

LAPPEENRANNAN TEKNILLINEN YLIOPISTO
Kauppatieteellinen tiedekunta
Laskentatoimen maisteriohjelma

Tiia Soppela

**YRITYSJÄRJESTELYN TOTEUTUNEeseen KAUPPAHINTAAN
VAIKUTTAVAT TEKIJÄT – EMPIIRINEN TUTKIMUS ULKOISEN
NEUVONANTAJAN SUORIUTUMISESTA YRITYSJÄRJESTELYISSÄ**

Työn tarkastaja:
2. tarkastaja/ohjaaja:

Professori Satu Pätäri
Tutkijatohtori, KTT Pasi Syrjä

TIIVISTELMÄ

Tekijä:	Tiia Soppela
Tutkielman nimi:	Yritysjärjestelyn toteutuneeseen kauppahintaan vaikuttavat tekijät – empiirinen tutkimus ulkoisen neuvonantajan suoriutumisesta yritysjärjestelyissä
Tiedekunta:	Kauppatieteellinen tiedekunta
Maisteriohjelma:	Laskentatoimen maisteriohjelma
Vuosi:	2013
Pro gradu -tutkielma:	Lappeenrannan teknillinen yliopisto 106 sivua, 3 kuvaa, 11 taulukkoa ja 5 liitettä
Tarkastajat:	prof. Satu Pätäri tutkijatohtori, KTT Pasi Syrjä
Hakusanat:	neuvonantajat, yritysjärjestelyt, yrityskaupat, pienet ja keskisuuret yritykset, kauppahinta
Keywords:	external advice, mergers & acquisitions, M&A, SMEs, sales price

Tämän Pro Gradu -tutkielman tavoitteena on tutkia mitkä tekijät vaikuttavat yritysjärjestelyn toteutuneeseen kauppahintaan. Lisäksi tämä tutkimus pyrkii vastaamaan mikä on ulkoisen neuvonantajan rooli kauppahinnan muodostumisessa sekä miten ulkoinen neuvonantaja suoriutuu erilaisista yritysjärjestelyistä. Tutkimuksen syntyä motivoi vähäinen tutkimusten määrä pienten yritysten yritysjärjestelyistä; yritysjärjestelyt toteutetaan usein puutteellisilla resursseilla ja epäonnistuneet yritysjärjestelyt nähdään uhkana Euroopan unionin talouskasvulle. Empiirinen tutkimus koostuu 104 toteutuneesta pienen yrityksen yritysjärjestelyn tilastollisesta analyysistä. Pääsääntöisesti otosta on tutkittu keskiarvovertailulla (T-testi ja Oneway Anova) sekä korrelaatiotestauksella. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että arvonmääritys on merkittävimmin kauppahintaan vaikuttava tekijä. Tämän lisäksi tilinpäätöstiedoilla on positiivinen yhteys kauppahintaan, kun taas myyntiajalla tai preemiolla ei ole yhteyttä kauppahintaan. Sekä osake- ja liiketoimintakaupan että sukupolvenvaihdosten ja yrityskauppojen välillä tehty keskiarvovertailu osoittaa, että ulkoinen neuvonantaja suoriutuu ammattitaitoisesti erilaisista yritysjärjestelytilanteista osaten huomioida näihin liittyviä erityispiirteitä.

ABSTRACT

Author:	Tiia Soppela
Title:	Factors affecting M&A sales price – an empirical study of the role of external advice in M&As
Faculty:	LUT, School of Business
Master's Programme:	Master's Degree Programme in Accounting
Year:	2013
Master's Thesis:	Lappeenranta University of Technology 106 pages, 3 figures, 11 tables and 5 appendixes
Examiners:	prof. Satu Pätäri post-doctoral researcher Pasi Sytjä
Keywords:	external advice, mergers & acquisitions, M&A, SMEs, sales price

The objective of this study is to examine what factors affect the M&A sales price. In addition, this study considers the role of external advice in M&As and how external advice performs in different types of acquisitions and ownership changes. The lack of research in SME acquisitions acted as a motivation for this study. SME acquisitions are usually carried out with insufficient resources and unsuccessful acquisitions can be seen as a threat for the economic growth in the European Union. The empirical research for this study consists of a statistical analysis of 104 actual acquisitions; the mainly used methods are analysis of variance (T-test and Oneway Anova) and correlation testing (Pearson's Correlation). The research results indicate that company valuation is the most significant factor affecting M&A sales price. In addition, financial information has a positive correlation with the sales price, while sales time and premium have no correlation with M&A sales price. When comparing both share deals and business acquisition and changes of ownership and acquisitions, the analysis of variance indicates that the performance of external advice is professional and skilled in different kinds of M&As. In addition external advice takes into account special features in M&A projects.

ALKUSANAT

Nyt on juhlan aika - puolen vuoden työnteon jälkeen on aika laittaa tutkimus koviin kansiin ja nauttia lopputuloksesta. Tutkimus lähti erinomaisen ohjauksen ja tuen avulla käyntiin vauhdilla ja eteni reippaasi koko syksyn 2012 ajan. Muuttamaan otteeseen jouduin toki puremaan hammasta ja nauttimaan väliaikakahvit, mutta nyt tarkastellessani lopputulosta en voi olla muuta kuin tyytyväinen.

Perheen ja ystävien tuki on ollut korvaamattoman arvokasta - ilman teitä en tällä hetkellä kirjoittaisi näitä alkusanoja. Kaunis kiitos siitä!

Erityiskiitos myös Yritys A:lle ennakkoluulottomuudesta ja rohkeudesta lähteä mukaan tutkimukseen. Yhteistyömme mahdollisti ainutlaatuisen tutkimusotoksen ja sen kautta arvokkaan tutkimuksen kokonaisuudessaan. Kiitos rakentavista neuvoista ja eteenpäin johtavista kehitysehdotuksista.

Suurimman kiitokseni omistan ohjaajalleni Pasi Syrjälle. Ohjauksen avulla tutkimus otti askeleita eteenpäin ja tutkimuksen runko pysyi kasassa. Kiitos kärsivällisyydestäsi vastata lukuisiin sähköpostiviesteihini ja kysymyksiini. Ohjauksen avulla saavutin asettamani tavoitteet tutkimukselle. Lämmin kiitos Pasi!

Helsingissä 15.1.2013

Tiia Soppela

SISÄLLYS

1 Johdanto.....	1
1.1 Tutkimuksen lähtökohdat	1
1.2 Tutkimuksen tavoitteet, tutkimusongelma ja rajaukset	2
1.3 Tutkimusmenetelmä - keskiarvovertailu ja korrelaatiotestaus	3
1.4 Tutkimuksen suhde aikaisempaan kirjallisuuteen	3
1.5 Tutkimuksen rakenne	5
2 Kirjallisuuskatsaus.....	6
2.1 Yritysjärjestelyjen tutkimuksen perinteet.....	6
2.1.1 Tutkimusmenetelmät yritysjärjestelyjen tutkimuksessa.....	7
2.1.2 Tutkimusaukot yritysjärjestelyjen tutkimuksessa.....	9
2.1.3 Yritysjärjestelyjen tutkimuksen paradoksi	10
2.2 Ulkoisten neuvonantajien käyttö pienten yritysten liiketoiminnassa	12
2.2.1 Ulkoisten neuvonantajien käyttömäärät	12
2.2.2 Yrittäjien suhtautuminen ulkoisiin neuvonantajiin.....	14
2.2.3 Yrityskoon vaikutus ulkoisten neuvonantajien käyttöön.....	14
2.2.4 Luottamuksen vaikutus ulkoisten neuvonantajien käyttöön.....	15
2.2.5 Ulkoisten neuvonantajien rooli yritysten liiketoiminnassa	16
2.3 Yritysjärjestelyjen nykytila ja tulevaisuus.....	17
2.3.1 Yritysjärjestelyjen nykytila.....	17
2.3.2 Yritysjärjestelyjen nykytila Päijät-Hämeen alueella	19
2.4 Ulkoisten neuvonantajien käyttö yritysjärjestelyissä	21
2.4.1 Ulkoisten neuvonantajien viitekehys yritysjärjestelyissä	23
2.4.2 Ulkoisten neuvonantajien valinta ja tarve	27
2.4.3 Ulkoisten neuvonantajien hinta	31
2.4.4 Ulkoisten neuvonantajien käytön mahdollistaminen.....	35

3	Empiirinen tutkimus	39
3.1	Tutkimusmenetelmä	39
3.1.1	Tutkimuksen arviointi.....	39
3.1.2	Yritys A:n esittely.....	40
3.1.3	Aineiston keruu.....	41
3.2	Tutkimustulokset	45
3.2.1	Tilastotietoa Suomen yritysjärjestelyistä.....	45
3.2.2	Yritys A:n toteutuneiden yritysjärjestelyjen kuvailu.....	46
3.2.3	Korrelaatiotestaus	50
3.2.4	T-testi: osakekaupat vs. liiketoimintakaupat	54
3.2.5	T-testi: yrityskaupat vs. sukupolvenvaihdokset.....	58
3.2.6	Oneway Anova: asiakkuuden synty tapa.....	64
3.2.7	Oneway Anova: ostaja.....	70
3.2.8	Oneway Anova: syy yritysjärjestelyyn.....	74
4	Yhteenveto ja johtopäätökset.....	79
4.1	Johtopäätökset	80
4.1.1	Yritysjärjestelyn toteutuneeseen kauppahintaan vaikuttavat tekijät.....	80
4.1.2	Ulkoisen neuvonantajan rooli kauppahinnan muodostumisessa	83
4.1.3	Ulkoisen neuvonantajan suoriutuminen erilaisissa yritysjärjestelyissä	84
4.1.4	Ulkoinen neuvonantaja ja menestynyt liiketoiminta	86
4.2	Tutkimuksen kontribuutio, rajoitukset ja jatkotutkimusaiheet.....	89
	Lähdeluettelo	94
	Liitteet.....	99

1 Johdanto

Tutkimukset osoittavat, että 90 prosenttia pienten yritysten yritysjärjestelyistä toteutetaan rajallisilla ja puutteellisilla resursseilla. Samaan aikaan puolet yrittäjistä on tyytymättömiä yritysjärjestelyn toteutuneeseen kauppahintaan. Euroopan komissio arvioi Euroopan unionin jäsenvaltioiden yrityksistä kolmanneksen kohtaavan yritysjärjestelyn seuraavan kymmenen vuoden aikana. Samaan aikaan Euroopan komissio pitää yritysjärjestelyjen epäonnistumista mahdollisena uhkana pienten ja keskisuurten yritysten (jatkossa: pienet yritykset) tulevaisuudelle sekä koko Euroopan talouskasvulle. (Allinson et al. 2007)

