän mahdollisuuttaan osallistua tutkimukseen haastateltaviksi. Kaksi kontaktoitua henkilöä ei kyennyt osallistumaan tutkimukseen erittäin kiireisen aikataulun johdosta. Tutkimukseen osallistuneille henkilöille lähetettiin haastattelulomake hyvissä ajoin etukäteen, jotta he pystyisivät valmistautumaan haastatteluun mahdollisimman hyvin sekä tuomaan esille aiheeseen liittyviä näkemyksiä mahdollisimman laajasti, joita ei ilman huolellista valmistautumista välttämättä tulisi esille.

Kaikki haastateltavat ovat olleet osallisina arvonmäärityksissä sekä yrityskaupoissa aikaisemmissa että nykyisissä työtehtävissään. Haastattelut on suoritettu kahdenkeskisissä keskusteluissa, joita kysymykset ovat ohjanneet. Kaikki haastattelut on myös nauhoitettu. Haastattelut on suoritettu teemahaastatteluina, joissa tutkielman keskeiset aihepiirit on jaettu eri aihepiireihin, joiden avulla avataan tutkimusongelmaa.

Taulukko 3: Haastateltavien taustatiedot

Haastateltava	Koulutus	Kokemus alalta	Rooli yrityksessä	Rooli yrityskaupoissa
Asiantuntija 1	Kauppatieteiden maisteri, Helsingin Kauppakorkeakoulu	13 vuotta	Partneri	Yritysjärjestelyjen vastuullinen projektinjohtaja sekä rahoitusjärjestelyjen toteuttaja
Asiantuntija 2	Msc Finance, Imperial College Business School, London	6 vuotta	Analyytikko	Yritysten arvonmääritys sekä taloudellinen mallintaminen sekä yritysten taloudellinen neuvonta yrityskaupoissa
Asiantuntija 3	Kauppatieteiden maisteri, Helsingin kauppakorkeakoulu. CEFA-tutkinto, Hanken Svenska handelshögskolan	18 vuotta	Apulaisjohtaja/ Senior Investment manager	Taloudellinen asiantuntija liittyen yritysostoihin, arvonmääritykseen sekä yritysten uudelleenjärjestelyihin

Asiantuntija 1 haastattelu on suoritettu 20.5.2015. Hän toimii Proman Oy:ssä partnerina ja hänellä on yli 10 vuoden kokemus pk-yritysten arvonmäärityksestä ja yritysjärjestelyistä projektinjohtajana. Erikoisosaamista hänellä löytyy varsinkin ICT- ja palvelutoimialoilta niin suur- kuin pienyrityksien keskuudesta. Proman Oy on itsenäinen, suomalaisten partnerien omistama yrityskauppoihin erikoistunut corporate finance-yhtiö, jonka asiakkaina toimivat niin yksityiset kuin julkisetkin yhtiöt, pääomasijoittajat sekä konsernit. Yritys tarjoaa yritysmyynteihin, yritysostoihin sekä niiden rahoitukseen liittyviä neuvontapalveluja aina yksittäisestä yrityskauppaprosessin osa-alueesta koko yrityskauppaprosessin läpivientiin sopimusten ja kauppakirjojen laatimiseen saakka. Yhtiö on myös kolmen eniten yrityskauppoja tekevän neuvonantajayritysten joukossa Suomessa.

Asiantuntija 2 haastattelu on toteutettu 12.8.2015. Asiantuntija 2 toimii analyytikkona yrityksessä, jossa hän työskentelee parhaillaan taloudellisten mallintamisten sekä yritysten arvonmääritysten parissa. Tätä aikaisemmin

hänelle on kertynyt työkokemusta neljän vuoden ajalta arvonmäärityksen ja yrityskaupan valmistavista työtehtävistä yritysjärjestelytiimin analyytikkona yrityksessä, joka on viime vuosina ollut eräs johtavista yrityskauppojen suorittajista Suomessa lukumäärällä mitattuna. Kokemusta häneltä löytyy yrityksen arvonmäärityksestä useiden eri toimialojen yritysten parista. Pääasiassa yritykset ovat olleet pienyrityksiä, mutta kokemusta löytyy myös suuryritysten arvonmäärityksestä yrityskaupan osana. Tämä luo erinomaisen pohjan haastattelulle, sillä asiantuntija omaa kokemusta arvonmääritysmenetelmien käytöstä erisuuruisten yritysten parista, ja täten hän pystyy kertomaan, mikä arvonmääritysmenetelmä soveltuu parhaiten juuri pienyrityksille.

Asiantuntija 3 haastattelu on suoritettu 26.11.2015. Asiantutija 3 toimii tällä hetkellä apulaisjohtajana yrityksessä, joka suorittaa arvonmäärityksiä sekä taloudellisia mallintamisia Suomen kuntien hankkeisiin sekä kuntien suunnittelemiin projekteihin. Aikaisempaa työkokemusta häneltä löytyy usean vuoden ajalta muun muassa sijoituspäällikön tehtävistä työeläkeyhtiön Listaamattomat sijoitusten- yksiköstä sekä suuresta konsulttiyhtiöstä arvonmääritys- ja corporate finance- toimeksiannoista. Hän on myös suorittanut CEFA-tutkinnon (Certified EFFAS Financial Analyst). Kokemusta arvonmäärityksestä ja yrityskaupoista häneltä löytyy kymmenien erikokoisten pienyritysten osalta.

4.3 Yrityskauppatavat ja -motiivit

4.3.1 Yrityskauppatavat

Kaikkien asiantuntijoiden mukaan yleisimmät tavat yrityskauppojen suorittamiseen pienyritysten keskuudessa ovat joko osakekauppa tai liiketoimintakauppa. Asiantuntija 1 mukaan pienyritysten keskuudessa, joiden liikevaihto on 2-20 miljoonaa euroa ja toiminta on vakiintunutta ja kasvavaa, 95 prosenttia suoritettavista yrityskaupoista ovat osakekauppoja. Mikroyritysten keskuudessa tavallisin menetelmä yrityskauppojen suorittamiseksi on liiketoimintakauppa. Tämä on myös ostajan kannalta

helpompi ja riskittömämpi vaihtoehto, sillä tällöin vanhalle yrittäjälle jää ostettavan yrityksen omaisuus sekä vastuut ja kaupan kohteena on tällöin vain ostettavan yrityksen liiketoiminta. Saman asian toteaa myös asiantuntija 3, joka korostaa, että mikroyritysten tapauksessa liiketoimintakaupan avulla saadaan esimerkiksi syrjäinen tehdashalli tai muu ostettavan yrityksen liiketoimintaan liittyvä henkilökohtainen omaisuus jätettyä yrityskaupan ulkopuolelle.

> *”95 % yrityskaupoista on osakekauppoja…, kun toiminta on vakiintunutta ja kasvaa niin tällöin aina osakekauppa.” (Asiantuntija 1)*

Asiantuntija 2 mukaan silloin kun kyseessä on hyvin toimiva pienyritys, yrityskaupat suoritetaan lähtökohtaisesti aina osakekaupalla. Vastaavasti silloin, kun liiketoiminta on jakautunut erilaisiin tuotteisiin, jotka ovat selkeästi toisistansa eroavia, käytetään apuna liiketoimintakauppaa erottamaan kannattamattomia osa-alueita toisistaan. Liiketoimintakauppaa käytetään hyväksi myös silloin, kun liiketoiminnassa on joitain ongelmallisia liiketoiminnan alueita, joita ei pyritä edes myymään niiden vaikean myytävyyden johdosta. Tällöin ostaja saattaa kokea, ettei hän tarvitse kyseistä toimintaa esimerkiksi sen kannattamattomuuden vuoksi.

> *”Lähtökohtaisesti kun kyseessä on terve pienyritys, niin tehdään osakekauppoja. Silloin, kun liiketoiminta on jakautuneempi erilaisiin tuotteisiin, jotka olivat selkeästi toisistansa eroavia, tai sitten oli joitain ongelmallisia liiketoiminnan alueita…, tällöin eritellään liiketoimintakauppana joitain toimintoja.” (Asiantuntija 2)*

Asiantuntija 3 mukaan pienimmissä yrityksissä liiketoimintakauppa on yleisin kauppamuoto. Se on myös ostajan kannalta riskittömämpi vaihtoehto kuin osakekauppa, koska vastuut jäävät myyvälle osapuolelle.

> *”Aivan pienimmissä yrityksissä liiketoimintakauppa ja jätetään syrjäinen tehdashalli myyjän huoleksi. Tai sitten voi olla muuta henkilökohtaista omaisuutta mukana yrityksen toiminnassa, niin tätä ei silloin myydä vaan myydään pelkkä liiketoiminta.” (Asiantuntija 3)*

Muuten kauppamuotona asiantuntija 3 mukaan toimii osakekauppa. Osakekaupoissa nähdään sekä vähemmistö- että enemmistökauppoja. Vähemmistökauppa on mahdollinen tilanteessa, jossa yritys tarvitsee rahoitusta toiminnan laajentamisen yhteydessä sekä haluaa jakaa riskiä kasvusta muille osapuolille. Vähemmistökauppoja nähdään myös tilanteissa, joissa yrityksen toiminta koetaan erityisen kannattavana ja siihen halutaan sijoittaa. Tällöin sijoittajana toimii esimerkiksi työeläkeyhteisö.

> *”Pääomasijoittajat haluavat enemmistön, mutta työeläkeyhteisöt ottavat alle 20 prosenttia, jotta heistä ei tule osakkuusyhtiöitä, vaan tulevat mukaan vähemmistösijoittajina.” (Asiantuntija 3)*

4.3.2 Yritysoston motiivit

Syitä, miksi pienyrityksiä ostetaan, on monia erilaisia ja ne vaihtelevat aina ostavan yrityksen tarpeiden mukaisesti. Yritysoston syinä asiantuntija 1 mukaan voi toimia markkinaosuuden kasvattaminen tai kokonaan uuden toiminnon tai teknologian hankkiminen. Asiantuntija 1 mukaan ostettaessa toimintoja tai palveluita, joita omalla yrityksellä ei ole ja joita pystytään hyödyntämään jo olemassa olevassa organisaatiossa tuottamaan arvoa, saadaan positiivinen vaikutus yrityksestä muodostettavaan arvostukseen. Erityisesti silloin, kun yritysoston syynä on uuden teknologian hankkiminen tai olemassa olevan teknologian täydentäminen, saadaan uuden yhdistelmän avulla parannettua yrityksen asemointia markkinoilla. Tällöin ostettavan yrityksen kohdalla saadaan aikaan suurempia arvostuksia kuin esimerkiksi paikallisten palveluyrityksien kohdalla. Näin yritysoston avulla muodostettu uusi kokonaisuus kasvattaa yrityksen myyntiä ja tuottaa alusta lähtien arvoa,

jonka johdosta yrityskaupan yhteydessä yrityksen arvostus sekä siitä maksettava hinta muodostuu usein suuremmaksi kuin yrityksen arvo. Tällaisessa tapauksessa arvo perustuu siihen, että yhtiö on yrityskaupan jälkeen toiminnaltaan parempi kuin mitä se oli ennen kauppaa, koska kyseiset toiminnot saadaan suoraan implementoitua ostavan yrityksen myyntikanavaan, joka puolestaan kasvattaa myyntiä.

> *”Silloin, kun saadaan jotain uutta, kuten teknologiaa, myyntiorganisaatiota, tuotteita, palveluita, jotain mitä ostavalla yrityksellä ei ole, on 1+1> 2.” (Asiantuntija 1).*

Asiantuntija 1 korostaa, että tietotekniikan toimialalla yritykset hankkivat toimialasiiloja tai omien valmiiksi olemassa olevien palvelujen täydentäviä yrityksiä tai palveluita. Näin ostava yritys pystyy parantamaan palvelukokonaisuutta ja parannettua asemointia markkinoilla uuden paremman yhdistelmän avulla. Tällöin ostettavan yrityksen arvoksi saadaan aivan erilaisia lukuja, kuin yksittäisistä paikallisista tai kasvavista tuotantoyrityksistä. Yrityksestä laskettu arvo perustuu siihen, että yhtiö on toiminnoiltaan arvokkaampi yritysoston jälkeen kuin mitä se oli ennen yrityskauppaa.

Kun yrityskaupan motiivina on markkinaosuuden kasvattaminen, on yrityksestä maksettava hinta asiantuntija 1 mukaan yleensä alhaisempi. Yrityksen markkinaosuuden kasvattaminen voidaan suorittaa kasvattamalla markkinaosuutta ostavan yrityksen kotimaassa tai etabloitumalla kokonaan uudelle markkina- tai maantieteelliselle alueelle. Asiantuntija 1 mukaan yritysostojen maantieteellisellä jaolla on merkittävä vaikutus yrityksestä maksettavaan hintaan. Ostajan laajentaessa toimintaansa kokonaan uudelle maantieteelliselle markkina-alueelle, on ostava yritys tällöin valmis maksamaan suurempaa preemiota yrityskaupan yhteydessä. Tämä perustuu asiantuntija 1:en kokemukseen yrityskaupoista.

> *”Kokemukseni mukaan ulkomaalainen ostaja on valmis maksamaan suurempaa preemiota perustuen juuri uuteen maantieteelliseen alueeseen ja uusiin markkina-alueisiin.” (Asiantuntija 1).*

Asiantuntija 2 ja 3 mukaan yleisin syy pienyritysten ostamiselle on kasvuhakuisuus. Kasvua haetaan niin puuttuvan teknologian kuin uusien markkina-alueiden hankkimisen avulla. Asiantuntija 2 mukaan myös pääomasijoittajat ostavat pienyrityksiä tai osuuksia, joka suurten yritysten kohdalla on taloudellisesti haastavaa. Asiantuntija 3 mukaan pienyrityksiä ostetaan myös, jotta voidaan saavuttaa tietty asiakaskunta. Esimerkkinä hän mainitsee Kone Oyj:n, joka on viimevuosina ostanut hissien huoltopalveluihin keskittyneitä pienyrityksiä saavuttaakseen itsellensä uusia asiakaskuntia taloyhtiöistä tarjoamalla koko palveluketjun aina valmistuksesta huoltoon.