Suomessa on 74 000 yritystä, jossa yrittäjä on yli 55-vuotias. Näistä yrityksistä seuraavan kymmenen vuoden aikana 21 000 tulee lopettamaan liiketoimintansa ja 43 000 suunnittelee toteuttavansa sukupolvenvaihdoksen. Toteutuessaan tämä tarkoittaa Suomessa 20 yritysjärjestelyä jokainen arkipäivä seuraavan kymmenen vuoden ajan. Pelkästään Päijät-Hämeen alueella seuraavan kahden vuoden aikana 900 yritystä tulee kohtaamaan yritysjärjestelyn. Näistä yrityksistä 250 lopettanee liiketoimintansa kokonaan. Tämä tulee tarkoittamaan työpaikkojen ja osaamisen häviämistä Päijät-Hämeen alueella. (Omistajanvaihdosbarometri, 2012)

1.1 Tutkimuksen lähtökohdat

Päijät-Hämeen alueen yritysjärjestelyä suunnittelevista yrittäjistä kolme neljäsosaa on ilman jatkajaa ja puolet yrittäjistä kokee kaipaavansa apua yrityksen arvonmääritykseen (Omistajanvaihdosbarometri, 2012; Allinson et al. 2007). Käytännössä on selvää, että yrittäjät kaipaavat tukiverkostoja yritysjärjestelyjen tueksi. Useat akateemiset tutkimukset kuitenkin osoittavat yrittäjien suhtautuvan kyyneisesti ulkoisiin neuvonantajiin yritysjärjestelytilanteessa. Tämä ristiriita markkinoilla on mielenkiintoinen, mutta myös ennen kaikkea huolestuttava ilmiö. Tutkijana näen vallitsevan paradoksin yritysjärjestelyjen ja ulkoisten neuvonantajien välillä. Pääsääntöisesti kaikissa pörssiyhtiöiden yritysjärjestelyissä on mukana ulkoinen neuvonantaja, kun taas pienet yritykset käyttävät ulkoisia neuvonantajia vain 20-30 prosentissa yritysjärjestelyistä (Allinson et al. 2007; DeMong et al. 2011).

Pienten yritysten yritysjärjestelyjen tulevaisuudennäkymiin ja ulkoisten neuvonantajien väliseen paradoksiin on akateeminen kirjallisuus herännyt vasta viime vuosina. Pääsääntöisesti voidaan todeta akateemisesta tutkimuksesta löytyvän useita tutkimusaukkoja yritysjärjestelyjen ja ulkoisten neuvonantajien tutkimuksessa. Mikä on ulkoisen neuvonantajan rooli pienten yritysten kauppahinnan muodostumisessa yritysjärjestelyissä? Mitkä ovat ne tekijät, jotka vaikuttavat kauppahinnan muodostumiseen yritysjärjestelyissä? Onko ulkoisesta neuvonantajasta hyötyä kauppahinnan preemion muodostumisessa yritysjärjestelyissä?

Yritysjärjestely on monimutkainen prosessi, joka vaatii laaja-alaista asiantunte-
musta yritys juridiikan, verotuksen, rahoituksen ja myynnin alalta. Esimerkiksi pelkästään lakisääteiset due diligence tehtävät vaativat juridisia ja kirjanpitoon liittyviä asiantuntijapalveluita. Tämän lisäksi yritysjärjestelyn onnistumiseksi tarvitaan neuvottelu- ja johtamistaitoja sekä markkinoinnillista osaamista. (Battisti & Williamson, 2012). Van Teeffelen et al. (2005) havaitsivat, että merkittävin syy yritysjärjestelyjen epäonnistumiseen on myyjän, ostajan tai jopa molempien tiedon ja kokemuksen puute, erityisesti taloudellisissa ja yrityksen arvonmäärittämiseen liittyvissä kysymyksissä. Omistajat kokevat yritysjärjestelyt usein vain kerran elämässään ja vaikka julkinen sektori suosittelee ulkoisten neuvonantajien käyttöä vain 20-30 prosenttia yritysjärjestelyistä toteutetaan ulkoisen neuvonantajan avustuksella (Allinson et al. 2007).

1.2 Tutkimuksen tavoitteet, tutkimusongelma ja rajaukset

Tämä tutkimus keskittyy pienten yritysten yritysjärjestelyihin ja tekijöihin, joilla oletetaan olevan vaikutusta toteutuneen kauppahinnan muodostumiseen sekä siihen mikä on ulkoisen neuvonantajan vaikutus kauppahintaan. Tutkimuksen tavoitteena on lisätä käsitystä ulkoisten neuvonantajien vaikutuksesta pienten yritysten yritysjärjestelyjen toteutuneeseen kauppahintaan. Tutkimus tarjoaa uuden näkökulman yritysjärjestelyjen akateemiselle tutkimukselle ja lisää käsitystä vallitsevista tutkimusaukoista.

(1) Mitkä tekijät vaikuttavat yritysjärjestelyn toteutuneeseen kauppahintaan?

(1a) Miten ulkoinen neuvonantaja vaikuttaa kauppahinnan muodostumiseen?

(1b) Miten eri muuttujat vaikuttavat ulkoisen neuvonantajan suoriutumiseen yritysjärjestelyssä?

1.3 Tutkimusmenetelmä - keskiarvovertailu ja korrelaatiotestaus

Tutkimus on toteutettu syksyllä 2012 Lappeenrannan teknillisen yliopiston las-kentatoimen maisteriohjelman Pro gradu -tutkielmana. Se on toteutettu yhteis-työssä Päijät-Hämeessä toimivan yritysjärjestelyihin keskittyvän liikkeenjohdon konsultointiyrityksen kanssa. Empiirinen tutkimus on kvantitatiivinen tutkimus, jonka tavoitteena on tutkia yritysjärjestelyn toteutuneeseen kauppahintaan vaikut-tavia tekijöitä. Tutkittava aineisto on kerätty yhteistyöyrityksen asiakastietokan-nasta, josta on poimittu pääsääntöisesti kaikki kyseisen yrityksen toteuttamat yri-tysjärjestelyt vuodesta 2005 vuoden 2012 syyskuuhun asti.

Otos sisältää yhteensä 104 toteutunutta yritysjärjestelyä. Yritysjärjestelyistä on taulukoitu sekä määrällisiä että laadullisia muuttujia, kuten arvonmäärityshinta, kauppahinta, premio, myyntiaika, tilinpäätös tunnuslukuja sekä laadullisia muut-tujia, kuten yrittäjän syy yritysjärjestelyyn ryhtymiselle. Otoksen kuvailun lisäksi aineistoa on tutkittu tilastotieteen analyysiohjelmalla tekemällä keskiarvovertailua ja korrelaatiotestejä (Taulukko. 2). Kun luokittelevia muuttujia on kaksi aineistoa on tutkittu riippumattomien otosten T-testillä ja kun luokittelevia muuttujia on yli kaksi keskiarvovertailu on tehty Oneway Anovalla. Tämän lisäksi kauppahintaan vaikuttavia tekijöitä on tutkittu Pearsonin korrelaatiolla.

1.4 Tutkimuksen suhde aikaisempaan kirjallisuuteen

Pörssiyritysten yritysjärjestelyitä on tutkittu runsain määrin akateemisissa tutki-muksissa, mutta suurin osa niistä on keskittynyt selittämään miksi yritysjärjestelyt onnistuvat tai epäonnistuvat. Pienten yritysten tutkimukset ovat jääneet pääsään-töisesti kokonaan akateemisen tutkimuksen ulkopuolelle. Vaikka yritysjärjeste-

lyillä on suuri merkitys yritysmaailman muovaamisessa, ei akateeminen tutkimus ole pystynyt tarjoamaan sopivia tai riittäviä teorioita kyseisen tieteenalan tutkimukseen. Yli puolessa kvantitatiivisista tutkimuksista on käytetty tutkimusmenetelmänä regressioanalyysiä, kun taas keskiarvovertailua tai korrelaatiota on käytetty vain murto-osassa tutkimuksista. Yritysjärjestelyjen akateeminen tutkimus on usein ylivoimaisen realistinen eli tutkimusala ei ole omaksunut kriittistä näkökulmaa, koska tutkijoilla on pääsääntöisesti ulkoinen näkökulma yritysjärjestelyjen tutkimukseen. Olemassa olevat akateemiset tutkimukset eivät yhdistä laadullisia ja määrällisiä muuttujia. Niiden aineistot on kerätty ulkopuolisista tietokannoista ja tutkijat eivät ole omaksuneet toimintatutkimuksen piirteitä. Yritysjärjestelyjä on tutkittu aktiivisesti yli 30 vuotta, mutta akateeminen tutkimus ei osoita onnistuneiden yritysjärjestelyjen määrien lisääntyneen. (Cartwright et al. 2012; Meglio & Risberg, 2010)

Tässä tutkimuksessa on pyritty käsittelemään yritysjärjestelyn toteutuneeseen kauppahintaan vaikuttavia tekijöitä uudesta näkökulmasta ja vastaamaan osaltaan tutkijoiden aiemmin esittelemiін tutkimusaukkoihin. Empiirisessä tutkimuksessa on huomioitu aikaisempien akateemisten tutkimusten tutkimusrajoitteita ja niiden perusteella syntyneitä jatkotutkimusaiheita. Tutkimuksessa on huomioitu sekä laadullisia että määrällisiä muuttujia (Taulukko. 1), joiden voidaan olettaa vaikuttavan kauppahinnan muodostumiseen. Tämän lisäksi tutkimuksessa on pyritty huomioimaan tieteenalalle kaivattua prosessinäkökulmaa. Aineiston keräyksessä on huomioitu muuttujia aina yritysjärjestelyn aloituksesta toteutuneeseen yritysjärjestelyyn asti. Kerätty aineisto on ainutlaatuinen otos toteutuneista pienten yritysten yritysjärjestelyistä. Aineistoa ei ole kerätty julkisesta tietokannasta vaan se on tutkijan keräämä aineisto toteutuneista yritysjärjestelyistä. Tutkija ei ole pyrkinyt asettamaan itseään pelkästään ulkopuoliseen analyttiseen rooliin vaan aineiston keräämiseen on kuulunut keskustelua ulkoisen neuvonantajan kanssa. Keskusteluissa on arvioitu jokaisen toteutuneen yritysjärjestelyn taustalla olevia syitä, kanavia mitä kautta asiakkuus ulkoisen neuvonantajan kanssa on syntynyt ja kuka yritysjärjestelyn toinen osapuoli on ollut.

Arvonmäärityksen oppaita sekä yritysjärjestelyiden prosessikaavioita on tarjolla runsaasti, mutta nämä harvoin kuitenkin tuovat hyötyä todelliseen yritysjärjestely-

lytilanteeseen. Siksi myös tämä tutkimus ei ota kantaa siihen miten arvonmääritys tulisi tehdä tai mikä on oikeanlainen yritysjärjestelyn prosessikaavio. Olemassa oleva kirjallisuus tarjoaa aiheesta ääriäviä, mutta todellisessa yritysjärjestelytilanteessa tarvitaan usein henkilökohtaisia ammattilaisen neuvoja. Sen sijaan tämä tutkimus antaa kontribuution olemassa olevaan akateemiseen kirjallisuuteen tutkimalla mitkä tekijät vaikuttavat yritysjärjestelyn toteutuneeseen kauppahintaan ja mikä on ulkoisen neuvonantajan rooli kauppahinnan muodostumisessa. Tutkimuksen arvoa lisää ainutlaatuinen aineisto pienten yritysten toteutuneista yritysjärjestelyistä. Pro gradun luonteesta johtuen tutkimuksessa on kuitenkin myös rajoitteita liittyen sen syvällisyyteen sekä ennen kaikkea vertailevan ryhmän puuttumiseen tutkimuksesta. Näistä syistä tutkimustuloksia on syytä yleistää vain varauksella. Ennen kaikkea tutkimus tarjoaa kuitenkin uudenlaisen viitekehyksen yritysjärjestelyjen ja ulkoisten neuvonantajien tutkimukseen sekä tarjoaa runsaasti jatkotutkimusaiheita.

1.5 Tutkimuksen rakenne

Tämän johdannon jälkeen tutkimuksen rakenne etenee seuraavasti. Luvussa 2 on koottu kirjallisuuskatsaus aikaisempien akateemisten tutkimusten perusteella. Luvussa 3.1 esitellään empiirisen tutkimuksen tutkimusmenetelmä ja tutkimuksen toteutus sekä esitellään yhteistyöyritys Yritys A ja arvioidaan tutkimuksen luotettavuutta ja toistettavuutta. Luku 3.2 jatkaa tutkimuksen merkittävimpien tutkimustulosten analyysillä. Lopuksi luvussa 4 pohditaan tutkimustuloksista tehtäviä johtopäätöksiä sekä tehdään yhteenveto tutkimuksesta kokonaisuutena. Luvussa arvioidaan myös tutkimuksen kontribuutiota yksityiskohtaisemmin ja esitellään tutkijan näkemyksiä jatkotutkimusaiheista.

2 Kirjallisuuskatsaus

Kirjallisuuskatsauksen alkuun luvussa 2.1 luodaan yleiskuva yritysjärjestelyjen tutkimuksenperinteistä viimeisiltä vuosikymmeniltä – mitä on tutkittu ja mihin tulevaisuuden tutkimusten tulisi keskittyä. Yritysjärjestelyt ovat olleet käytäntönä yritysmaailmassa jo 120 vuotta, mutta tutkimusperinteellä on vasta 60 vuoden historia (Cartwright et al. 2012). Koska aikaisempia tutkimuksia pienten yritysten käyttämistä ulkoisten neuvonantajien palveluista yritysjärjestelytilanteissa on vain vähän, tutustutaan luvussa 2.2 yleisesti pienten yritysten ulkoisten neuvonantajien tarjontaan ja pienten yritysten kysyntään ulkoisille neuvonantajille.

Tämän jälkeen kirjallisuuskatsauksen luvussa 2.4 keskitytään ulkoisiin yritysjärjestelyjen neuvonantajiin pienten yritysten keskuudessa: (a) mikä on yritysjärjestelyjen nykytila ja tulevaisuus, (b) mikä on ulkoisten neuvonantajien viitekehys yritysjärjestelyissä ja (c) mikä on ulkoisten neuvonantajien hinta sekä (d) miten ulkoisten neuvonantajien palvelut mahdollistetaan myös pienille yrityksille. Kirjallisuuskatsauksessa arvioidaan tutkimustuloksia ulkoisten yritysjärjestelyjen neuvonantajien käytöstä myös pörssiyrityksissä. Vaikka pörssiyritysten yritysjärjestelyjen tutkimustuloksia ei voida suoraan yleistää pieniin yrityksiin esitellään pörssiyrityksiä käsitteleviä tutkimustuloksia viitekehysten tukemiseksi sekä vertailukohteeksi.

2.1 Yritysjärjestelyjen tutkimuksen perinteet

Yritysjärjestelyitä tutkinut Ailon (2007) kommentoi tutkimustaan seuraavasti: ”kun minä istuin ja kuuntelin, sain vastauksia kysymyksiini joita en olisi edes arvannut kysyä pelkästään haastattelujen perusteella”. Yritysjärjestelyt yleisesti hyväksytään ainutlaatuisina tapahtumina, mutta kuitenkin niitä tutkitaan homogeenisina tapahtumina. Yritysjärjestelyitä on tutkittu runsain määrin akateemisissa tutkimuksissa, joista suurin osa on keskittynyt selittämään ja ennustamaan yritysjärjestelyjen lopputuloksia sekä selittämään miksi yritysjärjestelyt onnistuvat tai epäonnistuvat. Lukuisista tutkimuksista huolimatta akateeminen tutkimus ei ole onnistunut luomaan yhtenäisiä vastauksia esittämiinsä tutkimuskysymyksiin. Akateemiset tutkijat selittävät ongelmaksi substantiiviset aukot olemassa olevassa

kirjallisuudessa ja yhtenäisen integroitavan ja moniulotteisen viitekehyksen puuttumisen. Meglio ja Risberg (2010) väittävät, että lukuisista tutkimuksista ja tutkimusmenetelmistä huolimatta tutkijat eivät tunnu tietävän paljoa yritysjärjestelyistä ja siitä miten ne vaikuttavan kaupan kohteena oleviin organisaatioihin. Tämän lisäksi yritysjärjestelyjen taloudellista merkitystä ei tutkimuksissa ole huomioitu. Esimerkiksi start-up yritysten vaikutusta makrotalouteen on tutkittu laajasti, kun taas yritysjärjestelyjen kontribuutiota ja vaikutusta talouskehitykseen on tutkittu vain vähän. Euroopan komission vuonna 2002 teettämän tutkimuksen jälkeen pienten yritysten yritysjärjestelyjen tutkimus on saanut uuden kimmokkeen. Tutkimus osoittaa yritysjärjestelyillä olevan suuri merkitys jäsenvaltioiden talouskasvuun tulevaisuudessa. (Battisti & Williamson, 2012)

Johtamisen tutkimusala on arvosteltu jo pitkään; ala on jäänyt veneen kyydistä eikä tutkimusala ole pysynyt mukana tosielämän innovaatioissa, joita esiintyy organisaatioissa. Meglion ja Risbergin innoittamana Cartwright et al. (2012) toteuttivat jatkotutkimuksen yritysjärjestelyjen tutkimuksen perinteestä ja ovat yhtä mieltä Meglion ja Risbergin tutkimuksen tutkimustuloksista. Cartwright et al. mukaan yritysjärjestelyjen tutkimusala on samanlaisessa tilassa kuin yleinen johtamisen tutkimusala. Vaikka yritysjärjestelyillä on suuri merkitys yritysmaailman muovaamisessa ei akateeminen tutkimus ole pystynyt tarjoamaan sopivia ja riittäviä teorioita kyseisen tieteenalan tutkimukseen; yritystutkimuksen pitäisi keskittyä prosessinäkökulmaan tehokkuusteorioiden sijasta. Cartwright et al. tutkimus keskittyy kuitenkin tutkimusaukkojen tunnistamiseen, kun taas Meglio ja Risberg keskittyvät tarkemmin prosessinäkökulman kehittämiseen. Prosessinäkökulman lisäksi Van Teeffelen (2012) ehdottaa, että akateemisen tutkimuksen pitäisi myös keskittyä varsin nuoreen ja uuteen tieteenalaan; yrittäjien exit -suunnitelmiin ja tulevien yrittäjien entry -suunnitelmiin.

2.1.1 Tutkimusmenetelmät yritysjärjestelyjen tutkimuksessa

Yksi tärkeimmistä kysymyksistä, joka yritysjärjestelyjen tutkimukseen liittyy on miten tutkia ilmiötä, joka on yhtä aikaa, monimutkainen, paradoksaalinen, monikasvoinen, temaattinen ja moniulotteinen. Yritysjärjestelyt ovat olleet käytäntönä yritysmaailmassa jo 120 vuotta, mutta tutkimusperinteellä on vasta 60 vuoden

historia. Yritysjärjestelyjen tutkimus on vähitellen alkanut lisääntyä 1970 -luvulla, mutta vasta 1980-1990 -luvuilla se on kasvanut merkittävästi. Nykypäivänä erityisesti pörssiyrityksiin liittyviä yritysjärjestelyitä tutkitaan suurissa määrin. Tutkijat jakautuvat menetelmiensä perusteella kolmeen, riippuen tutkivatko he yritysjärjestelyitä rahoituksen, johtamisen vai strategian näkökulmasta. Cartwright et al. (2012) analysoivat yli 400 yritysjärjestelyihin liittyvää akateemista tutkimusta ja kokosivat näiden perusteella alan tutkimukseen liittyviä trendejä. Analysoiduista tutkimuksista valtaosa oli kvantitatiivisia tutkimuksia (81 %), kun kvalitatiivista (16 %) tai näiden kahden yhdistelmiä (3 %) oli huomattavasti vähemmän. Tutkimuksista 60 prosenttia keskittyi yritysjärjestelyjen strategiatutkimukseen, 34 prosenttia johtamiseen ja vain neljä prosenttia keskittyi rahoituksen näkökulmaan. Yli puolet kvantitatiivisten tutkimusten tutkimusmenetelmänä oli regressioanalyysi (53 %), kun taas keskiarvovertailua (7 %), ja korrelaatiota (1 %) käytettiin vain muutamissa tutkimuksissa. Kvalitatiivisista tutkimuksista yli puolet oli tapaustutkimuksia (53 %) ja kaksi kolmasosaa tutkimuksista oli useamman tapauksen tapaustutkimuksia (30 %).