> *”Pienyrityksistä ostetaan yleensä kasvua. Se saavutetaan yleensä hankkimalla teknologiaa avittamaan omaa tulevaa kasvua tai sitten hankitaan markkina-alueita. Valmiita ollaan myös maksamaan liikeideasta, jonka avulla saadaan volyymia kasvatettua sitomatta siihen suuria määriä pääomaa, esimerkiksi digitaalisetpalvelut, rahoituspalvelut yms. Näillä aloilla ollaan valmiita näkemään potentiaalia ja maksamaan siitä hintaa.” (Asiantuntija 2).*

> *”Myös tietyn puuttuvan teknologian hankkiminen tai tietyn asiakaskunnan saavuttaminen voivat toimia liiketoiminnan laajentamisen keinoina.” (Asiantuntija 3).*

Asiantuntija 1 mukaan yritysoston syyt vaihtelevat myös ostavan yrityksen koon mukaan. Silloin, kun pienyrityksen ostajana toimii iso yritys, on oston syynä yleensä kasvun hakeminen, joka yrityskaupan avulla saadaan hankittua nopeammin kuin vastaavasti yritys ryhtyisi itse kehittämään haluttua kasvua. Yrityskaupan avulla ostava yritys hankkii itsellensä teknologiaa, osaamista tai

valmiita myyntikanavia, joita se voi hyödyntää tulevaisuudessa kasvattaaksensa yrityksensä arvoa.

Asiantuntija 1 mukaan pienyritykset ovat varovaisempia yritysostoille, koska se koetaan isona riskinä sekä suurena kasvuna, jota ei mahdollisesti pystytä hallitsemaan. Myöskään pienyrityksen ei asiantuntija 1 mukaan kannata ryhtyä ostamaan toista pienyritystä, koska on olemassa iso riski, ettei toimintoja saada implementoitua kunnolla. Jos ostettavan yrityksen omistaja lopettaa, samalla kadotetaan osaaminen ja kauppasuhteet, joita yritysoston avulla mahdollisesti tavoitellaan. Tämä riski on liian suuri pienyritykselle kannettavaksi. Asiantuntija 3 mukaan myös kilpailijan ostaminen pois markkinoilta on pienyrityksien keskuudessa mahdollista, mutta kuitenkin harvinaista.

4.4. Arvonmääritys

4.4.1 Strateginen analyysi

Pienyritysten liiketoiminta aiheuttaa omanlaisia haasteita suoritettavalle arvonmääritykselle, jotka on otettava prosessissa huomioon ennen kuin varsinaista tilinpäätösanalyysia voidaan ryhtyä suorittamaan. Tällaisina merkittävinä haasteina asiantuntija 1 näkee yhtiöiden pienen markkina-aseman, jonka johdosta liiketoimintaan vaikuttaa merkittävästi liiketoiminnan ulkoiset tekijät. Toiminta on yleensä myös merkittävissä määrin omistajariippuvaista, joka on otettava huomioon, kun arvonmääritykseen ryhdytään.

Liiketoiminta-analyysin tärkeimpänä tehtävänä on asiantuntija 1 mukaan selvittää, mistä liikevaihto koostuu. Tällöin tutustutaan niin ostettavan yhtiön liiketoimintaan, yhtiön vahvuuksiin, toimialaan sekä strategisiin valintoihin eli miten yritys tulee tulevaisuudessa pärjäämään.

> *”Liiketoiminta-analyysi on sen takia tärkeä, jotta saadaan selville kuinka ennustettavaa yrityksen toiminta on ja mitkä ovat yrityksen vahvuudet sekä kilpailuedut. Tällöin päästään sisälle yrityksen toimintaan, miten yritys generoi kassavirtaa. Tilinpäätöshän on liiketoiminnan johdannainen. Näin yritys harjoittaa liiketoimintaa ja tällaiset luvut se saa aikaiseksi.” (Asiantuntija 1)*

Asiantuntija 1 mukaan on tärkeää muistaa, että tilinpäätös on liiketoiminnan johdannainen ja täten ostettavan liiketoiminnan tunteminen varsinkin pienyritysten kohdalla on hänen mielestään jopa tilinpäätösanalyysia tärkeämpi osa-alue arvonmäärityksessä. Liiketoiminta-analyysissa asiantuntija 2 ja 3 mukaan on erityisen tärkeää selvittää mistä liikevaihto koostuu, miten liiketoiminta on järjestetty, mitkä ovat yrityksen kilpailuedut ja mikä on yrityksen tuotevalikoima. Kaikki asiantuntijat korostivat varsinkin liiketoiminnan luonteen selvittämistä. Tällöin tulee selvittää onko toiminta projektiluontoista, pohjautuuko ostettavan yrityksen toiminta jollekin uudelle idealle vai valmistuksen tuotannon etuihin ja mikä on keskimääräisen kaupan koko. Näiden keinojen avulla pyritään selvittämään liikevaihdon ja toiminnan ennustettavuutta.

Asiantuntija 3 mukaan on tärkeää myös kiinnittää huomiota tuotekohtaisiin katteisiin sekä yrityksen kustannusrakenteeseen. Liiketoiminta-analyysin syvällisimpänä tarkoituksena on kaikkien asiantuntijoiden mukaan se, että analyysin avulla saadaan hyviä viitteitä siitä, kuinka ostettava yritys sopii ostavan yrityksen liiketoimintaan ja miten se voisi parantaa olemassa olevaa liiketoimintaa.

Arvonmäärityksen oikeellisuuden ja luotettavuuden kannalta on tärkeää tuntea arvioitavan yrityksen toimiala, jolla yritys toimii. Toimiala-analyysissa tutustutaan toimialan menneeseen kehitykseen ja sitä muuttaneisiin megatrendeihin sekä kartoitetaan toimialan mahdollisia tulevaisuuden kehityssuuntia ja sen merkitystä tulevaisuudessa. Hyvänä esimerkkinä voidaan käyttää paperiteollisuuden toimialaa ja siinä tapahtuneita muutoksia.

Asiantuntija 1 mukaan toimiala-analyysi voidaan jakaa kahteen osaan, toimialan analysointiin ja sen tulevaisuudennäkymiin sekä yrityksen asemoitumiseen toimialalla. Asiantuntija 3 korostaa toimiala-analyysin suorittamisessa keskittymistä toimialan kilpailudynamiikan selvittämiseen, eli siihen kuinka kovaa kilpailu alalla on, onko yrityksellä hinnoitteluvoimaa tuotteissansa ja palveluissansa suhteessa kilpailijoihin sekä miten ostettava yritys asemoituu markkinoilla.

Toimiala-analyysi on tärkeä osa varsinkin tulevaisuutta ennustettaessa. Asiantuntija 2 mukaan arvonmäärittäjän on kyettävä arvioimaan asiakaskunnan tarpeet ja niissä tapahtuvat mahdolliset muutokset oikean tulevaisuudenkuvan hahmottamisen taustalla. Varsinkin pienyritysten kohdalla asiantuntija 3 mukaan yritykset eivät ole kovinkaan tietoisia tulevaisuudessa markkinoita muuttavista voimista, mikä entisestään korostaa tulevaisuuden ennustamisen haasteellisuutta. Mahdollisina syinä hän mainitsee muun muassa johdon keskittymisen operatiivisen toiminnan pyörittämiseen ja tästä seuraavan ajanpuutteen takia mahdollisten muutosten seuraamisen jäädessä taka-alalle toimintaa ei pystytä muuttamaan ulkoisten muutospaineiden vaatimassa tahdissa. Täten toimiala-analyysissä asiantuntija 1 mukaan saadaan tärkeää tietoa samalla toimialalla toimivien isompien yritysten kehityksestä ja tilinpäätösinformaatiosta, jolloin saadaan paremmin hahmotettua kuva markkinan kehityksestä..

> *”Tärkeää tuntea toimiala. Varsinkin toimialan trendit, suunta mihin ollaan menossa ja mikä on toimialan tulevaisuuden merkitys, kasvaako vai pieneneekö. Mikä on toimialan kilpailudynamiikka, kuinka kovaa kilpailu alalla on, onko yrityksellä hinnoitteluvoimaa. Ylipäänsä tulee selvittää asemointi markkinoilla.” (Asiantuntija 3)*

Liiketoiminta- sekä toimiala-analyysin tulokset ja yhtiön tulevaisuuden suunnitelmat muodostavat kokonaisuuden, joka käydään läpi yhtiön strategisessa analyysissa. Asiantuntija 1 mukaan strateginen analyysi keskittyy suurelta osin toimialaan, mutta myös yrityksen sisäiseen strategiseen

analyysiin, eli miten myynti syntyy ja minkä ajureiden pohjalle yritys voi tulevaisuuden kasvun perustaa. Tulevaisuuden ajureina toimivat esimerkiksi tuotekehitys ja yhtiön tuotevalikoima, joilla voi olla tulevaisuudessa merkittävä penetraatiomahdollisuus ja joiden pohjalle yrityksen tulevaisuutta voidaan rakentaa. Asiantuntija 3 mukaan pienyritysten kohdalla strategisen analyysin tärkeimpänä tehtävänä onkin selvittää yrityksen tuotteiden ja palveluiden kysyntä tulevaisuudessa, mahdolliset kilpailevat tuotteet, asiakaskunta sekä tunnistaa mahdolliset muutokset kulutustottumuksissa. Kaikkein asiantuntijoiden mukaan SWOT-analyysi sekä Porterin viiden kilpailuvoiman malli ovat soveltuvimmat menetelmät strategisen analyysin laatimiseen ja sekä tulosten analysoimiseen. Näiden avulla saadaan selville yrityksen asemoituminen markkinoilla kilpailijoihin verrattuna.

Asiantuntija 3 mukaan mitä enemmän tulevaisuudesta ja sen tuotoista maksetaan preemiota sekä mitä suuremman osan tulevaisuus muodostaa yrityksen arvosta, sitä suurempi painoarvo edelliselle kolmelle analyysille annetaan. Mitä pidemmälle tulevaisuuteen ja mitä syvällisemmin tuottoja analysoidaan, sitä tärkeämpi strateginen analyysi on. Asiantuntija 1 mukaan pienyrityksissä on harvoin virallista kirjoitettua strategiaa, jolloin strategisen analyysin merkitys korostuu entisestään oikean hinnan määrittämisessä.

4.4.2 Tilinpäätöksen analysointi ja historiallisen kehityksen analysointi

Suomessa taloudellisen informaation taso on hyvää ja lainsäädännön mukaista. Asiantuntijoiden 2 ja 3 mukaan tilinpäätöstiedot ovat Suomessa myös helposti saatavilla ja informaatio on suurimmaksi osaksi luotettavaa, varsinkin silloin, kun tilintarkastaja on sen tarkistanut. Asiantuntija 2 mukaan varsinkin alkuvaiheessa toimivien yritysten tapauksessa tilinpäätösinformaatio voi kuitenkin olla virheellistä ja siitä voi löytyä suuriakin puutteita. Tämän johdosta tilinpäätösinformaatiota tulee käydä kriittisesti lävitse.

> *”Nuorella yrityksellä on välillä sellaista tilinpäätösinformaatiota, joka on mennyt verottajan kautta lävitse, mutta jossa on ollut suuria virheitä ja puutteita.*

> *Pahimmillaan puhutaan 5-10 miljoonan heitoista myynneissä." (Asiantuntija 2)*

Omat haasteensa tilinpäätöksen analysoinnille luovat asiantuntijoiden 1 ja 2 mukaan tilinpäätösinformaation saaminen yrityksen johdolta, sen oikeellisuuden varmistaminen sekä informaation luotettavuus. Kaikki asiantuntijat nostavat esille yrityksen johdon haastattelun tärkeyden puuttuvien tietojen saamisen sekä tilipäätöksen oikeellisuuden arvioimisen takaajana. Tilinpäätösinformaation läpikäynnin yhteydessä suoritettavan haastattelun yhteydessä käydään läpi tuloslaskelma ja tase sekä löytyykö niistä sellaisia eriä, jotka tarvitsevat korjausta. Tällaisia korjattavia eriä ovat esimerkiksi palkkakustannukset, lisätuotot ja lisäkulut, joiden mahdolliset jaksotukset tulee korjata ennen kuin tilinpäätösanalyysia ryhdytään laatimaan. Jaksotuksia käytetään yleisesti, kun halutaan saada tulos näyttämään erilaiselta kuin se todellisuudessa on. Jos arvonmääritystä aloittaessa keskitytään pelkästään tilinpäätösinformaatioon, voi arvonmääritys mennä asiatuntija 1 mukaan helposti pieleen.

> *"Jos arvonmäärityksessä tuijottaa pelkästään tilinpäätösinformaatiota ilman haastattelua, menee arvonmääritys usein jonkin verran pieleen, jos ei saa kiinni tiedosta, että onko kannattavuustaso oikea tai onko tehty jaksotuksia, joiden avulla halutaan tulos saada näyttämään erilaiselta kuin se todellisuudessa olisi." (Asiantuntija 1)*

Kaikki haastatellut asiantuntijat toteavat, että historialliset tilinpäätöstiedot toimivat lähtökohtana arvonmäärityksellе ja täten tulevaisuuden ennustamiselle sekä lopulta kauppahinnan asettamiselle. Asiantuntija 1 mukaan tilinpäätösanalyysissa käydään tilinpäätös läpi erä kerrallaan. Tärkeää on selvittää yrityksen käyttökate sekä mistä se koostuu.