Cartwright et al. (2012) tunnistivat seitsemän pääteemaa yritysjärjestelyjen tutkimuksessa aina 1960-luvulta nykypäivään. (1) Yritysjärjestelyt ovat vahvasti keskittyneet kvantitatiiviseen tutkimukseen ja tätä kautta tutkimusalaa dominoivat vahvasti strategiatutkimus ja numerot. (2) Perinteisiä tutkimusmenetelmiä suositetaan ja tutkijoita voidaan kuvata enemmänkin perinteikkäiksi kuin innovaattoreiksi. Kvantitatiiviset tutkimukset keskittyvät regressioanalyysiin, kun taas kvalitatiiviset tutkimukset keskittyvät yksittäisiin tapaustutkimuksiin. (3) Yritysjärjestelyjen tutkimuskenttä on usein ylivoimaisen realistinen ja niitä tutkitaan usein numeroiden eikä laadullisten muuttujien valossa. (4) Tutkimusala ei ole omaksunut kriittistä näkökulmaa, joka vaatisi punnitsevampaa aiheen käsittelyä. (5) Tutkimukset ovat usein puolueellisia kvantitatiiviselle tai kvalitatiiviselle tutkimukselle ja vain harvoin tutkimusmenetelmänä käytetään näiden kahden menetelmän yhdistelmää. (6) Tutkijoilla on pääsääntöisesti ulkoinen näkökulma yritysjärjestelyjen tutkimukseen. Cartwright et al. löysivät yli 400 akateemisesta tutkimuksesta vain kaksi toimintatutkimusta. Tutkijat tutkivat yritysjärjestelyjä näkökulmasta, jossa he eivät ole osallisena tai kokeneet itse kyseistä transaktiota eli tutkijat ovat asettautuneet puhtaasti analyttiseen rooliin ja tekevät johtopäätöksiä yritysjärjes-

telyistä, joita eivät itse ole todellisuudessa havainnoineet. Akateemisten tutkimusten rinnalla on kuitenkin esimerkiksi konsultoinnin ala onnistunut yhdistämään toimintatutkimuksen yritysjärjestelyjen tutkimusalaan. (7) Yritysjärjestelyjen tutkimus on laajalti keskittynyt kuvailuun ja vain muutama tutkimus on pyrkinyt uuden teoreettisen viitekehyksen rakentamiseen.

2.1.2 Tutkimusaukot yritysjärjestelyjen tutkimuksessa

Cartwright et al. keskittyivät tutkimuksessaan tutkimusaukkojen tunnistamiseen, kun taas Meglio ja Risberg (2010) argumentoivat, että tutkimusaukkojen täyttämisen ei ole ratkaisu yritysjärjestelyjen tutkimuksen edistämiseen. He korostavat, että tutkijoiden pitäisi harkita uudelleen tutkimusmenetelmien valinnat sekä käytetyt lähteet. Tutkijoiden tavoite löytää yhteneväinen vastaus siihen miksi yritysjärjestelyt onnistuvat tai epäonnistuivat, on Meglion ja Risbergin mielestä epäolennaista. Jokainen yritysjärjestely kun on luonteeltaan, tavoitteiltaan ja motiiveiltaan erilainen. Yksi tasoisten ja yhden ulottuvuuden kapea-alaiset tutkimukset eivät onnistu mittaamaan monimuotoisia yritysjärjestelyitä. Tämän lisäksi yritysjärjestelyihin liittyvä tutkimus keskittyy usein suorituskyvyn mittaamiseen. Kuitenkin, koska suorituskyky voidaan käsittää monella tavalla ja se tarkoittaa eri asiaa eri sidosryhmille, ei myöskään suorituskyvyn mittaaminen ole ensisijaisen tärkeää yritysjärjestelyjen tutkimuksessa.

Sen sijaan Meglio ja Risberg (2010) puhuvat prosessinäkökulman sekä uudenlaisten tutkimusmenetelmien puolesta. Valtaosa yritysjärjestelyjen tutkimuksesta keskittyy suuriin julkisesti noteerattuihin Yhdysvaltalaisiin yrityksiin ja tutkimusaineisto on pääsääntöisesti kvantitatiivista toisen käden tietoa. Yritysjärjestelyiden tutkimus keskittyy usein tilastotieteen analyysieihin ja kuten Cartwright et al. toteavat, tutkijat tekevät tilastollisesti merkitseviä löytöjä ilman kokematta alaa omin käsin. Innovatiivisimmat yritysjärjestelyjen tutkimukset tulevat Pohjoismaista 1990- ja 2000-luvuilta. Nämä tutkimukset eivät pyri selvittämään miksi asioita tapahtuu tai miten saavuttaa tehokkain suorituskyky. Ne keskittyvät tarjoamaan paremman tietoisuuden mitä organisaatioissa tapahtuu integroinnin yhteydessä ja miten ihmiset kokevat muutokset organisaatioissa.

Vuonna 2004 maailmanlaajuisesti toteutettiin yli 30 000 yritysjärjestelyä. Tämä tarkoittaa yhtä yritysjärjestelyä joka kahdeksastoista minuutti. Kuitenkin 56 prosenttia yritysjärjestelyn kokeneista johtajista raportoivat, että toteutettu yritysjärjestely voidaan katsoa epäonnistuneen verrattuna alkuperäisiin tavoitteisiin. Yritysjärjestelyjen onnistumiseen liittyykin paradoksi; ostettavan kohteen osakkeen omistajat kokevat yleensä positiivisia lyhytaikaisia tuottoja, kun taas ostaja yrityksen sijoittajat kokevat negatiivisia vaikutuksia yrityksen osakkeen arvossa yritysjärjestelyn toteutumisen jälkeen. Cartwright ja Schoenberg (2006) keskustelivat syitä paradoksiin; yritysjärjestelyjä on tutkittu aktiivisesti yli 30 vuotta, mutta kuitenkin akateemiset tutkimukset osoittavat ettei onnistuneiden yritysjärjestelyjen määrä ole lisääntynyt.

2.1.3 Yritysjärjestelyjen tutkimuksen paradoksi

Cartwright ja Schoenberg (2006) esittävät kolme todennäköisintä syytä paradoksille, miksei yritysjärjestelyjen onnistumisprosentit ole kasvaneet lukuisista akateemisista tutkimuksista huolimatta. (1) Ensimmäiseksi tutkijat esittävät oletuksen, jonka mukaan johtajat aloittavat yritysjärjestelyn syistä, jotka eivät tähtää yrityksen arvon kasvattamiseen. Tutkimukset osoittavat, että 26 prosenttia johtajista ryhtyvät yritysjärjestelyihin oman hyödyn saavuttamiseksi kuin osakkeenomistajien arvon kasvattamiseksi. (2) Toiseksi tutkijat pohtivat onko akateeminen tutkimus tavoittanut käytännön tekijät ja yritysjärjestelyjen toimintaympäristön. Toimivatko akateemiset tutkijat yhteistyössä alan tekijöiden kanssa ja onko yrityksille tarjolla käytännön tietoa tutkimustuloksista sekä niiden hyödyntämisestä, pohtivat Cartwright ja Schoenberg. (3) Kolmantena tutkijat esittävät kysymyksen onko nykypäivän akateeminen tutkimus puutteellista eli mittaavatko aikaisemmat akateemiset tutkimukset oikeita asioita ja ovatko tutkimusmenetelmät oikeita?

Cartwright et al. (2012) kritisoivat, että yritysjärjestelyjen tutkimusala on kriittisestä keskustelusta huolimatta pysynyt melko passiivisena uuden teoreettisen viitekehysten rakentamisessa. Kehitysehdotuksena tutkijat ehdottavat strategiatutkimuksen ja johtamisen alan tutkimuksen yhdistämistä, jotta tutkimukset saisivat innovatiivisemmän näkökulman. Cartwright et al. ehdottavat tutkimusmenetelmien, kuten toimintatutkimuksen, yhdistettyjen kvantitatiivisen ja kvalitatiivisen

tutkimusten sekä teorian rakentamiseen keskittyvien tutkimusmenetelmien käyttöä. Jotta yritysjärjestelyjen tutkimusala voi kehittyä Cartwright et al. ehdottavat seuraavia toimenpiteitä: (1) yksittäisistä tapaustutkimuksista siirrytään monimuotoisiin tutkimuksiin, (2) yksittäisten yritysten tutkimuksesta siirrytään verkoston tutkimukseen, (3) tutkimusmenetelmien ja teorioiden linkittämistä muilta toimialoilta sekä (4) aktiivisempaa dialogia tarvitaan tutkijoiden ja toimialan kanssa.

Meglio ja Risberg (2010) argumentoivat prosessinäkökulman puolesta, koska yritysjärjestelyt nähdään prosessina tulisi niitä tutkia myös prosessimaisesti. Tutkijat puhuvat toimintatutkimuksen ja etnografisen tutkimuksen puolesta, jossa tutkijat aistivat ympäristöä ja osoittavat inhimillisyyttä monimuotoista maailmaa kohtaan. Yritysjärjestelyt eivät ole yksittäisiä eristettyjä tapahtumia vaan niillä on pitkäaikainen vaikutus ihmiseen organisaation sisällä ja ulkopuolella. Prosessinäkökulma auttaisi tutkijoita järkeilemään yritysjärjestelyjen monimuotoista prosessia ja ymmärtämään mitä yritysjärjestelyissä todella tapahtuu, perustelevat Meglio ja Risberg.

2.2 Ulkoisten neuvonantajien käyttö pienten yritysten liiketoiminnassa

Pienet yritykset ovat merkittävässä asemassa sekä kehittyvissä, että kehittyneissä valtioissa. Euroopan unionissa pienten yritysten osuus kaikista yrityksistä on 99 prosenttia. Tämä merkitsee 100 miljoonaa työpaikkaa, joka tarkoittaa 67,1 prosenttia yksityisen sektorin työllisyydestä. Kuitenkin, koska pienillä yrityksillä on rajalliset resurssit ja yrityksen sisäinen osaaminen on rajallista turvautuvat yritykset ulkoisiin neuvonantajiin. Tutkimusten mukaan ulkoisen neuvonantajan palkkaamista ohjaavat ensisijaisesti yrityksen tarpeet, kun taas neuvonantajan käyttöä rajoittaa sen aiheuttamat kustannukset ja omistajien halu ottaa vastaan ulkoisen neuvonantajan neuvoja. (Small and Medium Practices Committee, 2010)

Useimmissa maissa yrityksillä on tarjolla suuri valikoima ulkoisten neuvonantajien palveluita. Tarjontaa on ammatillisista ja teknisistä asiantuntijoista aina yleisempiin konsultoinnin palveluihin. Tämän lisäksi yrityksillä on mahdollisuus hyödyntää myös omia sosiaalisia verkostojaan ja sidosryhmiään. Myös julkinen sektori sekä yliopistot tarjoavat omia tukipalveluitaan (Benett & Robson, 1999). Yritykset löytävät neuvonantopalvelut omasta toimintaympäristöstään. Benett ja Smith (2003) havaitsivat, että 80 prosenttia pienistä yrityksistä löytää neuvonantajan 25 kilometrin säteellä toimintaympäristöstään. Markkinoilla vallitsee vielä kuitenkin kysynnän ja tarjonnan epätasapaino; pienten yritysten neuvonantajien kysyntämäärät eivät vielä kohtaa tarjolla olevien neuvontapalveluiden kanssa (Lewis et al. 2007).