Asiantuntija 1 ja 2 mukaan tilinpäätösinformaatiota katsotaan taaksepäin 3-5 vuotta, jotta saadaan riittävä ymmärrys siitä miten luvut käyttäytyvät yli ajan. Yrityksen toiminnan ollessa projektiluontoista, suosittelevat asiantuntijat

vieläkin pidemmän ajanjakson tarkastelua, jotta saadaan varmempi käsitys siitä, miten projektit sekä tilaukset vaikuttavat yrityksen toimintaan ja lukuihin. Tällöin myös tarkastellaan toiminnan lukujen keskimääräisiä tuloksia ennusteiden pohjana. Asiantuntija 3 mukaan historiallisia tilinpäätöstietoja katsotaan 5-7 vuoden ajalta. Hän kuitenkin korostaa, että historiallisen tiedon merkitys riippuu myös toimialasta sekä yhtiön kehitysvaiheesta. Vakaalla toimialalla sekä kypsässä vaiheessa olevan yrityksen kohdalla historiatiedolla on enemmän painoarvoa. Tällöin historiatietojen avulla tulevaisuutta pystytään arvioimaan suhteellisen luotettavasti.

> *”Tilinpäätösanalyysissä käydään tilinpäätös läpi erä kerrallaan, esimerkiksi mikä on yrityksen kate, miten se syntyy liiketoiminnan lukujen valossa ja mistä nämä luvut koostuvat. Tärkeintä on saada ymmärrys yrityksen toiminnasta ja mistä numerot koostuvat.” (Asiantuntija 3)*

Kaikki asiantuntijat korostavat jaksotuksien poistamisen tärkeyttä. Arvonmääritykset tehdään tyypillisesti keskellä tilikautta, jolloin jaksotuksien avulla voidaan tuloksia helpostikin vääristää. Luvut ovat tällöin yhtiön sisäisesti tuottamia lukuja, eivätkä näin ollen ole tilintarkastettuja. Myös asiantuntijat 2 ja 3 korostivat, että taseen arvot tulee arvostaa käypiin arvoihin.

Tilinpäätöstiedot kertovat yrityksen toiminnan historiasta ja siitä, miten yritys on aikaisemmin toiminut. Tilinpäätöstiedot toimivat asiantuntija 2 mukaan myös varmuustekijöinä tulevaisuuden ennustamista varten. Jos yritysjohto haastattelutilanteessa kertoo suurista kasvuodotuksista tulevaisuudessa sekä myynnin suuresta kasvusta, mutta menneet tilinpäätökset eivät tue tätä, tulisi arvonmäärityksen laatijan tällöin kyseenalaistaa tulevaisuuden kasvu menneiden lukujen perusteella. Kaikkien asiantuntijoiden mukaan tulevaisuus harvoin kehittyy äkillisesti muunlaiseksi, kuin mitä historia on ollut. Asiantuntija 2 mukaan poikkeuksia aiheuttavat tilanteet, joissa yrityksellä on kehitteillä tuote, jolla on voimakas penetraatiomahdollisuus markkinoilla. Tällaisina mahdollisina poikkeuksina asiantuntija 1 näkee peli- ja sovelluskehittämiseen keskittyneet yritykset, jotka voivat kasvaa vahvasti ja tehdä läpimurron yhden

onnistuneen tuotteen avulla. Tämän kaltaisia läpimurtoja on kaikkien asiantuntijoiden mukaan kuitenkin vaikea ennustaa, ja niille ei arvonmäärityksessä anneta painoarvoa. Tällaisissa tapauksissa todellisen painoarvon määrittää yrityksen ostaja yhtiön osakkeista maksamansa preemion muodossa, jonka tämä on valmis maksamaan ottamastaan riskistä yritykselle määritetyn arvon lisäksi. Myös kaikki asiantuntijat korostavat, että hyvä menneisyys tilinpäätösten valossa ei automaattisesti takaa hyvää tulevaisuutta. Varsinkin asiantuntijat 1 ja 2 korostavat, että tilinpäätöslukujen tulee täsmätä yrityksen kasvutarinaan. Jos näin ei ole, voivat tilinpäätösluvut olla virheelliset ja mahdolliset virheet tulee selvittää.

4.4.3 Tulevan kehityksen merkitys

Kun taloudellinen informaatio on saatu yrityksestä ja se on analysoitu, aiheuttaa asiantuntija 3 mukaan yrityksen tuottokyvyn ja yrityksen ilmoittamien tulevaisuuden ennusteiden oikeellisuuden arviointi suuria haasteita. Tällöin keskeiseen rooliin arvonmäärityksessä nousee ostettavan yhtiön tulevaisuuden ennustaminen, sillä arvonmäärityksen olennaisena tehtävänä on arvioida hankittavan yrityksen kykyä tuottaa tuloja tulevaisuudessa. Jotta yhtiön tulevaisuutta voidaan luotettavasti ryhtyä ennustamaan, täytyy yrityksen toiminnasta löytyä 3-5 vuotta historiaa, jonka avulla pystytään hahmottamaan toiminnan kehityksen trendi. Tästä asiasta kaikki asiantuntijat olivat samaa mieltä.

Asiantuntija 1 mukaan tulevaisuutta ennustetaan tarkasti seuraavalle viidelle tilikaudelle. Tämän jälkeen tuleville vuosille laaditaan yksinkertaistettu ennuste. Se, kuinka monelle vuodelle tarkat ennusteet voidaan laskea, riippuu kuitenkin täysin yrityksen toiminnan luonteesta. Toiminnan ollessa projektiluontoista asiantuntija 1 painottaa, että talousarvio yrityksen toiminnasta laaditaan vain kuluneesta- sekä enintään seuraavasta kahdesta tilikaudesta. Tätä pidempiä ennusteita laaditaan poikkeuksellisesti projektien edetessä, joiden avulla saadaan myös varmuutta tulevaisuuden ennusteisiin sekä voidaan myös tarkentaa ennusteita nykyisestä kehityksestä.

> *”Toiminnan ollessa projektiluontoista painotetaan, että arvioidaan vain kuluva tilikausi sekä seuraava, aivan maksimissaan sitä seuraava. Pidempiä ennusteita voidaan laatia poikkeuksellisesti projektien edetessä, jolloin voidaan antaa tarkennusta laadittuihin ennusteisiin.” (Asiantuntija 1)*

Asiantuntija 2 vastaavasti laskee tarkemmat ennusteet enintään 3-5 seuraavalle tilikaudelle. Hänen mukaansa pienyritysten kohdalla käsityksen luominen tulevaisuudesta on tärkeää, mutta arvonmäärityksen kannalta se on haastavaa ja enemmän mahdollisten tulevien tapahtumien vaikutuksien arviointia tämän päivän arvoon. Tämä perustuu ajatukselle, että pienyritysten liiketoiminta on herkkää kysynnän ja yrittäjän työpanoksen vaihtelulle.

> *”On tärkeää luoda käsitys tulevaisuudesta ja sellainen pitääkin olla, mutta se toimii lähinnä perusteena myyntineuvotteluissa. Arvonmäärityksen kannalta tulevaisuuden ennustaminen on aika triviaalia.” (Asiantuntija 2).*

Asiantuntija 3 mukaan vakaammalle pienyritykselle voidaan laatia tulevaisuuden ennuste maksimissaan viideksi vuodeksi. Jäännösarvoa ei pienyritysten kohdalla lasketa ollenkaan, sillä jäännösarvo pohjautuu liikaa tulevaisuuden oletuksille. Pienyrityksistä pystytään harvoin edes laatimaan tulevaisuuden näkymiä viiden vuoden päähän, saati sitä pidemmälle ajanjaksolle.

> *”Pienyrityksellä ennusteperiodin vapaiden kassavirtojen merkitys on tärkeämpi, koska jäännösarvo pohjautuu niin suuresti oletuksille ja katsoo liikaa eteenpäin. Usein myös koko jäännösarvon ennustaminen jätetään huomiotta, jos koetaan että yrityksen kohdalla ei ole mitään näkymää viiden vuoden jälkeisestä tulevaisuudesta.” (Asiantuntija 3)*

Pienyritysten kohdalla tulevaisuuden ennustamisessa tulee asiantuntija 1 mukaan selvittää, miten konkreettista yrityksen toiminta on sekä onko olemassa tilauskantaa ja palvelusopimuksia, jotka määrittävät toiminnan volyymitasot tulevaisuudessa. Tämä luo pohjan toiminnan ennustettavuudelle, jonka pohjalta arvonmäärittäjä saa käsityksen arvioitavan yrityksen toiminnasta, joka on tärkein asia arvoa määritettäessä. Toiminnan ollessa vastaavasti projektiluontoista tulee selvittää, missä kohdassa projektissa mennään, mikä on tarjouskanta sekä millä todennäköisyydellä tarjoukset saadaan muutettua projekteiksi. Jos liiketoiminta vastaavasti pohjautuu adhoc-toiminnalle, on tärkeää selvittää toimialan markkinoiden aikaisempi kehitys sekä tulevaisuuden kasvuodotukset. Kilpailuasetelma, miten kilpailijat ovat kasvaneet ja pärjänneet markkinoilla suhteessa arvioitavaan yritykseen antaa viitteitä siitä, kehittyykö arvioitavan yrityksen toiminta nopeammin kuin kilpailijat vai onko sen liiketoiminta mahdollisesti pienentynyt.

> *”Tärkeimmät asiat tulevaisuuden ennustamisessa on selvittää, miten konkreettista toiminta on, onko tilauskantaa, sopimuspohjaa, onko palvelusopimuksia, jotka määrittävät tiettyjä volyymitasoja. Tämä luo pohjan kuinka ennustettavaa toiminta on. Tämän pohjalta arvonmäärittäjä saa kuvan toiminnasta, joka on tärkein asia arvoa määritettäessä.” (Asiantuntija 1)*

Asiantuntija 3 mukaan tärkeimpiä asioita yrityksen tulevaisuuden ennustamisessa on arvioida, miten yrityksen markkinat, volyymit sekä katteet kehittyvät toiminnan tulevina vuosina. Hänen mukaansa pienyrityksen arvonmäärityksessä makrotalouden arvioimisen merkitys yrityksen toimintaan ei ole kovinkaan suuressa roolissa. Sitäkin tärkeämpää on yrityksen toiminnan tunteminen ja sen valmistamien tuotteiden kysyntä tulevaisuudessa.

Asiantuntija 1 mukaan tulevaisuudelle annetaan painoarvoa sitä enemmän, mitä kannattavampaa arvioitavan yrityksen liiketoiminta on. Kannattavan pienyritysten kohdalla jopa 30 – 60 prosenttia arvosta muodostuu tulevaisuuden tuotto-odotuksista, kasvuyritysten kohdalla jopa vielä tätäkin

enemmän. Tilanteessa, jossa yritys on kasvanut useana tilikautena sekä yritys omaa selkeän strategian tulevaisuuden tavoitteiden saavuttamiseksi, pohjautuu yrityksen arvo tällöin pitkälti pelkästään tulevaisuuden tuottoarvolle. Vastaavasti arvioitavan yrityksen toiminnan ollessa vakaata ja tasaista eikä kasvua ei ole tapahtunut moneen vuoteen, annetaan tulevaisuuden tuotto-odotuksille huomattavasti vähemmän painoarvoa.

> *”Kun kyseessä on kasvuyritys, niin arvosta tulee enemmän tulevaisuuden odotuksista. Jos yritys omaa kasvua, omaa selkeän strategian ja on suunnitelma miten saavutukset saavutetaan, niin tällöin tuottoarvo on pitkälti yrityksen arvo. Kun kyseessä taas on stabiilimpi yritys, niin OPO toimii tällöin miniminä, mutta usein tällöin arvoksi annetaan pari kertaa OPO tai 1,6 kertaa OPO.” (Asiantuntija 1)*

Asiantuntijat 2 ja 3 mukaan tulevaisuuden ennustaminen on keskeisessä roolissa suurimmalla osalla pienyrityksiä, mutta arvonmäärityksessä arvioidaan lähinnä yrityksen kykyä tuottaa voittoa tulevaisuudessa.

> *”Tulevaisuuden ennustaminen on keskeisessä asemassa suurimmalla osalla yhtiöitä, mutta arvonmärityksessä arvioidaan kuitenkin vain tulevaisuuden tuottokykyä.” (Asiantuntija 3)*

4.4.4 Tuottovaatimus ja yrityksen riskisyyden arvioiminen

Kun tillinpäätös-ja yritysanalyysi on suoritettu, tulee yrityskaupalle määrittää tuottovaatimus. Tyypillisesti se määritetään pääoman keskimääräisen kustannuksen avulla (Weighted average cost of capital, WACC). Tuottovaatimuksen suuruuteen kaikkien asiantuntijoiden mukaan vaikuttaa yrityksen pääomarakenteen ja pääomille vaadittujen tuottovaatimusten lisäksi myös yrityksen toiminnan elinkaarivaihe kuin myös toimialan luonne, toisin sanoen yrityksen toimintaan liittyvät riskit. Asiantuntija 1 mukaan toimiala on yksi merkittävimmistä tekijöistä tuottovaatimuksen määrittämisessä. Kun

toimiala on syklinen ja epävarma, on tuottovaatimus tällöin korkeampi kuin tasaisen ja hyvän trendin omaavalla toimialalla. Tällöin toimialatuntemuksen hallitseminen ja kokemus on tärkeässä roolissa oikean tuottovaatimuksen määrittelemisessä. Asiantuntija 3 kuitenkin korostaa, ettei toimialakohtaisia vakituisia tuottovaatimuksia ole, vaan ne määritellään aina tapauskohtaisesti yritysten toiminnan eroavaisuuksien mukaisesti. Asiantuntija 2 mukaan toimialoilla ei ole etukäteen määriteltyjä pääoman keskimääräisiä kustannusprosentteja, mutta erilaisten tietokantojen avulla saadaan laskelmassa käytetylle oman pääoman kustannukselle arvioitua sopiva prosenttikerroin, jonka avulla luodaan hyvät perustelut lopulliselle tuottovaatimusprosentille.

> *”Toimiala tuo myös lisää prosentteja tai vähentää niitä. Myös yhtiön kehitysvaihe on ratkaiseva tekijä, kun lähdetään määrittelemään tuottovaatimuksia.” (Asiantuntija 1)*

Tuottovaatimus pienyritysten kohdalla on viime vuosina ollut asiantuntija 2 mukaan noin 20–25 %. Tuottovaatimukseen tuo poikkeuksia edellä mainitut yhtiön elinkaarivaihe sekä toimialan riskisyys. Vakaalla terveysteknologian toimialalla tuottovaatimus on noin 10 %, ja pienimmissäkin yhtiöissä koko pääoman tuottovaatimus on keskimääräisesti noin 13 %. Asiantuntija 1 mukaan suuremmat tuotto-odotukset liittyvät korkeampaan omistajariskiin, eli riippuvuuteen yhden henkilön johtamispanoksesta, sijoituksen epälikvidiyteen sekä markkinariskiin, joka näkyy pienyritysten suurempana liikevaihto- ja tulosvolateettina suhteessa markkinoihin

> *”Terveysteknologia ja -palvelut on tasainen ja kasvava toimiala, hyvät trendit takana, niin tällöin tuottovaatimus on jo reilusti alle 20 %. Pienimmissäkin yrityksissä tuottovaatimus vähän yli 10 % luokkaa, about 13 %.” (Asiantuntija 2)*

Asiantuntija 3 lisäksi toteaa, että pienyrityksiä ostettaessa varsinaisia tuottovaatimusprosentteja käytetään harvemmin, vaan tärkeämpää on se, missä ajassa kauppahinta saadaan katettua tulevaisuuden voittoina. Kauppahinta tulisi pystyä kattamaan normaalisti noin 3-5 vuodessa, jotta yrityskauppa voidaan määritellä onnistuneeksi sijoitukseksi.

> *”Pienimmissä yrityksissä, sijoitetut rahat tulisi saada takaisin 3 – 5 vuodessa, aivan maksimissaan viidessä vuodessa. Mikroissa takaisinmaksuaika on vieläkin lyhempi. Joten kauppahinnat eivät pienyritysten keskuudessa ole merkittävän suuria.” (Asiantuntija 3)*

4.4.5 Käytettävät arvonmääritysmallit

Perinteinen yrityksen arvonmääritys ja akateeminen kirjallisuus pohjautuvat vapaan kassavirran mukaiseen arvoon, jossa tulevaisuuden kassavirrat diskontataan nykyhetkeen. Sen suurimpana heikkoutena kaikkien asiantuntijoiden mukaan on mallin herkkyys alkuoletuksille ja niiden oikeellisuudelle, sekä oikean diskonttokoron löytäminen. Pienyritysten kohdalla arvonmääritys on monimuotoisempaa ja useampia malleja käytettään rinnakkain tukemaan toisiaan ja näin varmistetaan oikean arvon muodostuminen. Asiantuntija 3 mukaan useampia arvonmääritysmalleja käytetään rinnakkain, jotta ostettavalle yritykselle saadaan määritettyä raja-arvot, joiden sisällä yrityksen arvo sijaitsee.

Asiantuntija 1 mukaan yritykselle lasketaan aina arvo käyttäen nykyhetkeen diskontattuja kassavirtoja, joka muodostaa yritykselle maksimihinnan. Vapaan kassavirran antama arvo ei ole kuitenkaan paras mahdollinen lähtökohta, sillä arvo muodostuu sen mukaan pitkälti tulevaisuuden odotuksista. Kaikkien asiantuntijoiden mukaan pienyritysten arvonmäärityksessä tulevaisuuden odotuksille ei anneta kovinkaan paljon painoarvoa, sillä pienyrityksien kohdalla jopa seuraavaan kahden vuoden ennustamien voi olla haastavaa ja täten arvonmäärityksen perusteella muodostuvat arvot ovat vain suuntaa-antavia.

> *”Käytännössä aina tehdään DCF/EVA, nämä ovat pääsääntöiset, mitkä aina tehdään yhtiön pohjalta.” (Asiantuntija 1)*

Asiantuntija 2 mukaan tuottoarvomenetelmää käytetään vain kuvaamaan, miltä yrityksen arvo voisi mahdollisesti näyttää tulevaisuuden tuottojen valossa. Hän käyttää tuottoarvomenetelmää lähinnä perusteena määrittäessään yritykselle soveltuvaa kerrointa sekä hahmottamaan yrityksen maksimiarvoa.

> *”Jos suuret odotukset tulevaisuudesta olisivat perustellut ja tämän johdosta kassavirta tulevaisuudessa olisi merkittävä, niin tottakai se sitten huomioidaan kerrointa määriteltäessä, että kuinka paljon siitä markkinoiden määrittelemästä kertoimesta lopulta vähennetään pienyrityksen kannattavuuteen liittyvästä riskistä johtuen.” (Asiantuntija 2)*

Yrityksen liikevaihdon jäädessä alle viiden miljoonan euron, asiantuntija 3 ei normaalisti käytä tuottoarvoa arvonmäärityksessä sen soveltumattomuuden vuoksi. Muista asiantuntijoista poiketen asiantuntija 1 käytti myös taloudellista lisäarvomallia pienyrityksen arvonmäärityksessä yhtenä menetelmänä muiden rinnalla.

> *”Vaikka DCF on rahoitusteoreettisesti se oikea lähestymistapa/arvonmääritysmenetelmä, niin sen suurin heikkous on sen herkkyys alkuoletuksille ja niiden oikeellisuudelle, sekä mikä on oikea diskonttokorko. Tästä johtuen arvonmääritys vaatii tueksi vähintään arvonmäärityksen käyttäen arvostuskertomia sekä substanssiarvon.” (Asiantuntija 3)*

Kaikki asiantuntijat käyttävät arvonmäärityksessä apuna myös vertailuyhtiöanalyysia ja sen avulla saatavia arvostuskertoimia, jossa käytetään hyödyksi samalla toimialalla toimivien yritysten arvostustasoja.

Kerroinanalyysissä kohdeyrityksen käyttökate-kerrointa verrataan kertoimeen, joka muodostetaan arvioitavan yrityksen, toimialan sekä liiketoimintaympäristön ominaispiirteiden pohjalta. Asiantuntijat korostavat, että vertailuyhtiöistä saatavat kertoimet ovat kuitenkin vain suuntaa antavia ja niitä ei täysin voida soveltaa jokaiseen ostettavaan yritykseen, sillä pienyrityksen toiminnan vastaavuus suurempien yritysten toimintaan asettaa ongelman luotettavan vertailupohjan muodostamiselle. Kertoimina kaikkien asiantuntijoiden mukaan käytetään toimialalla muodostuneita keskiarvokertoimia.

> *”Markkinaperusteisia vertailukertoimia täytyy usein oikaista johtuen pienyritysten ja suurten yritysten riskitasojen erilaisuudesta.” (Asiantuntija 1)*

Asiantuntija 1 ja 2 mainitsevat tällaisina oikaisevina riskitekijöinä omistajariskisyyden, markkinariskin ja likviditeettiriskin. Tällaisen riskitekijän arvoa alentava vaikutus pienyrityksen kohdalla on asiantuntija 1 mukaan noin 20-35 % luokkaa

Käytettävinä vertailukertoimina asiantuntija 1 ja 2 mainitsevat käyttökatekertoimen EV/EBITDA, joka kertoo, kuinka nopeasti yritys tekisi velattoman arvonsa verran käyttökatetta, mikäli käyttökate pysyisi ennallaan. Tämän lisäksi asiantuntija 3 mainitsi 5 * liikevoitto. Näistä käyttökate on asiantuntijoiden mukaan käytetyin arvostuskerroin. Asiantuntija 2 korostaa, että käyttökatekertoimia ei voida käyttää yrityksien ja toimialojen vertailussa silloin, jos toisen yrityksen omaisuuseriä on vuokrattu ja toinen yritys ne omistaa. Hyvänä esimerkkinä tällaisesta tilanteesta asiantuntija 2 mukaan toimii bussiyhtiö, jossa toinen omistaa kuljetuskaluston ja toinen voi olla hankkinut ne leasingin avulla. Tällöin vuokrat näkyvät tuloslaskelmassa liiketoiminnan muina kuluina ja vaikuttavat täten käyttökatteeseen. Vuokratun omaisuuden vaikutus tuloslaskelmassa verrattuna omaisuuseriin, jotka omistetaan eroavat siten, että omistukset näkyvät tuloslaskelmassa poistoina eivätkä täten vaikuta käyttökatteeseen.

> *”EBITDA-kerrointa käytetään aina, koska on suht lähellä kassavirtakerrointa. Tätä käytetään yleisesti määrittäessä arvoa ja kartoitettaessa yrityksen toimivuutta.” (Asiantuntija 1)*

> *”Kerroinpohjaiset mallit aina, EV/EBITDA, EV/EBIT. Lähtökohtana sitten voisi käyttää jotain tietokannan vertailu kauppakertoimia kotimaisista yrityksistä ja kotimaiseen markkinakokemukseen perustuen.” (Asiantuntija 2)*

Liikevaihdoltaan 2-20 miljoonaa euroa oleviin pienyrityksiin parhaiten soveltuvimmat arvonmääritysmenetelmät kaikkien asiantuntijoiden mukaan ovat juuri kerroinpohjaiset arvostuskertoimet sekä substanssiarvonmääritys. Asiantuntija 1 mukaan pienissä yrityksissä, joiden toiminta on vakiintunutta, arvo usein muodostuu omasta pääomasta ja siihen lisäksi maksettava preemiosta tai vastaavasti 5 kertaa oikaistusta nettotuloksesta. Tämän taustalla on syy siitä, että pienyritysten toiminta on suuresti riippuvaista yrittäjästä ja tulevaisuudelta harvoin haetaan suurta kasvua.

> *”Lähtökohtaisesti käytetään arvostuskertoimia ja substanssiarvonmääritystä, mutta myös diskontattuja kassavirtoja. Yleensä on hyvä käyttää useita menetelmiä rinnakkain tukemaan toisiaan, jotta perusteltu näkemys yrityksen käyvästä arvosta saavutetaan.” (Asiantuntija 3)*

Substanssiarvo, joka laaditaan taseen perusteella, muodostaa yleensä yrityksen minimiarvon. Kaikkien asiantuntijoiden mukaan substanssiarvoa laskettaessa omaisuus tulee arvostaa käypään arvoon. Pienyritysten tapauksessa tällä tarkoitetaan erityisesti käyttöomaisuuden sekä varaston arvojen määrittämistä. Pienyrityksien kohdalla, joiden liikevaihto on lähellä 2 miljoonaa ja toiminnassa ei ole tapahtunut muutosta useaan vuoteen, muodostuu arvo yleensä substanssiarvosta ja sen lisäksi maksettavasta preemiosta, joka hyvitetään esimerkiksi yrittäjän tietotaidosta, asiakaskunnasta, jostain tietystä tuotteesta tai teknologiasta. Asiantuntija 2

mukaan yrityksessä tehdään selkeästi jotain toimintaa haittaavaa ja kulutetaan tarkoituksella yhtiön omia pääomia, jos yrityksen hinnaksi ostotilanteessa ei muodostu substanssiarvoa. Tällöin ostavan osapuolen on vaikea uskoa, että yrittäjä saisi itse toiminnan kääntymään, vaan arvoksi voi muodostua pelkästään valmiista asiakaspohjasta maksettava preemion määrä.

> *”Substanssiarvo on myytävän yrityksen minimiarvo tai hinta, mikä yhtiöstä tulisi vähintään saada. Jos mennään tämän alle, tekee yritys jotain väärin ja se syö omia pääomia toiminnallaan. Tämä on kuitenkin mahdollista. Jos tämä tilanne on edessä esimerkiksi eläköitymisvaiheessa, tulisi yritys myydä ja nopeasti.” (Asiantuntija 2)*

Asiantuntija 3 mukaan eroavaisuudet siinä, mitä arvonmääritysmenetelmää pienyrityksien keskuudessa käytetään, ei ole kiinni yhtiötyypistä tai sen koosta, vaan ennemminkin yhtiön kehitysvaiheesta. Vakiintuneemman liiketoiminnan yrityksillä, sekä yrityksillä joiden liikevaihto lähenee 20 miljoonaa euroa, laadittavat ennusteet ovat luotettavammat, jolloin diskontattujen kassavirtojen menetelmä on soveltuvin arvonmääritysmenetelmä. Toimialoilla, joilla yrityksillä on paljon kiinteää omaisuutta, substanssiarvo on soveltuvin arvonmääritysmenetelmä. Asiantuntija 2 korostaa, että aloittaville sekä murrosvaiheessa oleville yrityksille arvostuskertoimet on suositeltavin menetelmä yrityksen arvonmäärittämiseen. Varsinkin alkuvaiheessa olevien yritysten kohdalla yrityksestä ei ole saatavilla tarpeeksi historiallista taloudellista informaatiota, jota voitaisiin käyttää luotettavasti arvonmäärityksen pohjana. Täten arvostuskertoimien käyttö on perustelluin arvonmääritysmenetelmä alkuvaiheessa olevien yritysten tapauksessa.