2.2.1 Ulkoisten neuvonantajien käyttömäärät

Benett ja Robson (1999) tutkimuksen tutkimustulokset osoittavat, kuinka ulkoisten neuvonantajien käyttö on lisääntynyt pienten yritysten keskuudessa; 95 prosenttia pienistä yrityksistä käyttää ulkoisia neuvonantajia, kun vuonna 1991 tehdyssä samanlaisessa tutkimuksessa vastaava luku oli 85,8 prosenttia. Ulkoisten neuvonantajien käyttö on lisääntynyt merkittävästi 1980-luvulta, joka pohjautuu pitkälti yritysten toimintaympäristön muuttumiseen ja laaja-alaisen asiantuntemuksen tarpeeseen yritysten liiketoiminnassa. Esimerkiksi Britanniassa ulkoisten neuvonantajien määrä on kaksinkertaistunut vuodesta 1981 vuoteen 1990. Ulkoi-

sen neuvonantajien käyttö liitetään usein myös menestyvään liiketoiminnan kasvuun (Bryson et al. 1997). Wren ja Storey (2002) raportoivat ulkoisten neuvonantajien käytön positiivisista vaikutuksista pienissä yrityksissä; kasvua näkyi niin myynnissä, liikevoitoissa kuin henkilöstömäärissä. Lewis et al. (2007) raportoivat myös neuvonantajien alan kasvusta ja niiden roolista pienten yritysten arvokasvussa – ulkoisilla neuvonantajilla on myös tärkeä merkitys makrotalouden talouskasvuun. Smallbone et al. (1993) havaitsivat, että 52 prosenttia Britannian yritysjohtajista kokivat ulkoisilla neuvonantajilla olevan positiivinen vaikutus myynnin lisääntymiseen ja kulujen pienentymiseen. Poikkeavia tuloksia kuitenkin myös löytyi. Van Teeffelen (2012) havaitsi tutkimuksessaan, että ulkoisilla neuvonantajilla on vain pieni merkitys yritysten ongelmien ratkaisussa.

Pienten yritysten ulkoisten neuvonantajien käyttöä on tutkittu maailmalla paljon, mutta laadukkaimmat akateemiset tutkimukset tulevat Britanniasta. Vaikka analysoidut tutkimukset ovat toteutettu Britanniassa uskovat tutkijat Benett ja Robson (1999), että tulokset ovat yleistettävissä myös muissa maissa. Yleiset toimintatavat ja kaavat on samanlaisia kehittyneissä valtioissa. Aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet, että 80-95 prosenttia pienistä yrityksistä käyttävät yhtä tai useampaa ulkoista neuvonantajaa. Yleisesti asiantuntijat hyväksyvät ulkoisten neuvonantajien merkityksen neuvojen lähteenä pienille yrityksille, mutta tutkimustuloksissa on myös eroavaisuuksia. Keeble et al. (1992) tutkimustulokset osoittavat, että käytetyimmät ulkoiset neuvonantajat ovat kirjanpitäjiä (62 %) ja pankkeja (42 %) sekä konsultteja (37 %). Curran ja Blacburn (1994) havaitsivat johdonmukaisia tuloksia käytettyjen kirjanpitäjien (74,4 %) ja pankkien (36,3 %) määrissä, mutta konsulttien (16 %) osalta tutkimustulokset poikkesivat. Britanniassa 90-luvulla tehdyissä tutkimuksissa Barclay (1994) havaitsi tutkimustuloksissaan korkeimmat kirjanpitäjien käyttömäärät (93,7 %), mutta taas muihin tutkimuksiin verrattuna yritysten käyttämät konsulttien määrät (7 %) olivat selvästi kaikkien tutkimustulosten matalimmat. Yllä esiteltyihin tutkimustuloksiin Mori (1994) ja Bank of England (1996) päätyivät poikkeaviin havaintoihin. Morin tutkimus osoittaa pienten yritysten käyttävän huomattavasti vähemmän kirjanpitäjiä (29 %) ja pankkeja (7 %), kun taas konsulttien (37 %) käyttömäärät ovat muita tutkimuksia selvästi suuremmat. Bank of Englandin mukaan pienet yritykset käyttävät vain vähän sekä kirjanpitäjiä (19 %) että konsultteja (8 %).

2.2.2 Yrittäjien suhtautuminen ulkoisiin neuvonantajiin

Lewis et al. (2007) haastattelivat yli 50 pienten yritysten omistajaa Uudessa-Seelannissa ja havaitsivat kahtiajaon omistajissa heidän suhtautumisessaan neuvonantopalveluihin. Osa omistajista keskustelee neuvonantajien kanssa säännöllisesti, aktiivisesti ja tarkoituksellisesti, kun taas osa omistajista ei asioi neuvonantajien kanssa säännöllisesti ja käyttää neuvonantajien palveluita vain ongelmatilanteissa tai erityisen mahdollisuuden syntyessä. Valtaosa vastaajista kertoi käyttävänsä ulkoisia neuvonantajia pääsääntöisesti lyhytaikaisesti ja operationaalisiin tarkoituksiin sen sijaan, että hyödyntäisivät neuvonantajia pitkäaikaiseen strategiasuunnitteluun. Vastaajat eivät myöskään olleet luoneet rutiineja neuvonantajien valitsemiseen ja neuvonantajien palkkaaminen ei kuulunut heidän jokapäiväiseen liiketoimintaan. Tutkimuksessa ilmeni mielenkiintoinen havainto, kysyttäessä yrittäjiä luettelemaan käyttämiään ulkoisia neuvonantajia he keskimäärin muistivat yli kolme ulkoista neuvonantajaa. Kun heitä pyydettiin annetulta listalta kertomaan käyttämiään neuvonantajia, he tunnistivat keskimäärin hieman alle kymmenen ulkoista neuvonantajaa. Havainto viittaa siihen, että yrittäjät eivät aina miellä käyttämiään palveluita ulkoisiksi neuvonantajiksi, kuten esimerkiksi omia verkostojaan.

2.2.3 Yrityskoon vaikutus ulkoisten neuvonantajien käyttöön

Laadukkaimpina tutkimuksina voidaan pitää Benett ja Robsonin sekä Berry ja Sweeting tutkimuksia, joihin seuraavaksi tutustutaan tarkemmin. Benett ja Robsonin (1999) tutkimusta voidaan pitää yhtenä laadukkaimpina pienten yritysten käyttämien ulkoisten neuvonantajien tutkimuksista; tutkimuksessa on poikkeavan suuri otos. Vastaajia oli 2547, josta 74 prosenttia yrityksistä työllisti 1-49 työntekijää, 22 prosenttia yrityksistä työllisti 50-199 työntekijää ja neljä prosenttia työllisti 200-499 työntekijää. Benett ja Robson havaitsivat, että markkinoita dominoivat pääasiassa specialisoituneet neuvonantajat, kuten kirjapitäjät (83 %), pankit (62 %) ja asianajajat (56 %). Seuraavaksi käytetyimmät ulkoiset neuvonantajat ovat asiakkaat (47 %), toimittajat (36 %) ja verkostot (38 %). Konsultteja (32 %) yritykset käyttivät hieman vähemmän. Konsultteja käyttivät merkitsevästi enemmän pienet (41 %) ja keskisuuret (47 %) yritykset, kun taas mikroyritykset käytti-

vät keskimääräisesti vähemmän konsultteja (20 %). Akateemisia ja valtion tarjoamia tukipalveluita pienet yritykset käyttivät keskimääräisesti vähiten. Tutkimustulokset ovat johdonmukaisia Berry ja Sweetingin tutkimuksen kanssa.

2.2.4 Luottamuksen vaikutus ulkoisten neuvonantajien käyttöön

Benett ja Robson (1999) tutkivat myös miten luottamus vaikuttaa ulkoisen neuvonantajan käyttöön. Toimialat joita arvostetaan korkean itsesäätelyn ansiosta ovat käytetyimpiä ulkoisten neuvonantajien palveluilta, kuten kirjanpitäjät, asianajajat ja pankit. Tämän lisäksi henkilökohtaisella luottamuksella näyttää olevan vaikutusta missä määrin henkilökohtaisia verkostoja hyödynnetään. Ulkoisia neuvonantajia käytetään taas vähemmissä määrin mikäli alan itsesääntely on heikompaa, jolloin myös luottamus alaa kohtaan heikkenee. Benett ja Robson perustelevat esimerkiksi konsulttien vähäisempiä käyttömääriä sillä, että ala perustuu maineeseen, suosituksiin ja brändäykseen. Matalaa luottamusta nauttii tutkimuksen mukaan myös julkisen sektorin neuvonantajat, joka näkyy tutkimuksessa vähäisissä käyttömäärissä. Tutkimuksesta voidaan tehdä johtopäätös, että yksityinen sektori dominoi ulkoisia neuvonantopalveluita, sillä 85 prosenttia käytetyistä ulkoisista neuvonantajista työskenteli yksityisellä sektorilla. Yksityisen sektorin ulkoisten neuvonantajien käyttö lisääntyy merkittävästi yrityksissä, joissa on yli 20 työntekijää. Tutkijat huomasivat myös trendin yritysten tavassa käyttää yhtä tai useampaa ulkoista neuvonantajaa. Tämän perusteella Benett ja Robson jakoivat yritykset kolmeen ryhmään: (1) ensimmäiseksi yritykset, jotka käyttävät kapealaisesti yhtä tai kahta ulkoista neuvonantajaa pääsääntöisesti yksityiseltä sektorilta, (2) toisena ryhmänä yritykset, jotka pääsääntöisesti käyttävät vain julkisen sektorin neuvonantajia ja (3) kolmantena ryhmänä yritykset, jotka käyttävät pääsääntöisesti yksityisen sektorin neuvonantajia ja vain yhtä tiettyä julkisen sektorin palvelua. Tutkimuksen tärkeimpänä kontribuutiona voidaan pitää havaintoa, että ulkoiset neuvonantajat ovat merkittävässä roolissa pienten yritysten arjessa. Kaikista tutkimukseen vastanneista pienistä yrityksistä 95 prosenttia käytti vähintään yhtä ulkoista neuvonantajaa johonkin liiketoiminnan osa-alueelle.

2.2.5 Ulkoisten neuvonantajien rooli yritysten liiketoiminnassa

Berry ja Sweeting (2006) tutkivat 140 palvelu- sekä teollisuusalan pienten yritysten ulkoisten neuvonantajien käyttöä Britanniassa. Tavoitteena oli tutkia missä määrin eri ulkoisia neuvonantajia käytetään ja mikä on ulkoisen neuvonantajan rooli pienissä yrityksissä. Berry ja Sweeting luokittelivat ulkoiset neuvonantajat kuuteen ryhmään: (1) ulkoiset kirjanpitäjät, (2) konsultit, (3) verkostot, (4) akateemiset palvelut, (5) valtion tukipalvelut sekä (6) muut. Berry ja Sweeting havaitsivat, että suurin osa pienistä yrityksistä hyödyntää kirjanpitäjiä (85 %) ja verkostojaan (79 %), kun taas vain noin reilu kolmasosa yrityksistä hyödynsi akateemisia tukiverkostoja (32 %) tai valtion tarjoamia tukipalveluita (49 %). Hieinan yli puolet otoksen yrityksistä olivat käyttäneet ulkoisen konsultin palveluita (54 %). Berry ja Sweeting tutkivat myös sitä mikä on ulkoisen neuvonantajan rooli pienissä yrityksissä. Vain pieni osa yrityksistä näki ulkoisen neuvonantajan aktiivisena osana johtoa (4,3 %), kun merkittävin neuvonantajien rooli nähtiin lakisääteisenä neuvonantajana (70 %). Kolmannes yrittäjistä katsoi neuvonantajien roolin olevan liiketoiminnan neuvonantajina johdolle (32,9 %), taloudellisina neuvonantajina (31,4 %) tai neuvonantajina yrityksen kriisitilanteissa (37,1 %).

Tutkimuksessa havaittiin myös, että ne yritykset jotka käyttivät useammin ulkoisia neuvonantajia olivat myös niitä yrityksiä jotka kasvoivat nopeimmin. Berry ja Sweeting (2006) pitävät tätä todisteena, että ulkoiset neuvonantajat antavat positiivisen kontribuution pienen yrityksen kasvulle, kuten jo aikaisemmin todettiin. Tulokset ovat johdonmukaisia Benett ja Robsonin sekä Wren ja Storeyn tutkimusten kanssa. Berry ja Sweeting tutkimus osoittaa ulkoisten neuvonantajien suurimman kontribuution liittyvän lakisääteiseen neuvonantoon, mutta myös ulkoisten neuvonantajien rooli johdon liiketoiminnan neuvonantajina, taloudellisina neuvonantajina ja neuvonantajina yrityksen kriisitilanteissa havaittiin. Tärkeänä tuloksena Berry ja Sweeting pitävät myös havaintoa, jonka mukaan pienet yritykset käyttävät vähäisesti yliopistojen tarjoamia neuvonantopalveluita. Tämä on teema, jota Berry ja Sweeting kannustava yliopistoja huomioimaan, mikäli haluat jatkossa olla osallisina pienten yritysten kasvussa.

2.3 Yritysjärjestelyjen nykytila ja tulevaisuus

Britanniassa Small Business Survey arvioi Euroopan unionin jäsenvaltioissa kolmasosan yrityksistä olevan potentiaalisia yritysjärjestelyjen kohteita seuraavan vuosikymmenen aikana (Allinson et al. 2007). Yritysjärjestelyjä jokaisessa Euroopan unionin jäsenvaltiossa toteutetaan vuosittain 3-4 prosenttia kaikista yrityksistä, joka tarkoittaa vaikutusta 1,5-2,5 prosenttiin kaikista maan työpaikoista (Van Teeffelen, 2012). Britanniassa 22 prosenttia yritysten omistajista suunnittelee myyvän liiketoimintansa eläkkeelle jäädessään, 25 prosenttia suunnittelee siirtävän yrityksensä jälkipolville ja 36 prosentilla ei ole suunnitelmia eläköitymistä varten. Yritykset joissa on työntekijöitä suunnittelevat yritysjärjestelyjä herkemmin (26 %), kuin yritykset joissa ei työntekijöitä ole (20 %). Väestörakenteen muutoksen myötä Euroopan unionissa on herätty pohtimaan yrittäjien ikääntymistä ja yritysten sukupolvenvaihdoksia. Potentiaalisten ostajien löytämistä rajoittaa mieltymys perustaa uusi yritys ostamisen sijaan. Hollannin valtionvarainministeriön toteuttaman tutkimuksen mukaan kuusi kymmenestä potentiaalisesta yrittäjästä perustaisi mieluummin uuden yrityksen, kuin ostaisi jo olemassa olevan yrityksen. (Allinson et al. 2007)

2.3.1 Yritysjärjestelyjen nykytila

Yritysjärjestelyissä kysyntää määrää pitkälti yritysten koko. Cosh ja Huges (2000) tutkimus osoittaa, että viimeisen kahden vuoden aikana vain 9 prosenttia mikroyrityksistä oli saanut ostotarjouksen, kun pienistä yrityksistä 22 prosenttia ja keskisuurista yrityksistä 26 prosenttia olivat saaneet ostotarjouksen. Tutkimuksessa on myös havaittu tasainen laskusuunta yritysten siirtämisestä jälkipolville. Sukupolvenvaihdosten sijaan muut yritysjärjestelyjen muodot ovat lisääntyneet. Allinson et al. (2007) huomauttavat näiden löydösten selittävän osaltaan syitä miksi yritysjärjestelyjen kysyntä ja tarjonta eivät kohtaa. Euroopan komissio pitää yritysjärjestelyjen epäonnistumista mahdollisena uhkana pienten yritysten tulevaisuudelle. Toteutuneiden tai suunnitteilla olevien yritysjärjestelyjen tarkkaa määrää ei kuitenkaan tiedetä ja erityisesti pienten yritysten yritysjärjestelyt jäävät pitkälti huomaamatta, koska valtiot tai kunnat eivät edellytä yritysjärjestelyiden virallista raportointia.

Van Teeffelen et al. (2005) havaitsivat, että merkittävin syy yritysjärjestelyjen epäonnistumiseen on myyjän, ostajan tai jopa molempien tiedon ja kokemuksen puute, erityisesti taloudellisissa ja yrityksen arvonmääritykseen liittyvissä kysymyksissä. Geerts et al. (2004) tutkimustulokset osoittavat keskimäärin kaksi kolmasosaa yrittäjistä kokevan ongelmatilanteita yritysjärjestelyjen toteuttamisessa. Mandl (2004) havaitsi kolme syytä, jotka johtivat yritysjärjestelyjen epäonnistumiseen: (1) yksityiskohtaisen suunnitelman puuttuminen, (2) ulkoisen neuvonantajan käytön laiminlyönti sekä (3) osapuolten tietotaidon puute. Van Teeffelen (2012) tutki tarkemmin syitä yritysjärjestelyiden epäonnistumiselle ja havaitsi Mandlin esittämien syiden lisäksi seuraavat tekijät: (4) kyvyttömyys löytää jatkaja yritykselle, (5) yritysjärjestelyn lykkääntyminen tai peruuntuminen johtuen yrittäjän tunnesiteistä yritystä kohtaan, (6) rahoituksen epäonnistuminen, (7) luottamuksen puute ostajan ja myyjän välillä sekä (8) yhteisymmärryksen saavuttaminen kauppahinnassa.

Tutkijat argumentoivat, että ostajien ja myyjien kokemuksen puute on merkittävin haaste pienten yritysten yritysjärjestelyissä (Allinson et al. 2007). Tutkimukset osoittavat, että 90 prosenttia pienten yritysten yritysjärjestelyistä toteutetaan rajallisilla ja puutteellisilla resursseilla (Van Teeffelen, 2012). Omistajat kokevat yritysjärjestelyt usein vain kerran elämässään ja vaikka julkinen sektori suosittelee ulkoisten neuvonantajien käyttöä vain 20-30 prosenttia yritysjärjestelyistä toteutetaan ulkoisen neuvonantajan avustuksella. Yrittäjät mieltävät ulkoisten neuvonantajien palkkiot usein korkeiksi ja turvautuvat heidän palveluihin usein vasta liian myöhäisessä vaiheessa, jolloin yritysjärjestelyn epäonnistumisen mahdollisuus kasvaa merkittävästi. Kuten jo luvussa 2.2 todetaan yrittäjille on tarjolla ulkoisia neuvonantajia kirjanpitäjistä juristeihin ja pankeista konsultteihin. Yritysjärjestelyjen osalta kirjanpitäjiä ja juristeja käytetään reilusti yli puolissa yritysjärjestelyistä, kun taas esimerkiksi konsultteja käytetään merkittävästi vähemmissä määrin. (Allinson et al. 2007)

2.3.2 Yritysjärjestelyjen nykytila Päijät-Hämeen alueella

Tähän asti kirjallisuuskatsauksessa on keskitytty yleisempiin maailmanlaajuisiin tutkimustuloksiin. Empiirinen tutkimus keskittyy kuitenkin paikalliseen yritykseen, joka toimii lähinnä paikallisesti lähikunnissaan, joten on tärkeää tarkastella myös paikallisia yritysjärjestelyjen tilastotietoja. Päijät-Hämeen Yrittäjät yhteistyössä Finnveran kanssa ovat tutkineet Päijät-Hämeen yrittäjien suunnitelmia yritysjärjestelyistä ja tarjoavat vuodelta 2011 uusinta tilastotietoa yrittäjien ajatuksista. Tutkimustuloksista selvisi, että jopa 42 prosentilla Päijät-Hämeen yrittäjistä on edessä yritysjärjestely seuraavan viiden vuoden sisällä, joista 17 prosentin osalta ennakoitaan yritysjärjestelyn tapahtuvan jo seuraavaan kahden vuoden sisällä. Noin puolet yrittäjistä arvioi ettei yritysjärjestely ole ajankohtainen seuraavan viiden vuoden sisällä, kun taas viisi prosenttia vastaajista oli toteuttanut yritysjärjestelyn yrityksessään kuluneen kolmen vuoden aikana. Tutkimustulokset olivat linjassa myös akateemisten tutkimusten kanssa. Yksinyrittäjät eivät suunnittele yritysjärjestelyä yhtä todennäköisesti, kuin yritykset joilla on työntekijöitä. (Päijät-Hämeen Yrittäjät & Finnvera, 2011)

Merkittävin syy yritysjärjestelyn toteuttamiselle on yrittäjän eläkkeelle siirtyminen (76 %). Muita syitä yritysjärjestelyille tutkimuksessa todettiin olevan yrittäjän siirtyminen palkansaajaksi, uuden yrityksen perustaminen, yritystoiminta ei ollut tarpeeksi kannattavaa tai yrittäjä on kokenut yrittämisen liian raskaaksi. Viiden vuoden sisällä 19 prosenttia yritysjärjestelyä ennakoivat yrittäjät aikovat lopettaa liiketoiminnan kokonaan, kun 81 prosenttia suunnittelee sukupolvenvaihdosta tai yritystoiminnan myyntiä. Yritystoiminnan lopettamista myynnin sijaan suunnitellaan, koska yritystoiminta on yrittäjän henkilökohtaisen osaamisen varassa, yritykselle ei ole löytynyt jatkajaa tai yritystoiminta on ollut kannattamatonta. Jatka ja yritystoiminnalle löytyy 40 prosentille yrityksistä, kun 60 prosenttia yrityksistä on vielä ilman jatkajaa. Jatkajaksi suunnitellaan pääsääntöisesti perheenjäsentä tai sukulaista, mutta myös toista osakasta, työntekijää tai ulkopuolista henkilöä pidetään vaihtoehtoina. (Päijät-Hämeen Yrittäjät & Finnvera, 2011)