> *”Se, mitä arvonmääritysmenetelmää pienyrityksien kohdalla käytetään, riippuu pitkälti yrityksen koosta ja varsinkin iästä. Lisäarvo- ja tuottoarvomallia käytettäessä yrityksestä tulee olla jo trackiä, joten ei täten sovi käytettäväksi ihan nuorimmille yhtiöille.” (Asiantuntija 2)*

> *”Eroavaisuudet käytettävissä arvonmääritysmenetelmissä eivät ole riippuvaisia niinkään yhtiötyypistä, vaan ennemminkin se on kiinni yhtiön kehitysvaiheesta.” (Asiantuntija 3)*

Asiantuntija 2 mukaan liiketoiminnan alkuvaiheessa oleva yritys luo vaikeimmat ja haastavimmat lähtökohdat arvonmäärityksen laatimiselle. Tällöin perinteiset arvonmääritysmenetelmät eivät sovellu käytettäväksi arvonmäärityksen yhteydessä, vaan on osattava arvioida itse liikeideaa, jolle yhtiö perustuu. Tällöin ostaja luottaa yhtiössä työskentelevään henkilöstöön ja tämän kykyyn luoda arvoa tulevaisuudessa. Nopeasti kasvavan teknologiayrityksen kohdalla käytetään arvonmäärityksessä ja hinnan määrittelyssä pohjana verrokkiyrityksiä, sillä yrityksen tulevaisuuden ennustaminen on hankalaa ja verrokkiyrityksien avulla saadaan luotua arvohaarukka, johon yrityksen arvo voisi todennäköisesti pohjautua.

4.5 Kauppahinnan muodostuminen

Asiantuntijoiden mukaan arvonmääritys luo pohjan ostettavan yrityksen kauppahinnalle, mutta lopullinen hinta muodostuu kauppatilanteessa neuvottelujen tuloksena. Yleensä hinnan muodostumiseen vaikuttaa se, kuinka hyvin ostettavan yhtiön liiketoiminta täydentää jo olemassa olevaa liiketoimintaa ja kuinka suuren riskin ostaja on valmis ottamaan yrityskaupan yhteydessä. Nämä aspektit toimivat pohjana hintaneuvotteluille, joissa tavoitteena on päästä molempia osapuolia tyydyttävään ratkaisuun.

Lopullisessa kauppahintaneuvottelussa otetaan huomioon asioita, jotka eivät välttämättä näy arvonmäärityksessä aikaansaaduissa luvuissa. Asiantuntija 1 ja 3 mukaan ostajan näkökulmasta erilaiset epävarmuustekijät, jotka vaikuttavat tuloihin ja niiden tasaisuuteen, alentavat yrityksestä maksettavaa kauppahintaa. Tällaiset riskit kohdistuvat niin pienyrityksen henkilöstöön kuin liiketoimintaan. Ostettavan yrityksen toiminnan ollessa omistajariippuvaista, henkilöstöriskit, kuten yrittäjän ja johdon eläköitymisen mahdollisuus, ovat kauppahintaa merkittävästi alentavia tekijöitä. Samanlainen vaikutus

kohdataan myös tilanteessa, jossa yrityksen asiakassuhteet ovat vahvasti liitoksissa kyseisiin henkilöihin, ja ne voidaan eläköitymisen myötä menettää. Liiketoimintaan liittyvinä riskitekijöinä pienyritysten kohdalla koetaan esimerkiksi merkittävästi keskittynyt asiakaskunta sekä toiminnan perustuminen osittain sopimukselliseen etuun, jossa liiketila sijaitsee keskeisellä paikalla markkinatasoa alemmalla vuokralla.

> *”Mitä riippuvaisempi yrityksen toiminta on omistajasta/perustajasta, niin sitä vähemmän yrityksestä maksetaan. Jos yrittäjä ei jatka toimintaansa uudessa muodostetussa yrityksessä niin täten ostava yritys ei välttämättä saa kaikkea haluamaansa irti yrityskaupasta. Tällöin riskiä vähennetään hinnan alentamisen muodossa.” (Asiantuntija 1)*

> *”Oston syillä on suora merkitys toiminnan tulevaisuuden näkymiin ja tuotto-odotuksiin. Kun ydinhenkilö on poissa toiminnasta, niin tulevaisuuden tuotoilla ei ole samanlaista painoarvoa arvonmäärityksessä niiden kasvaneen epävarmuuden takia.” (Asiantuntija 3)*

Asiantuntija 1 painottaa myös, että kaikki ostettavan yrityksen toiminnan riskit tulee ottaa huomioon, sillä yrittäjä ei välttämättä itse kykene niitä hahmottamaan**.** Poikkeavuudet lopullisen kauppahinnan sekä neuvottelujen pohjana käytettävien arvonmäärityksien avulla saatujen arvojen välillä syntyvät ostajan kokemista liiketoimintaan liittyvistä riskeistä sekä synergiaeduista. Tämän pohjalta muodostuu oikea ja realistinen hinta ostettavalle yritykselle.

Asiantuntija 2 mukaan myös ostettavan yhtiön sijainti onkin merkittävä tekijä hintaneuvotteluissa. Yhtiön sijaitessa syrjäisellä alueella, tulee yrityksen toiminnan olla erityisen kannattavaa tai sen tulee omata jokin merkittävä kilpailuetu tulevaisuutta ajatellen, jotta ostajat kiinnostuvat yhtiöstä ja ovat valmiita siitä maksamaan. Edelleen asiantuntija 2 mukaan myös

ylikuumentuneilla toimialoilla, kuten pelialalla, ovat yhtiöt valmiita kantamaan suurempia riskejä ja halukkaita maksamaan yrityksistä korkeampia hintoja.

> *”Vaikea sitä on saada Orimattilan metsästä myytyä pientä konepajaa kovinkaan kummoiseen hintaan. Tai sitten sen tulee olla erityisen kannattava tai siinä tulee muuten olla jotain mielenkiintoista, jotta ostaja siitä kiinnostuu.” (Asiantuntija 2)*

Asiantuntija 3 lisäksi toteaa, että liiketoimintasuunnitelmat ovat pienissä yrityksissä usein puutteellisia ja olemattomia. Tämä puutteellisuus ja tulevaisuuden strategisen suunnitelmallisuuden vajavaisuus vaikuttaa olennaisesti siihen, millaisen kuvan ostaja yrityksestä saa ja täten hintaan, joka yrityksestä ollaan valmiita maksamaan.

> *”Liiketoimintasuunnitelmat ovat pienissä yrityksissä usein puutteellisia ja olemattomia. Tämä puutteellisuus vaikuttaa olennaisesti hintaan.” (Asiantuntija 3)*

Kaikkien haastateltujen analyytikkojen mukaan merkittävänä tekijänä parhaan hinnan saamisen varmistajana toimii yrityksen valmistaminen myyntikuntoon tarpeeksi aikaisessa vaiheessa. Yrityskauppaan tulisi valmistautua asiantuntija 1 mukaan jopa 3 vuotta ennen suunniteltua myyntiä, sillä juuri nämä vuodet vaikuttavat olennaisesti yrityksen arvonmääritykseen ja tätä kautta hintaan. Kyseisenä ajanjaksona tulisi pyrkiä karsimaan liiketoimintaan liittyviä turhia kuluja ja säästämään esimerkiksi investoinneissa. Näin yrityksen kassavirta saadaan näyttämään paremmalta ja pystytään maksamaan omistajille suurempia osinkoja. Nämä ovat olennaisia seikkoja, joihin ostava taho kiinnittää huomiota kartoittaessaan hyviä ostokohteita. Samaa mieltä olivat myös asiantuntijat 1 ja 2.

”Yritys pitäisi laittaa myyntikuntoon jo 3v ennen varsinaista kauppaa. Juuri näitä vuosia ostajat katsovat. Edelliset vuodet vaikuttavat merkittävästi yrityksen arvonmääritykseen ja tätä kautta saatavaan hintaan. Voidaan säätää esimerkiksi investointien määrää, jolloin pystytään vaikuttamaan yrityksen arvoon ja täten hintaan.” (Asiantuntija 3)

4.6 Arvonmääritysmenetelmien soveltuvuus pienyrityksen arvonmääritykseen tutkimuksen perusteella

Pienyrityksen arvonmääritykseen ei ole olemassa yhtä ja oikeaa menetelmää, vaan asiantuntijat käyttävät montaa eri arvonmääritysmenetelmää rinnakkain.

Taulukko 4: Arvonmääritysmenetelmien soveltuvuus pienyrityksen arvonmääritykseen

Arvonmääritysme-netelmä	**Arvonmääritysmallin soveltuvuus pienyrityksen arvonmääritykseen haastateltujen asiantuntijoiden mukaan**
Substanssiarvo	- Lasketaan aina kaikille pienyrityksille - Muodostaa yrityksen minimiarvon - Pienyrityksen kohdalla, joiden liikevaihto on lähellä 2 miljoonaa ja toiminnassa ei ole tapahtunut kehitystä useaan vuoteen, muodostuu arvo yleensä substanssiarvosta ja sen lisäksi maksettavasta preemiosta - Antaa kuvan pienyrityksen tämän hetken toiminnasta ja arvosta - Ei ota huomioon tulevaisuuden kasvuodotuksia, minkä johdosta käytetty arvonmääritysmenetelmä varsinkin pienempien yritysten arvonmäärittämiseen - Hankaluuksia aiheuttaa käyttöomaisuuden arvostaminen käypään arvoon
Markkinaperusteiset kerroinmallit	- Taustalla oikeita yrityskaupoissa toteutuneita arvostuksia, jonka avulla ostettavan yrityksen arvo pystytään perustelemaan uskottavasti -Saadaan määritettyä arvo myös nuorelle aloittavalle yritykselle, jonka historia on vähäinen - Ennusteiden ja oletuksien vähäisyyden johdosta, asiantuntijoiden käyttämä arvonmääritysmenetelmä - Tunnusluvut kuvaavat yrityksen tuloksentekokykyä - Tarjoaa yleiskuvan, mitä vastaavanlaisista yrityksistä on maksettu

	- Oletetaan heijastavan markkinoiden tämän hetken kysynnän ja tarjonnan ehtoja yrityksien arvoista - Samalla toimialalla toimivan vastaavanlaisen yrityksen löytäminen kertoimien vertailupohjaksi haasteellista, normaalisti käytetään toimialan keskiarvokertoimia. - Ei sovellu käytettäväksi silloin, jos vertailtavien yritysten käyttöomaisuuserien omistustavat eroavat toisistaan → toinen yritys omistaa käyttöomaisuuden ja toisella se on hankittu leasingin avulla
Osinkotuottomalli	- Ei käytetä pienyrityksen arvonmäärityksessä - Omistus voi olla keskittynyt pienelle joukolle sekä osinkojen vuosittainen vaihtuvuus voi olla merkittävä, eikä niitä välttämättä makseta jonain vuona ollenkaan
Vapaan kassavirran malli	- Pienyritykselle lasketaan melkein aina arvo kyseisen menetelmän avulla. - Mallin avulla määritettään yhtiön maksimiarvo - Mallin avulla saadaan hahmoteltua kuva, miltä yhtiön tulevaisuus näyttää - Soveltuvuus suurimmalle osalle pienyrityksiä huono, koska suuri osa arvosta muodostuu tulevaisuuden kassavirroista - Tulevaisuuden odotuksille ei pienyritysten keskuudessa anneta paljoa painoarvoa. Tähän syynä on mallin herkkyys alkuoletuksille ja niiden oikeellisuudelle sekä tulevaisuuden ennustamisen haasteellisuudelle. - Pienyrityksien toiminta usein sidoksissa yrittäjän panokseen, joka merkittävässä roolissa tulevaisuuden ennusteissa
Lisäarvomalli	- Mallin käyttö ei ollut asiantuntijoiden suosiossa, vain yksi asiantuntija käytti kyseistä menetelmää. Muut eivät kokeneet mallin tuovan mitään lisäarvoa arvonmääritykseen, koska malli pohjautuu pitkälti samoille oletuksille kuin vapaan kassavirran malli ja teorian mukaan pitäisi tuottaa sama arvo kuin vapaan kassavirta mallin.

Substanssiarvon avulla määritetään minimiarvo pienyritykselle ja se lasketaan aina kaikille yrityksille. Yritykset, joiden liikevaihto on lähellä kahta miljoonaa euroa, muodostuu substanssiarvo usein yrityksen arvoksi. Substanssiarvo kuvaan yrityksen tämän hetken toimintaa ja arvoa, mikä on olennaista pienyrityksen arvonmäärityksessä, jossa tulevaisuuden merkitys on vähäisempi.

Markkinaperusteiset kerronmallit ovat tutkimuksen tulosten mukaan soveltuvin arvonmääritysmenetelmä pienyritykselle. Menetelmä on ainut, joka omaa vertailupohjan oikeisiin yrityskaupoissa toteutuneisiin arvostuksiin, jonka johdosta menetelmän oletetaan heijastavan markkinoiden tämän hetken kysynnän ja tarjonnan ehtoja yrityksien arvoista. Kyseistä ominaisuutta pidetään menetelmän vahvuutena. Arvo pohjautuu myös vähäisille ennusteille ja oletuksille, jonka johdosta menetelmä asiantuntijoiden suosima arvonmääritysmenetelmä Menetelmän avulla pystytään määrittämään arvo myös nuorelle aloittavalle yritykselle, jonka toimintahistoria on vähäinen. Markkinapohjaisten kerroinmallien käyttämisen haasteena on löytää vastaavanlainen yritys samalta toimialalta. Tämän johdosta vertailukohtana käytetään toimialalle muodostuneita keskiarvokertoimia. Menetelmä ei myöskään sovellu käytettäväksi silloin, kun yrityksen käyttöomaisuuserien omistustavat eroavat toisistaan.

Vapaan kassavirta mallin käyttäminen ja sen soveltuvuus pienyrityksen arvonmääritykseen on ristiriitainen. Tulevaisuuden odotuksille ei pienyritysten keskuudessa anneta paljoa painoarvoa ennustamisen haastavuuden takia. Vapaan kassavirta mallin avulla saatu arvo muodostuu pitkälti tulevaisuuden kassavirroista. Malli on myös herkkä alkuoletuksille ja niiden oikeellisuudelle sekä tulevaisuuden ennustamisen haasteellisuudelle. Soveltuvuus suurimmalle osalle pienyrityksiä on täten huono. Tutkimuksen mukaan vapaan kassavirta mallin avulla pienyritykselle lasketaan melkein aina arvo, mutta sen avulla määritetään vain yrityksen maksimiarvo. Menetelmää käytetään lähinnä apuna hahmottamaan, millainen yrityksen tulevaisuus on, ja tuottaako toiminta tulevaisuudessa kassavirtaa vai ei. Tämän pohjalta menetelmän käytettävyys pienyrityksen kohdalla on vähintäänkin kyseenalainen. Yrityksen, jonka liikevaihto on alle viisi miljoonaa euroa, yksi asiantuntija ei laske arvoa olleenkaan kyseisen mallin avulla.

Lisäarvomallin käyttö pienyrityksen arvonmäärittämisessä on vähäistä. Yksi asiantuntija käyttää kyseistä menetelmää arvonmäärityksen apuna, mutta muut eivät koe menetelmän tuovan lisäarvoa arvonmääritykseen, koska malli

pohjautuu pitkälti samoille oletuksille kuin vapaan kassavirran malli. Myös teorian mukaan menetelmien avulla pitäisi saada yritykselle sama arvo.

5 Yhteenveto ja johtopäätökset

Yhteenveto ja johtopäätökset- kappaleessa keskitytään vastaamaan määriteltyyn tutkimusongelmaan, tutkimuksen tulosten arviointiin sekä kartoittamaan mahdollisia jatkotutkimustarpeita.

5.1 Johtopäätökset

Tämän tutkimuksen tavoitteena on ollut selvittää miten pienyrityksen arvo määrittyy yrityskauppatilanteessa sekä millaisia erityispiirteitä pienyrityksen arvonmääritykseen liittyy ja miten eri arvonmääritysmenetelmät soveltuvat pienyrityksen arvonmääritykseen.

Tutkimuksen empiirinen osio on kvalitatiivinen tutkimus, joka koostuu kolmen yrityksen arvonmääritykseen keskittyneen asiantuntijan haastatteluista. Haastattelututkimuksen tulokset esiteltiin aikaisemmin luvussa 4. Seuraavaksi vastataan tutkimukselle asetettuun tutkimusongelmaan määriteltyjen tutkimuskysymyksien avulla: (1) miten pienyrityksen arvo määrittyy yrityskauppatilanteessa, (1a) millaisia erityisiä piirteitä liittyy pienyrityksen arvonmääritykseen ja (1b) miten eri arvonmääritysmenetelmät soveltuvat pienyrityksen arvonmääritykseen?

5.1.1 Miten pienyrityksen arvo määrittyy yrityskauppatilanteessa?

Jotta pienyrityksen arvo voidaan luotettavasti määrittää yrityskauppatilanteessa, on suoritettava neljä eri analyysivaihetta: liiketoiminnan analyysi, strateginen analyysi, tilinpäätösanalyysi sekä tulevaisuuden kehityksen analysointi. Analyysien lisäksi täytyy yritysostolle määrittää tuottovaatimus. Edellä mainittujen analyysivaiheiden jälkeen voidaan yritykselle määrittää arvo arvonmääritysmenetelmien avulla. Pienyrityksen tapauksessa eri arvonmääritysmenetelmiä käytetään samanaikaisesti rinnakkain, jotta ostettavalle yritykselle saadaan määritettyä arvohaarukka, jossa yrityksen arvo sijaitsee. Apuna käytetään lisäksi

aikaisemmin toteutuneiden kauppojen arvostuksia, joiden avulla saatu arvo suhteutetaan markkinoilla jo hyväksyttyihin arvostuksiin.

5.1.2 Millaisia erityisiä piirteitä pienyrityksen arvonmääritykseen liittyy?

Suomessa taloudellisen informaation taso on hyvää ja lainsäädännön mukaista. Varsinkin alkuvaiheessa toimivien pienyritysten kohdalla tilinpäätösinformaatio voi kuitenkin olla virheellistä sekä puutteellista. Tämän takia tilinpäätösinformaatio tulee käydä kriittisesti lävitse. Toisen haasteen tilinpäätöksen analysoinnille luo luotettavan tilinpäätösinformaation saaminen yrityksen johdolta. Tutkimustuloksissa nousi esille yrityksen johdon haastattelun tärkeys tilinpäätöksen oikeellisuuden arvioimisen takaajana.

Pienyrityksen toiminta on usein omistajariippuvaista, joka aiheuttaa omat haasteensa pienyrityksen arvonmääritykselle. Suuri osa liikevaihdosta on sidoksissa yrittäjän työpanokseen, jonka johdosta toiminnan ennustettavuus on usein hankalaa. Tämä tulee huomioida yrityksen arvonmäärityksessä arvoa alentavana riskitekijänä. Yrittäjät eivät myöskään usein ole tietoisia tulevaisuudessa markkinoita muuttavista voimista, koska suuri osa ajasta kuluu operatiivisen toiminnan pyörittämiseen. Tämä korostaa entisestään pienyrityksen toiminnan tulevaisuuden ennustamisen haasteellisuutta.

Pienyrityksen kohdalla tarkemmat tulevaisuuden ennusteet lasketaan enintään viidelle tilikaudelle. Tämä perustuu ajatukseen, että pienyritysten liiketoiminta on herkkää kysynnän ja yrittäjän työpanoksen vaihtelulle. Tutkimuksen perusteella käsityksen luominen tulevaisuudesta on tärkeää, mutta arvonmäärityksen kannalta haastavaa ja enemmän mahdollisten tulevaisuuden tapahtumien vaikutusten arviointia yrityksen tämän päivän liiketoimintaan ja arvoon. Tämä takia tulevaisuudelle ei anneta paljoakaan painoarvoa arvomäärityksessä, vaan lähinnä arvioidaan yrityksen kykyä tuottaa voittoa tulevaisuudessa.

Tuottovaatimus pienyritysten kohdalla on normaalisti noin 20 - 25 %. Usein yritysoston kannattavuutta mitataan ajassa, kuinka nopeasti kauppahinta

saadaan katettua tulevaisuuden voittoina. Korkeampi tuottovaatimus on seurausta pienyrityksen toimintaan liittyvästä korkeammasta omistajariskistä, eli riippuvuudesta yhden henkilön johtamispanokseen, sijoituksen epälikvidiyteen sekä markkinariskiin, joka näkyy pienyritysten suurempana liikevaihto- ja tulosvolateettina suhteessa markkinoihin.

5.1.3 Miten eri arvonmääritysmenetelmät soveltuvat pienyrityksen arvonmääritykseen?

Pienyrityksen arvonmäärittämiseksi ei ole olemassa yhtä oikeaa arvonmääritysmenetelmää ja yhtä oikeaa arvoa, vaan useita arvonmääritysmenetelmiä käytetään rinnakkain, jolloin saadaan muodostettua arvohaarukka yrityksen arvolle. Tutkimuksen tulosten mukaan markkinaperusteiset kerroinmallit ovat soveltuvin malli pienyrityksen arvonmääritykseen. Arvonmääritykseen parhaiten soveltuvat kertoimet ovat EV/EBITDA ja EV/EBIT. Markkinaperusteinen kerroinmalli on ainoa menetelmä, joka omaa vertailupohjan oikeisiin yrityskaupoissa toteutuneisiin arvostuksiin, jonka johdosta menetelmän oletetaan heijastavan markkinoiden tämän hetken kysynnän ja tarjonnan ehtoja yrityksien arvoista. Kertoimien avulla pystytään määrittämään arvo myös nuorelle yritykselle, jolla on lyhyt toimintahistoria.

Haastateltujen asiantuntijoiden mukaan substanssiarvo lasketaan aina kaikille pienyrityksille ja se muodostaa yrityksen minimiarvon. Substanssiarvo antaa kuvan pienyrityksen tämän hetken toiminnasta ja arvosta. Tilanteessa, jossa yrityksen liikevaihto on lähellä kahta miljoonaa ja toiminta on vakiintunutta, muodostaa substanssiarvo ja osaamisesta maksettava preemio yrityksen arvon.

Osinkotuottomallia ei käytetä pienyrityksen arvonmäärityksessä menetelmän soveltumattomuuden vuoksi. Osinkotuottomallista jatkojalostettua vapaan kassavirran mallia käytetään pienyrityksen arvonmäärityksessä yleisesti, mutta menetelmän soveltuvuus pienyrityksen arvonmääritykseen ei ole paras mahdollinen. Tutkimuksen tulosten mukaan tämän menetelmän avulla

määritetään maksimiarvo pienyritykselle. Vapaan kassavirtamenetelmän käytettävyys pienyrityksen kohdalla on huono, koska suuri osa yrityksen arvosta muodostuu tulevaisuuden kassavirroista, joiden ennustaminen on hankalaa ja näin ollen ne vääristävät merkittävästi yrityksen arvoa. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että tulevaisuuden ennusteille ei pienyritysten kohdalla anneta painoarvoa. Tämän johdosta menetelmää käytetään lähinnä kuvaamaan yrityksen toimintaa tulevaisuudessa. Myös tulevaisuuden voittoja nykyhetkeen diskonttaavan lisäarvomallin käyttö ei ollut asiantuntijoiden suosiossa, sillä vain yksi asiantuntija käytti kyseistä menetelmää. Tutkimuksen tulosten mukaan asiantuntijat eivät koe mallin tuovan lisäarvoa arvonmääritykseen, koska malli pohjautuu pitkälti samoille oletuksille kuin vapaan kassavirran malli ja teorian mukaan molempien mallien pitäisi tuottaa sama arvo kuin vapaan kassavirtamallin.

5.2 Keskustelua tuloksista

Pienyrityksen arvonmääritys on aikaa vievä ja monivaiheinen prosessi, joka vaatii arvonmäärittäjältä laaja-alaista osaamista niin yrityksen liiketoiminnasta kuin toimialasta, jolla yritys toimii. Yrityksen ja toimialan lisäksi arvonmäärittäjältä vaaditaan näkemystä talouden tulevaisuuden näkymistä.

Pienyrityksen arvonmääritys eroaa kirjallisuudessa ja akateemisissa tutkimuksissa enemmän käsiteltyjen suurten osakeyhtiöiden arvonmäärityksestä analyysivaiheiden sekä arvonmääritysmenetelmien osalta. Yhtenä merkittävänä tekijänä toimii yhtiön pieni markkina-asema, jonka johdosta liiketoimintaan vaikuttaa merkittävästi liiketoiminnan ulkoiset tekijät. Ennakoimaton muutos yhden tärkeän asiakkaan taloudellisessa tilanteessa ja täten asiakkaan menettäminen aiheuttaa pahimmassa tapauksessa pienyrityksen liiketoiminnan loppumisen. Pienyrityksen toiminta on myös merkittävässä määrin omistajariippuvaista, joka on otettava huomioon riskitekijänä yritykselle laadittavissa analyyseissa ja arvonmäärityksessä.

Pienyrityksen arvonmäärityksessä liiketoiminnan analysointi ja täten liiketoiminnan tunteminen on jopa tilinpäätösanalyysia tärkeämpi osa-alue.

Tämä perustuu ajatukselle, että tilinpäätös on liiketoiminnan johdannainen ja pelkkien lukujen perusteella ei voida luoda laadukasta kuvaa yrityksen liiketoiminnasta ja siitä mistä se koostuu. Arvonmäärityksen oikeellisuuden ja luotettavuuden kannalta on tärkeää tuntea myös yrityksen toimiala. Pienyrityksen johdolla ei välttämättä ole tarkkaa tietoa toimialan tulevaisuuden näkymistä omien kasvuennusteiden tukena. Tämän takia arvonmäärityksen laatijan on tärkeää tuntea yrityksen toimiala, jotta yrityksen tulevaisuutta voidaan luotettavasti ennustaa.

Pienyritysten kohdalla käsityksen luominen toiminnan tulevaisuudesta on tärkeää, mutta arvonmäärityksen kannalta se on haastavaa ja enemminkin mahdollisten tapahtumien vaikutuksien arviointia tämän päivän arvoon. Tämä perustuu ajatukselle, että pienyritysten liiketoiminta on herkkää kysynnän ja yrittäjän työpanoksen vaihtelulle.

Yrityksen arvon määrittäminen vapaan kassavirtamenetelmän avulla saa laajaa kannatusta asiantuntijoiden kirjoituksissa (Boudreaux et al. 2011; Kautt, 2005). Tämän tutkimuksen tulosten mukaan kassavirtaperusteinen malli ei ole yrityksen arvonmääritykseen keskittyneiden asiantuntijoiden mukaan soveltuvin menetelmä pienyrityksen arvonmäärittämiseen. Vapaan kassavirtamallin avulla lasketaan pienyritykselle maksimiarvo. Higginsin (2004, 331) mukaan kasvuvaiheessa olevan yrityksen kohdalla jäännösarvo voi muodostaa jopa 60 % yrityksen kokonaisarvosta. Koska pienyrityksen arvonmäärityksessä ei yrityksen tulevaisuuden odotuksille anneta suurta painoarvoa, muodostuu menetelmän avulla saatava arvo liian suureksi. Tutkimuksen mukaan parhaiten soveltuva malli pienyrityksen arvonmääritykseen on markkinapohjaiset kerroinmallit. Kertoimien taustalta löytyy oikeita yrityskaupoissa toteutuneita arvostuksia, jonka avulla ostettavan yrityksen arvo pystytään uskottavasti perustelemaan. Pienyritysten kohdalla harvoin pystytään laatimaan perusteltua ennustetta tulevasta kehityksestä. Tämän kaltaisissa tilanteissa tulee Paavolan (2013, 8) mukaan käyttää kerroinmallia arvonmäärityksessä.

Francisin et al. (2000, 45–70) laatiman tutkimuksen mukaan vastaavasti lisäarvomalli on tarkin malli yrityksen arvonmääritykseen. Tämän tutkimuksen tulosten mukaan asiantuntijat eivät koe mallin tuovan lisäarvoa arvonmääritykseen, koska malli pohjautuu pitkälti samoille oletuksille kuin vapaan kassavirran malli ja teorian mukaan molempien mallien pitäisi tuottaa sama arvo kuin vapaan kassavirtamallin.