Tutkimuksessa tutkittiin myös mitä toimenpiteitä yrittäjät suunnittelevat toteuttavansa yritysjärjestelyn edistämiseksi ja miten he suhtautuvat neuvonantajiin. Noin

neljäs yrittäjistä on suunnitellut hakevansa ulkoisen neuvonantajan palveluita sekä tekevänsä suunnitelman yritysjärjestelyille. Alle kymmenen prosenttia oli etsinyt aktiivisesti jatkajaa ja vain kaksi prosenttia oli laittanut yrityksensä myynti-internetsivuille. Kymmenen prosenttia yrityksistä oli osallistunut tuettuun viestinvaihtokoulutukseen. Kuitenkin yli puolet yrittäjistä ilmoittivat etteivät ole ryhtyneet minkäänlaisiin konkreettisiin toimiin yritysjärjestelyn edistämiseksi. Ulkoisista neuvonantajista yrittäjät aikoivat olla yhteydessä yritysjärjestelykonsultteihin (30 %), kirjanpitäjiin (39 %) sekä paikallisiin neuvonantopalveluihin kuten ELY-keskukseen (28 %) ja Finnveraan (8 %). Ensisijaisesti yrittäjät kaipaivat ulkoisten neuvonantajien apua jatkajan löytämiseen (48 %), arvonmäärittämiseen (48 %), rahoitukseen (33 %), verokysymyksiin (39 %) sekä sopimuksien tekoon (28 %). Suurin osa yrittäjistä kokivat ensisijaisesti kaipaavansa henkilökohtaista neuvontaa ulkoiselta neuvonantajalta. (Päijät-Hämeen Yrittäjät & Finnvera, 2011)

Tutkimuksessa viisi prosenttia oli toteuttanut yritysjärjestelyn viimeisen kolmen vuoden aikana. Jatkajaksi oli valikoitunut 40 prosentissa yritysjärjestelyistä perheenjäsen tai sukulainen. Yrityksen osakas oli ollut jatkajana 19 prosentissa tapauksista, yrityksen työntekijä 15 prosentissa tapauksista ja ulkopuolinen yritys tai henkilö 26 prosentissa tapauksista. Yrittäjät jotka vastasivat kaivanneensa apua yritysjärjestelyssä vastasivat ennen kaikkea kokeneensa tarvetta henkilökohtaiselle neuvonnalle. Yrittäjistä jotka olivat turvautuneet ulkoiseen neuvonantajaan käyttivät kirjanpitäjiä (41 %), yritysjärjestelykonsultteja (44 %), Finnveraa (41 %) sekä ELY-keskusta (48 %). (Päijät-Hämeen Yrittäjät & Finnvera, 2011)

2.4 Ulkoisten neuvonantajien käyttö yritysjärjestelyissä

Vuoden 2001 jälkeen pääsääntöisesti kaikissa pörssiyhtiöiden yritysjärjestelyissä on ollut mukana ulkoinen neuvonantaja (DeMong et al. 2011), kun pienet yritykset ovat käyttäneet ulkoisia neuvonantajia vain 20-30 prosentissa yritysjärjestelyissä (Allinson et al. 2007). Akateemiset tutkimukset ovat jo useamman vuosikymmenen ajan tutkineet ulkoisten neuvonantajien roolia yritysjärjestelyissä. Pääsääntöisesti tutkimukset ovat kuitenkin keskittyneet suuriin yrityksiin ja pörssiyhtiöihin. Pienet yritykset ovat jääneet vähälle huomiolle osittain syystä, että yritykset eivät ole julkisesti noteerattuja eikä toteutuneista yritysjärjestelyistä ole kattavia arkistoja tai tilastotietoja. Tämä vaikuttaa osaltaan luotettavan tiedon keräämiseen ja pienten yritysten yritysjärjestelyjen tutkimiseen. Pörssiyhtiöiden perusteella saatuja tutkimustuloksia ei kuitenkaan voida suoraan yleistää myös pieniin yrityksiin, sillä yrityksen koolla on merkittäviä vaikutuksia yritysjärjestelyissä ja varsinkin esimerkiksi yrityksen arvonmäärittämisessä. Pörssiyhtiössä johtajien ja päälliköiden rooli aiheuttaa erillisiä agenttiongelmia, kun taas pienissä yrityksissä johtaja ja omistaja ovat usein yksi ja sama henkilö. Pienten yritysten yritysjärjestelyissä ulkoisien neuvonantajien rooli korostuu, sillä usein pienten yritysten johtajilla ei ole kokemusta aikaisemmista yritysjärjestelyistä. (Van Teeffelen, 2011)

Yritysjärjestelyt ovat monimutkainen prosessi, joka vaatii laaja-alaista asiantuntemusta yritys juridiikan, verotuksen, rahoituksen ja myynnin alalta. Esimerkiksi pelkästään lakisääteiset due diligence tehtävät vaativat juridisia ja kirjanpitoon liittyviä neuvonantopalveluita. Tämän lisäksi yritysjärjestelyn onnistumiseksi tarvitaan neuvottelu- ja johtamistaitoja sekä markkinoinnillista osaamista. Pienten yritysten omistajilta puuttuu usein tietotaitoja sekä itse yritysjärjestelyjen prosessista, että prosessin eri osissa vaadittavaa ammattiosaamista. (Battisti & Williamson, 2012). Allison et al. (2007) havaitsi, että yli puolet yritysjärjestelyn kokeneista yrittäjistä kokivat yritysjärjestelyn kestävän odotettua kauemmin, osoittautuvan odotettua vaikeammaksi, maksavan enemmän veroja kuin odottivat ja neuvotellun hinnan olevan odotettua pienempi.

Monimuotoisten yritysjärjestelyjen haasteet muodostuvat asymmetrisestä tiedosta, arvonmäärittämisvaikeudesta sekä lainsäädännön ja säännösten noudattamisesta.

Johtajat joutuvat puntaroimaan neuvonantajan mainetta, yritysjärjestelyn monimutkaisuutta, toimialan erityspiirteitä sekä omaa kokemustaan valitessaan ulkoista neuvonantajaa. Pääsääntöisesti johtajilla ei ole tarpeeksi tietotaitoa viedäkseen yritysjärjestely menestyneesti alusta loppuun asti. Yritysjärjestelyn monimuotoisuudesta ja johtajan epävarmuudesta johtuen yritys voi päätyä valitsemaan myös useamman ulkoisen neuvonantajan. Tutkimukset osoittavat esimerkiksi investointipankkien markkinaosuuden olevan positiivisesti riippuvainen yritysjärjestelyjen määrästä. Ulkoisen neuvonantajan valintaprosessi on yhteinen päätös asiakkaan ja neuvonantajan välillä. Samalla kun asiakas valitsee neuvonantajan, puntaroi neuvonantaja päätöstä ryhtyä kyseisen yritysjärjestelyn neuvonantajaksi. (DeMong et al. 2011)

Yritysjärjestelyjen toimikenttä

Yritysjärjestelyjen toimikenttään liittyy useita toimijoita sekä tekijöitä, jotka kaikki osaltaan vaikuttavat yritysjärjestelyjen monimuotoisuuteen sekä yritysjärjestelyjen mahdollisuuteen onnistua. Makrotasolla yritysjärjestelyihin vaikuttavat markkinaolosuhteet ja yleinen taloustilanne. Yritysjärjestelyt toteutetaan vallitsevien vero- ja sopimuslakien ja säädösten puitteissa. Markkinoilla toimii neljä päätoimijaa, jotka ovat (1) ostajan ja (2) myyjän lisäksi (3) ulkoiset neuvonantajat ja (4) rahoituslaitokset. Pankit ovat suurin rahoituksen lähde pienillä yrityksille Euroopan unionissa. Tämä näkyy muun muassa siinä, että rahoituslaitoksen kieltävä päätös yrityksen rahoitukselle on yksi merkittävimmistä syistä yritysjärjestelyiden epäonnistumisille. (Van Teeffelen, 2012)

Battisti ja Willamson (2012) tarjosivat tutkijoiden Meglio ja Risbergin kaipaaman prosessinäkökulman pienten yritysten yritysjärjestelyjen tutkimiselle. He tutkivat 39 toteutunutta yritysjärjestelyä Uudessa-Seelannissa ja niihin liittyviä eri prosessin vaiheita sekä prosessin eri vaiheisiin liittyviä ulkoisia neuvonantajia. Battisti ja Willamson havaitsivat, että eri ulkoisten neuvonantajien käyttö vaihtelee pienten yritysten yritysjärjestelyissä riippuen yritysjärjestelyn vaiheesta ja tarvittavista toimenpiteistä. Esimerkiksi johdon konsultteja käytetään valmistelemaan yritystä itse muutokseen, kun taas esimerkiksi juristeja käytetään pääsääntöisesti vain sopimuksentekovaiheessa. Yritysvälittäjät työskentelevät usein pienten omistajave-

toisten yritysten kanssa, kun taas kirjanpitäjät työskentelevät vaihtelevasti kaikkien toimialojen kanssa.

2.4.1 Ulkoisten neuvonantajien viitekehys yritysjärjestelyissä

Van Teeffelen (2011) tutki ulkoisten neuvonantajien hyötyä pienten yritysten yritysjärjestelyissä kahdesta näkökulmasta; agenttiteorian sekä resurssiperusteisen näkökulman kautta. Agenttiteoria ennustaa ettei agenttien tekemät toimenpiteet edusta aina päämiehen hyödyn maksimointia. Agenttiteoriaa on sovellettu yritysjärjestelyihin; yritysjärjestelyjen neuvonantajat pyrkivät asettamaan itsensä hyödylliseen asemaan, joka näkyy asiakkaalla suurissa vaihtokuluissa. Agenttiteoria siis ennustaa ulkoisilla neuvonantajilla olevan negatiivinen vaikutus yritysjärjestelyihin. Resurssiperusteinen näkökulma sen sijaan ennustaa positiivisia vaikutuksia ulkoisten neuvonantajien käytössä. Ulkoinen neuvonantaja mahdollistaa yritysjärjestelyn osapuolelle arvokkaan ja harvinaisen resurssin sekä kokemuksen yritysjärjestelyjen asiantuntemuksesta. Tämä ainutlaatuinen resurssi mahdollistaa yrittäjälle keinon selviytyä yritysjärjestelyjen haasteista tavalla, jota muilla markkinoilla toimijoilla ei välttämättä ole.