Tehtyjen havaintojen pohjalta voidaan todeta, että yhtä oikeaa arvonmääritysmenetelmää ei ole olemassa pienyrityksen arvonmääritykseen, vaan eri arvonmääritysmenetelmien avulla luodaan arvohaarukka, jonka sisällä yrityksen arvo sijaitsee. Yrityskaupan kohteen lopullinen arvo määräytyy kuitenkin käytävien hintaneuvotteluiden perusteella.

5.3 Tutkimuksen rajoitukset ja jatkotutkimusehdotukset

Tutkimus on laadittu Pro-gradu tutkielmana, joka osaltaan asettaa rajoitteita työn laajuuteen liittyen. Tutkimuksen laatimiselle varattu aika sekä laadullisen tutkimuksen tuomat rajoitteet vaikuttavat tutkimukselle asetettuihin tavoitteisiin ja rajoituksiin. Haastatteluiden luotettavuutta arvioitaessa tulee huomioida, että haastateltavat asiantuntijat ovat esittäneet omat näkemyksensä arvonmäärityksestä, joten yksittäiset haastattelut eivät anna objektiivista kokonaiskuvaa tutkittavasta aiheesta. Täten erilaisella haastateltavien asiantuntijoiden kokoonpanolla tutkimustulokset voivat erota tämän tutkimuksen tuloksista. Tässä tutkimuksessa tutkittiin päätutkimusongelman mukaisesti pienyrityksen arvonmääritystä osana yrityskauppatilannetta. Yrityskauppaa ja arvonmääritystä on tutkittu laaja-alaisesti teoriaosuudessa, kun taas empiirinen tutkimus keskittyy pääsääntöisesti pienyrityksen arvonmäärityksen erityispiirteisiin ja eri arvonmääritysmenetelmien soveltuvuuteen pienyrityksen arvonmääritykseen.

Tämä pro gradu tutkimus tarjoaa useita jatkotutkimusaiheita niin kvantitatiivisen kuin laadullisen tutkimuksen osalta. Mielenkiintoista olisi selvittää, kuinka paljon pienyrityksen liiketoimintaan liittyvät riskitekijät vaikuttavat pienyrityksen lopulliseen kauppahintaan. Tämän lisäksi olisi

mielenkiintoista selvittää, kuinka paljon yrittäjien oma mielikuva yrityksen arvosta eroaa asiantuntijan suorittaman arvonmäärityksen avulla saatuun arvoon ja mitkä ovat merkittävimmät tekijät, joiden johdosta arvon ja hinnan eroavaisuudelle.

Lähdeluettelo

Ali-Yrkkö, J., Hyytinen, A. & Pajarinen, M. 2005. Does patenting increase the probability of being acquired?. Evidence from cross-border and domestic acquisitions. Applied Financial Economics 15 (14). 1007-1017.

Angwin, D. 2007. Motive archetypes in mergers and acquisitions (M&A): the implications of a configurational approach to performance. Advances in Mergers and Acquisitions 6. 77−105.

Barkema, H. & Schijven, M. 2008. Toward unlocking the full potential of acquisitions: The role of organizational restructuring. Academy of Management Journal 51:4. 696−722.

Baumol, W. J. 2004. Entrepreneurial Enterprises, Large Established Firms and Other Components of the Free-Market Growth Machine. Small Business Economics 23(1). 9-21.

Benninga, S. & Sarig, O.H. 1997. Corporate valuation approach. New York: McGraw-Hill.

Bergroth, M. 1994. Yrityskaupan suunnittelu ja yrityksen arvonmääritys. Tilintarkastus 5. 367-374.

Blasco ,A. & Ribal, J. 2013. Application of the continuing value model to small and medium-sized Spanish enterprises. Mathematical and computer modelling. Vol. No 7-8 (Apr 2013). 1788-1794.

Blomquist, L., Blummé, N., Lumme, E., Pitkänen, T. & Simonsen, L. 2001. Due Diligence osana yrityskauppaa. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.

Boudreaux, D, Rao, S, Underwood, J, Rumore N. 2011. A new and better way to measure the cost of equity capital for small closely held firms. Journal of business & Economics research. 9(1). 91-98.

Bower, J. 2001. Not all M&A's are alike – and that matters. Harvard Business Review 79:3. 92−101.

Bowman, G.R .2001. Estimating market risk premium. Department of Accounting and Finance. The University of Auckland. Jassa Issue. Spring. 10-13

Brealey, R., Myers, S.C. & Allen, F. 2014. Principles of corporate finance. 11th ed. New York. McGraw-Hill Education, cop. 2014.

Brealey, R., Myers, S.C. & Allen, F. 2008. Principles of corporate finance. 9th ed. New York. McGraw-Hill Education.

Cartwright, S. & Cooper C.L. 1996. Managing Mergers, Acquisitions and Strategic Alliances: Integrating People and Cultures. 2nd edition. Oxford: Butterworth-Heinemann.

Chatterjee, S. 2009. The keys to successful acquisition programmes. Long Range Planning 42:2. 137−163.

Copeland, T., Koller T., and Murin J. 2000. Valuation: Measuring and Managing the Value of the Company, New York, USA: Wiley.

Dahlstrand, A. L. 2000. Large firm acquisitions, spin-offs ans links in the development of regional clusters of technology intensive SMEs. In: Keeble, D and Wilkinson, F. eds. High technology Clusters, Networking, And Collective Learning In Europe. Aldeshot, Ashgate, 156-181.

Damodaran Aswath .2009. Investment valuation, 2nd edition, John Wiley and Sons.

Damodaran, A. 2008. What is the Risk free Rate? A Search for the Basic Building Block, Working paper. Stern School of Business. New York University

Dukes, W. 2001. Where do we stand on closely held firm valuation? The journal of entrepreneurial Finance. Vol. 6. Iss. 1. 129-155.

EK. 2015. Pk-yritysten toimintaympäristö: Kasvu ja uudistuminen. [verkkodokumentti]. [viitattu 14.02.2016]. Saatavilla: http://ek.fi/wp-content/uploads/PKyritysten_toimintaymparisto_kesakuu2015.pdf

EK. 2014. Pk-toimintaympäristö. [verkkodokumentti]. [viitattu 14.02.2016]. Saatavilla: http://ek.fi/wp-content/uploads/PKtoimintaymparistokyselyraportti-marras2014.pdf

EK & Ernst & Young. 2011. Kasvun ajurit 7. Strategista kasvua yritysjärjestelyillä. Helsinki: Elinkeinoelämän keskusliitto EK.

Elnathan, D., Gavious, I., & Hauser, S. 2010. “An analysis of private versus public firm valuations and the contribution of financial experts”. The International Journal of Accounting. 45(4). 387-412.

European Comission. 2015. Growth: Entrepreneurship and SMEs. [verkkodokumentti]. [viitattu 22.2.2016]. Saatavilla: http://ec.europa.eu/growth/smes/

Fernández, P. 2007. Company valuation methods. The most common errors in valuations. IESE Business School. Working Paper no 449. 1-30.

Foreman-Peck, J. & Nicholls, T. 2013. SME Takeovers as a Contributor to Regional Productivity Gaps’, Small Business Economics. 41 (2). 359–378. Online first DOI: 10.1007/s11187-012-9444-x (2 September 2012).

Francis, J., Olsson, P. & Oswald, R. 2000. Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates. Journal of Accounting Research. 38(1). 45 – 70.

Grundström, C., Öberg, C. & Öhrwall Rönnbäck, A. 2012. Family-owned manufacturing SMEs and innovativeness: A comparison between within-Family successions and external takeovers. *Journal of Family Business Strategy* 3:3. 162−173.

Grüninger, M. & Kind, H. 2013. WACC Calculations in Practice: Incorrect Results due to Inconsistent Assumptions – Status Quo and Improvements. Accounting and Finance Research. Vol. 2. No. 2. 36-44.

Hall, B.H. 1988. The Effect of Takeover Activity on Corporate Research and Development. In: Auerbach, A.J. ed. Corporate Takeovers: Causes and Consequences. UMI. 69-100.

Haleblian, K., Devers, C., McNamara, G., Carpenter, M. & Davison, R. 2009. Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda. Journal of Management 35:3. 469-502.

Haspeslagh, P. & Jemison, D. (1991). Managing acquisitions. Creating value through corporate renewal. New York: Free Press.

Hitchner, J. 1992. Valuation of closely held businesses. The tax adviser; July 1992; Vol 23. No. 7. 471-479.

Higgins, R. C. 2004. Analysis For Financial Management. Irwin: McGraw-Hill 7th edition.

Hirsjärvi, S. & Hurme, H. 2000. Tutkimushaastattelu. Teemahaastattelun teoria ja käytäntö. Helsinki: Helsingin yliopisto.

Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 1997. Tutki ja kirjoita. 6. painos. Helsinki: Kirjayhtymä.

Honkamäki, T. & Pennanen, M. 2010. Yritysjärjestelyjen käsikirja: kirjanpito, verotus ja yhtiöoikeus. Helsinki: WSOYpro.

Hyöty, J. 2011. Sijoittaja yritysstrategioiden pauloissa: Intohimona Nokia. Helsinki: Talentum.

Imam, S., Chan, J. & Shah, S. 2013. Equity valuation models and target price accuracy in Europe: evidence from equity reports. International Review of Financial Analysis. 28. 9-19.

Immonen, R. 2011. Yritysjärjestelyt. Talentum Media Oy. Helsinki

Immonen, R. & Lindgren, J. 2009. Onnistunut sukupolvenvaihdos. 3. painos. Helsinki: Talentum.

Jemison, D. & Sitkin, S. 1986. Corporate Acquisitions: A process perspective. Academy of Management Review. 11:1. 145−163.

Jennergren, L.P. 2008. Continuing value in firm valuation by the discounted cash flow model. European Journal of Operational Research. 185. 1548 - 1563.

Kallunki, J. & Niemelä, J. 2012. Osakkeen arvonmääritys: onnistunut sijoituspäätös. Helsinki: Talentum.

Kallunki, J. & Niemelä, J. 2007. Uusi tilinpäätösanalyysi. 4. painos. Helsinki: Kauppakaari.

Kallunki, J-P. & Niemelä, J. 2004. Uusi yrityksen arvonmääritys. Helsinki: Talentum.

Kaplan, S. & Ruback, R. 1995. The Valuation of Cash Flow Forecast: An Empirical Analysis. The Journal of Finance, Vol 50, No. 4, September. 1059-1093.

Karsio, T., Koila, T., Vartiainen, S. & Äärilä, L. 2012. Yritystoiminnan uudelleenjärjestely. 3. painos. Helsinki KHT-Media.

Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svennas, K. & Wilkman, N. 2011. *Yrityskauppa*. Helsinki: WSOYpro.

Kautt, G.G. 2005. What Are You Worth. Financial Planning. May. 39-40.

Kelley, Jim. 2007. Valuation strategies requires a specific toolkit. Accounting Today. January, 8-28.

Kilpailulaki 2010 –työryhmä. 2009. Kilpailulaki 2010. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja 4/2009. Helsinki: Työ- ja elinkeinoministeriö.

King, A. 2011. What's wrong with your valuation report? Let me count the ways. Valuation strategies. September/October; 15;1. ProQuest. 4-40.

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. 2010. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. Fifth edition. McKinsey & Company.

Koskinen, I., Alasuutari, P. & Peltonen, T. 2005. Laadulliset tutkimusmenetelmät kauppatieteissä. Tampere. Vastapaino.

Lahti, A. 1988. Strateginen yritysanalyysi. Espoo: W+G.

Laitinen, E., Varamäki, E., Tall, J., Heikkilä, T. & Sorama, K. 2011. Omistajanvaihdokset Etelä-Pohjanmaalla 2006−2010 – ostajayritysten ja ostokohteiden profiilit ja taloudellinen tilanne. Seinäjoen ammattikorkeakoulun julkaisusarja B48. Seinäjoki: Seinäjoen ammattikorkeakoulu.

Lakari, T. & Engblom, A. 2009. Käytännön sukupolvenvaihdos – yritysrakenteet ja verotus. Helsinki: KHT-Media.

Langford, R. & Brown, C. 2004. Making M&A pay: lessons from world´s most successful acquirers. Strategy and Leadership 32:1. 5−14.

Lehto, P. & Aalto-Setälä, I. 1998. Yrityskauppavalvonta – taloustieteen merkitys lain soveltamisessa. *Liiketaloudellinen Aikakauskirja 3/1998*. Helsinki: Liiketaloustieteellinen Yhdistys. 347−371.

Leppiniemi, J. & Leppiniemi, R. 2006. Tilinpäätöksen tulkinta. 4. uud. painos) Helsinki: WSOYpro.

Leppiniemi, J. 1999. Omaisuuden arvo. Helsinki: Kauppakaari.

Lilius, A-L. 2000. Eva jäi vieläkin liian vähälle. Talouselämä 19, 34-38.

Lindström, K. 2005. *Menesty osakesijoittajana.* Helsinki: Talentum.

Linnemann, R. & Kennell, J.D. 1977. Shirt-sleeve Approach to Long Range Plans. In: Harvard Business Review. Vol 55. No 2. 141-150.

Lintner, J. 1965. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. Review Economic Statistic. 47(1). 13-37.

Luehrman, T. 1997. What's it Worth? A General Managers Guide To Valuation. Harvard business review. Vol:75. Iss:3. 132-142

Manninen, P. 2001. Yritys vaihtaa omistajaa: sukupolvenvaihdos ja yrityskauppa käytännössä. Helsinki: WSOY. 2001.

Markowitz H.M. 1952. Portfolio Selection. The Journal of Finance, Vol. 7, No.1. pp. 77-91.

Martins A. 2011. The valuation of privately held firms and litigation: a case study. International Journal of Law and Management. vol. 53 no 3. 207–220.

Megginson, W. L. 1997. Corporate Finance Theory. Addison-Wesley.

Meglio, O. & Risberg, A. 2010. Mergers and acquisitions – Time for a methodological rejuvenation of the field. Scandinavian Journal of Management 26:1, 87−95.

Meijaard, J. 2005. Business transfer in the Netherlands. Entrepreneurship in the Netherlands, Business transfer: a new start. Zoetermeer: EIM.

Miettinen, T. 2004. Veron minimointi yritysjärjestelyissä. Helsinki: Helsingin kauppakorkeakoulu.

Mills, R. Robertson, J. & Ward, T. 1992. Shareholder value analysis: why financial economics is vital in measuring and managing business value. Henley working paper series 1/1992. Henley-on- Thames. 1992.

Modigliani, F & Miller, M. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review. Vol 48. No 3. 261-297.

Morrow, J., Sirmon, D., Hitt, M. & Holcomb, T. 2007. Creating value in the face of declining performance: Firm strategies and organizational recovery. Strategic Management Journal 28:3. 271−283.

Niskanen, J. & Niskanen, M. 2004. Tilinpäätösanalyysi. 2. painos. Helsinki: Edita.

Ossa, J. 2014. Yritystoiminnan verotus, Lakimiesliiton kustannus. Tallinna.

Paavola, A (2013). Pk-yrityksen arvonmääritys. DealMaker. Toukokuu 2013. [verkkodokumentti]. [viitattu 28.2.2016]. Saatavilla:

http://docplayer.fi/1140392-Dealmaker-kwh-plast-myytiin-itavaltaan-soprano-osti-tieturin-arvonmaaritys-yrityskaupassa.html.

Paavola, U., Torppa, P. & Lumijärvi, O-P. 1997. Miten lisätä yrityksen arvoa – menetelmiä omistajien tuotto-odotusten toteuttamiseksi. Porvoo: WSOY.

Palepu, K.G., Healy, P.M & Bernard V.L. 2004. Business Analysis & Valuation. Using Financial Statements. Thomson South-Western.

Peng, Y. & Fang, C. 2010. Acquisition experience, board characteristics, and acquisition behavior. *Journal of Business Research* 63:5. 502−509.

Penman, S. & Sougiannis, T. 1995. A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation. Working Paper. University of California-Berkeley. 1-68.

Penman Stephen H. 2010. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. McGraw-Hill International Edition, 4th edition.

Penman, S. 2011. Accounting for value. New York, NY, USA: Columbia University Press.

Penrose, E.T.2009. The theory of the Growth of the Firm. 4th edition. First published 1959. Oxford: Oxford University Press.

Porter, M. E. 1998. Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance, with a new introduction. New York: The Free Press.

Porter, M. E. 1983. Cases in competitive strategy. New York: Free Press.

Pricer, R. W & Johnson, A. 1997. The accuracy of valuation methods in predicting the selling of small firms. 35; 4; Pro Quest, 24-35.

PriceWaterhouseCoopers. 2012. Markkinariskipreemio Suomen osakemarkkinoilla. Tutkimus: Lokakuu. 2012. 1-8. [verkkodokumentti]. [viitattu 28.2.2016]. Saatavilla: https://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/markkinariskipreemio_2012.

Rantanen, J. (2012). Arvonmääritys yrityskaupassa. Helsinki: Suomen Yrittäjien Sypoint.

Rappaport, A. 1998. Creating shareholder value. A guide for managers and investors. 2nd edition. New York: The Free Press.

Romppainen, L., Raunio M., Kotiranta, K. & Ukkola O. 2000. Osakeyhtiön varojen jakaminen ja verotus. 2. painos. Helsinki: KHT-yhdistyksen palvelu Oy.

Ross. S.A., Westerfield. R.W. & Bradford. D.J. 2013. Fundamentals of corporate finance. New York. McGraw-Hill/Irwin.

Sahlström, P. 2004. Yrityksen arvonmäärityksen haasteet nykyisillä rahoitusmarkkinoilla. Virkaanastujaisesitelmä Vaasan yliopistossa. [verkkodokumentti]. [viitattu 19.11.2015]. Saatavilla www-muodossa: http://lta.hse.fi/2004/1/lta_2004_01_d5.pdf

Savolainen, H. 2012, The valuation of the small local business in a divorce: a case study. Global Conference on Business and Finance Proceedings. Vol 7. No 1.

Seligson & Co. 2013. Osakemarkkinoiden tuotto-odotus. [verkkodokumentti]. [viitattu 23.11.2015]. Saatavilla: http://www.seligson.fi/suomi/sijoitustieto/tiedostot/osakesijoitusten_tuotto.htm

Sharpe, W.F. 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilirium Under Conditions of Risk. Journal of Finance. Vol 19. No.3. September. 425-442.

Shi, W., Sun, J. & Prescott, J. 2012. A temporal perspective of merger and acquisition and strategic alliance initiatives: review and future directions. Journal of Management 38:1. 164−209.

Sistonen, M. 2008. Pk-yrityksen arvonmääritys. DealMaker. Toukokuu 2008. [verkkodokumentti] [viitattu 12.11.2015] Saatavilla: http://www.digijulkaisu.fi/proman/Dealmaker_2008/files/dealmaker%20nro%201%202008.pdf

Suomen Pankki. 2015. Negatiivisesta korosta positiivisia vaikutuksia. Euro & Talous. Suomen Pankin artikkeleita. [verkkodokumentti]. [viitattu 13.04.2016]. Saatavilla: http://www.eurojatalous.fi/fi/blogit/2015-2/negatiivisesta-korosta-positiivisia-vaikutuksia/

Suomen Pankki. 2013. PK-yrityksien rahoituksen tila Suomessa. [verkkodokumentti]. [viitattu 26.04.2016]. Saatavilla: http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/euro_ja_talous/rahoitusjarjestelman_vakaus/Documents/ET213_Pylkkonen-Savolainen.pdf

Sudarsanam, P.S. 1995. The essence of mergers and acquisitions. London: Prentice Hall.

Steiger, F. 2010. The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. Seminar Paper 2008. [verkkodokumentti]. [viitattu 10.01.2016]. Saatavilla: https://arxiv.org/ftp/arxiv/papers/1003/1003.4881.pdf

Tenhunen, L. & Werner, Rauno. 2000. Yrityskaupan käsikirja. 3 painos. Helsinki: Tietosanoma, 2000.

Torrez, J., Al-Jafari, M. & Juma'h, A.H. 2006. Corporate valuation: a literature review. Inter Metro Business Journal. Fall 2006.Vol.2. No 2. 39-58.

Van Teeffelen, L. 2010. Exploring Success and Failure in Small Firm Business Transfers. Nyenrode: Nyenrode Business University.

Very, P. & Schweiger, D. 2001. The Acquisition Process as a Learning Process: Evidence from a Study of Critical Problems and Solutions In Domestic and Cross-Border Deals. Journal of World Business 36:1. 11−31.

Varamäki, E., Tall, J., Sorama, K., Länsiluoto, A., Viljamaa, A., Laitinen, E., Järvenpää, M. & Petäjä, E. 2012. Liiketoiminnan kehittyminen omistajanvaihdoksen jälkeen – Case-tutkimus omistajanvaihdoksen muutostekijöistä. *Seinäjoen ammattikorkeakoulun julkaisusarja A9.* Seinäjoki: Seinäjoen ammattikorkeakoulu. [verkkodokumentti]. [viitattu:21.12.2015]. Saatavilla: https://publications.theseus.fi/bitstream/handle/10024/39399/A9.pdf?sequence=3.

VM (2015). Venäjän talouden näkymät ja vaikutukset Suomeen. [verkkodokumentti] [viitattu:28.2.2016]. Saatavilla: http://vm.fi/documents/10623/1096506/Ven%C3%A4j%C3%A4n+talouden+n%C3%A4kym%C3%A4t+ja+vaikutukset+Suomeen/82a661d4-1a31-4b4b-b71b-313bb7a25286

Zollo, M. & Meier, D. 2008. What is M&A performance? Academy of Management Perspectives. 22:3 55−77.

Liitteet

Liite 1: Haastattelulomake

Haastateltavan taustatiedot:

Millaisen taustan omaatte?

Koulutus?

Millainen työkokemus Teillä on yrityskauppojen ja arvonmäärityksen parista?

Millainen rooli yrityksellänne on arvonmäärityksen sekä yrityskauppojen yhteydessä?

Millainen kokemus yrityksellänne on arvonmäärityksen ja yrityskauppojen asiantuntija tehtävistä?

Suorittaako yrityksenne vain tietynlaisia arvonmäärityksiä ja yrityskauppoja?

Osio 1. Tilinpäätösinformaation merkitys, arvonmääritys ja kauppahinta

1. Pienyrityksen arvonmäärityksen haasteet?

- Mitkä ovat suurimmat haasteet ryhdyttäessä suorittamaan ostettavan yrityksen arvonmääritystä?
- Onko olemassa esteitä, minkä johdosta arvonmääritystä ei voida ryhtyä laatimaan?

2. Millainen on tilinpäätösinformaation merkitys arvonmäärityksen sekä kauppahinnan määrittelyssä?

- Kuinka helposti tilinpäätösinformaatiota on saatavissa ostettavasta yrityksestä? Onko informaatio aina luotettavaa?
- Miten oston kohteena olevan yrityksen tilinpäätösinformaatiota käsitellään arvonmääritystä suoritettaessa?
- Mikä painoarvo historiallisella tiedolla on arvonmäärityksessä? Entä tulevaisuuden ennusteiden laadinnan pohjana?

3. Suoritetaanko yrityksille liiketoiminta-analyysiä?

- mihin asioihin liiketoiminnan analyysissa keskitytään?

4. Entä toimiala-analyysiä?

- mihin asioihin yrityksen toimiala-analyysissa keskitytään?

5. Strategisen analyysin merkitys?

- Mihin asioihin strategisessa analyysissa keskitytään?
- Arvioitavan yrityksen toimialan tuntemisen merkitys tulevaisuuden ennustamisessa? Entä löytyykö samalla toimialla toimivien yritysten taloudellisesta kehityksestä apua yrityksen tuloksen kehityksen ennustamiseen?

6. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät?

- Millaisia arvonmääritysmalleja käytetään?
- Mitkä ovat soveltuvimpia malleja juuri pienyritysten arvonmääritykseen?
- Mitkä ovat suurimmat eroavaisuudet pörssiyhtiöissä käytettäviin arvonmääritysmenetelmiin?

7. Erilaisten arvonmääritysmallien rooli yrityksen arvonmäärityksessä?

- Vaihteleeko, mitä arvonmääritysmallia käytetään yrityksen koon, toimialan tai esimerkiksi iän perusteella?
- substanssiarvo vs. tuottoarvo?
- Miten arvonmääritysmalleja voidaan soveltaa kauppahinnan määrittelyssä?

8. Tulevaisuuden ennustamisen merkitys arvonmäärityksessä?

- Mikä merkitys on tulevaisuuden ennustamisella?
- Mitkä asiat ovat tärkeimpiä tulevaisuuden ennustamisessa?
- Kuinka löydetään sopiva laskentakorkokanta pääomakustannuksia määritettäessä?
- Vapaiden kassavirtojen ja jäännösarvon merkitys pienyrityksen arvonmäärityksessä? Kumman painoarvo on suurempi?

9. Miten kauppahintaa tulisi mielestänne lähestyä?

- Miten yrityksen taloudelliset tekijät vaikuttavat hintaan?
- Onko muita hintaan vaikuttavia tekijöitä (ei taloudellisia)?
- Kuinka tarkasti mielestänne hinta pohjautuu arvonmäärityksessä saatavalle arvolle? ja jos poikkeavuuksia ilmenee, mitkä ovat yleisimmät syyt eroille?

10. Asiantuntijan merkitys arvonmäärityksen oikeellisuuden ja hinnan varmistajana?

- Mikä on mielestäsi asiantuntijan merkitys onnistuneessa arvonmäärityksessä ja oikean hinnan arvioijana yrityskaupan taustalla?

11. Mikä on osto- ja myyntitilanteen merkitys arvonmäärityksessä?

- Syyt yrityskauppojen takana ja niiden merkitys arvonmääritykseen ja hintaan?
- Myyjän kannalta?

→Vaikutus hintaan sillä, onko kyseessä sukupolvenvaihdos, yrittäjän eläköityminen, kannattamattoman liiketoiminnan myynti tai liiketoiminnan myyminen voittojen kotiuttamiseksi?

→Vaikutus valittavaan arvonmääritysmenetelmään?

- Ostajan kannalta?

→ Vaikutus hintaan yritysoston syyn takia, onko kyseessä esim. markkinaosuuden kasvattaminen, siirtyminen uusille markkinoille/tuotteisiin tai kilpailijan eliminoiminen jne.

Osio 2: Yrityskauppa

12. Yrityskaupan toteuttamiseen vaikuttavat tekijät

- Minkälaisia yrityskauppoja tehdään? (osakekauppa/liiketoiminta kauppa)
- Mitkä ovat suurimmat haasteet yrityskaupassa?

13. Mitkä ovat yleisimmät syyt yritysostoille ostajan näkökulmasta?

14. Mitkä ovat yleisimmät syyt yrityskauppojen onnistumiseen/ epäonnistumiseen?

- Mikä on mielestäsi asiantuntijoiden käytön merkitys yrityskauppojen onnistumisessa ja oikean hinnan määrittäjänä?

15. Mitkä ovat mielestänne tärkeimmät syyt ulkopuolisen avun käytölle yrityskaupan yhteydessä?

- Arvonmääritys ja oikean hinnan asetanta vai konsultointi yrityksen myyntikuntoon saattamiseksi ja yrityskaupasta prosessina?