Agenttiteoriaa tukee useampi akateeminen tutkimus, mutta aihetta on tutkittu pääsääntöisesti vain pörssiyritysten näkökulmasta (Kesner et. al 1994). Sen sijaan pienten yritysten osalta agenttiteoriaa ja yritysjärjestelyitä on tutkittu vain vähän. Tutkijat eivät ole yhtä mieltä soveltuuko agenttiteoria vain resurssiperusteinen teoria paremmin kuvaamaan ulkoisten neuvonantajien käyttöä yritysjärjestelyissä. Osa tutkimustuloksista tukee agenttiteoriaa, kun taas toiset resurssiperusteista teoriaa. Agenttiteoriaa tukee tutkimustulokset, jotka viittaavat ulkoisten neuvonantajia ohjaavan oman edun tavoittelu yritysjärjestelyissä. Resurssiperusteista näkökulmaa taas tukee tutkimustulokset, joiden mukaan ulkoinen neuvonantaja vähentää tiedon asymmetriaa ostajan ja myyjän välillä sekä auttaa yrityksen arvonnäytöksessä sekä myyntineuvotteluissa. Erityisesti pienten yritysten keskuudessa on suuri tarve asiantuntemukselle, jota ei välttämättä yrityksen sisältä löydy. Van Teeffelen (2011) huomauttaa, että agenttiteoriaa tukevissa tutkimustuloksissa on syytä huomioida myös vaihtoehtoisia selityksiä. Tutkimuksissa käytetyissä tietokannoissa ei ole määritelty neuvonantajien osaamistasoa tai sitä, että kuka

tahansa voi kutsua itseään yritysjärjestelyjen asiantuntijaksi. Tutkimukset eivät usein myöskään huomioi missä vaiheessa ulkoinen neuvonantaja on otettu mukaan yritysjärjestelyyn. Juristit ja pankit otetaan mukaan usein vasta sopimuksen tekovaiheessa, jolloin neuvonantajalla ei ole ollut mahdollisuutta vaikuttaa yritysjärjestelyn suunnitteluvaiheeseen. Kolmanneksi voidaan myös esittää kysymys, ovatko yritysjärjestelyjen osapuolet kuunnelleet ja noudattaneet ulkoisen neuvonantajan neuvoja. Nämä kaikki ovat seikkoja, jotka ovat saattaneet vaikuttaa yritysjärjestelyn epäonnistumiseen vaikka ulkoinen neuvonantaja olisi ollut osana yritysjärjestelyprosessia.

Agenttiteorian näkökulma

Kesner et al. (1994) ovat tutkineet tarkemmin agenttiteorian ilmenemistä pörssi-yhtiöiden yritysjärjestelyissä. Kuten jo luvun alussa mainittiin pörssi-yhtiöt käyttävät lähes poikkeuksetta ulkoisia neuvonantajia yritysjärjestelyissä. Kesner et al. arvioi varovaisesti, että Yhdysvaltojen yritysmaailma olisi kooltaan vain puolet nykyisestäään ilman asianajajia, pankkeja ja kirjapitäjiä. Tämä tieto osaltaan antaa kuvan, kuinka merkittävä rooli ulkoisilla neuvonantajilla on yritysjärjestelyjen osalta. Yritysjärjestelyihin liittyy osapuolia, kuten ostaja/myyjä (päämies) sekä ulkoisia neuvonantajia (agentti), ja kuten missä tahansa päämies-agentti suhteessa konflikteja voi ilmetä. Hyvänä esimerkkinä voidaan pitää tilannetta, jossa ulkoiselle neuvonantajalle maksetaan pelkästään tehtyjen työtuntien perusteella kunnes yritysjärjestely toteutuu, jolloin neuvonantaja saa ennalta sovitun usein prosentuaalisen palkkion. Vastaavanlaisissa tilanteissa on selvää, että neuvonantaja pyrkii saattamaan yritysjärjestelyn loppuun asti saadakseen palkkionsa, vaikka ratkaisu ei olisi päämiehelle optimaalinen. Agenttiteorian puolesta puhuvat argumentoivat, että ulkoiset neuvonantajat pitäisi nähdä neuvottelutilanteessa erillisenä osapuolena päämiehen edustajan sijaan.

Kesner et al. (1994) tutkivat 77 toteutunutta yritysjärjestelyä ja havaitsivat, että neuvonantajien ansaitsemat palkkiot ovat positiivisesti riippuvaisia asiakkaiden saamiin premioihin yritysjärjestelyn lopputuloksena. Neuvonantajien palkkiot ovat siis korkeita, kun maksetut premiot ovat korkeita ja kun premiot ovat pieniä samoin ovat myös palkkiot. Neuvonantajien palkkiot kasvoivat yritysjärjestely-

lyn arvon kasvaessa, kun taas valvonnan lisääntyessä neuvonantajien palkkiot laskivat. Kesner et al. argumentoivat, että vaikka korkeampi preemio on myyjälle positiivinen asia, antaa se myös signaalin eturistiriidasta agentin ja päämiehen välillä. Tulokset ovat linjassa agenttiteorian kanssa ja konflikteja voi syntyä, koska neuvonantajilla ei ole osuutta edustamassaan yrityksessä eivätkä he vastaa yritysjärjestelyjen pitkäaikaisista vaikutuksista toteavat Kesner et al. Päämies-agentti-ongelmia voidaan vähentää tehokkailla sopimuksilla ja palkkiorakenteilla. Vaikka päämies-agentti-ongelma usein tiedostetaan, eivät johtajat ja omistajat välttämättä erityisesti keskity mahdollisten konfliktien minimoimiseen. Syitä tähän on useita: (1) ensimmäiseksi suurien pörssiyritysten yritysjärjestelyissä neuvonantajien palkkiot ovat prosentuaalisesti hyvin pieniä vaikka rahamääräiset palkkiot olisivatkin suuria. Tämä ei anna neuvonantajille kannustinta käyttää ylimääräistä aikaa palkkioneuvotteluihin tai sopimuksen laatimiseen. (2) Toiseksi, koska yritysjärjestelyt usein kasvattavat yritysten kokoa ja parantavat johtajien työllisyysmahdollisuuksia sekä palkkioiden määriä, on heillä kannustin saada yritysjärjestely toteutumaan vaikka sen toteutuminen tarkoittaisi suurempia preemioita itse yritykselle. (3) Kolmanneksi vaikka johtajien tulisi neuvotella neuvonantajien palkkioista eivät he sitä halua tehdä, koska ovat riippuvaisia ulkoisten neuvonantajien neuvoista ja palveluista. Kesner et al. tulevatkin siihen johtopäätöksen, että loppupelissä johtajat ja omistajat ovat vastuussa yritysjärjestelyn toteutumisesta ja onnistumisesta. Näin ollen he ovat ne, jotka tekevät lopulliset päätökset ulkoisten neuvonantajien sijaan.

Resurssiperusteinen näkökulma

Ulkoisten neuvonantajien hyöty liittyy heidän kykyyn kerätä ja käsitellä tietoa: (a) neuvonantaja pystyy kohdentamaan osto- ja myyntitarjouksia, (b) pienentämään informaation asymmetriaa osapuolten välillä sekä (c) sekä tuomalla teknistä osaamista, joka lisää yritysjärjestelyjen tehokkuutta. Ulkoisilla neuvonantajilla on asiantuntemus selvittää yritysjärjestelyjen ongelmista, jotka kokemattomat saattavat nähdä esteinä. (Kesner et al. 1994)

Resurssiperusteisen näkökulman mukaan ulkoista neuvonantajaa ei tarkastella eturistiriita näkökulmasta vaan ulkoisien neuvonantajien tarjoamista hyödyistä eli

resursseista. Tarkastelukohteena ovat kriittiset resurssit, joiden avulla yritys pystyy suoriutumaan, selviytymään ja kilpailemaan toimintaympäristössään. Resurssit mielletään olevan usein fyysisiä, taloudellisia, organisaationalisia ja ihmisluonteisia. Yrityksen strategisia resursseja ovat kaikki toiminnot, jotka ovat harvinaisia, arvokkaita, jäljittelemättömiä, ei vaihdettavissa olevia ja yrityskohtaisia. Monet tutkimukset tukevat väitettä, jonka mukaan strategisilla resursseilla ja yrityksen suorituskyvyllä on vahva positiivinen yhteys. Mitä ainutlaatuisempi ja harvinaisempi resurssi, sitä suurempi vaikutus sillä on yrityksen suorituskykyyn. Tutkimukset osoittavat, että esitetty väite pitää paikkaansa niin pienten yritysten kuin pörssiyhtiöiden osalta. Taloudellisesta näkökulmasta henkinen pääoma on yhtä tärkeä resurssi ja siihen on yhtä tärkeää investoida kuin fyysisiin resursseihin kuten esimerkiksi maahan, tehtaisiin ja koneisiin. Tutkimukset osoittavat henkisen pääoman ja aineettoman omaisuuden välillä olevan voimakkaampi yhteys yrityksen suorituskyvyn kanssa kuin aineellisella omaisuudella. Tämä tukee myös näkökulmaan, jonka mukaan yrittäjille tarjolla olevat ulkoisten neuvonantajien palvelut voidaan nähdä yrityksen suorituskykyä parantavana resurssina. (Van Teeffelen, 2011).

Resurssiperusteisella näkökulmalla pystytään perustelemaan miksi pienet yritykset hakevat ulkoisten neuvonantajien palveluita. Yritysjärjestelyjen ammattitaidon puute pienissä yrityksissä korostaa pienten yritysten tarvetta päästä käsiksi kyseisiin resursseihin ulkoisten neuvonantajien avulla. Ulkoiset neuvonantajat ovat siis potentiaalinen kilpailuedun lähde pienille yrityksille yritysjärjestelytilanteissa. Teoreettiset rakenteelliset aukot liittyvät myös ulkoisten neuvonantajien tarjoamaan hyötyyn. Tutkijat argumentoivat, että ostajan ja myyjän välillä on rakenteellisia aukkoja, joita ulkoinen neuvonantaja pystyy paikkaamaan ja muodostamana ostajan ja myyjän välillä. Ulkoiset neuvonantajat pystyvät myös tunnistamaan herkemmin tilanteita, jolloin kannattaa hyödyntää verkostoja. (Battisti & Willamson, 2012)

2.4.2 Ulkoisten neuvonantajien valinta ja tarve

Yrittäjät ovat usein kriittisiä ulkoisten neuvonantopalveluiden läpinäkyvyydestä ja epäileviä palvelun hinnan ja palvelun hyödyn välillä. Monet tutkijat, kuten Allinson et al. perustelevat juuri hintaa syyksi, jonka takia yrittäjät jättävät käyttämättä ulkoisia neuvonantajia. Lambrecht ja Pirnay (2007) kuitenkin argumentoivat, että neuvonantajan hinta ei usein ole lopullinen syy palvelun käyttämättä jättämiseen. Työntekijää kohden pienet yritykset käyttävät jopa kolme kertaa enemmän yrityksen varoja ulkoisiin neuvonantajiin kuin suuret pörssiyritykset. Todellisiksi syiksi he tunnistivat syitä, että yrittäjät eivät koe tarvetta neuvoille tai he kokevat ulkoisten neuvonantajien palveluiden käytön heikkouden merkinä.

Lambrecht ja Pirnayn (2007) mukaan ulkoisen neuvonantajan valintaan vaikuttaa neuvonantajan palkkion lisäksi neuvonantajan maine ja verkostojen suositukset neuvonantajasta. He havaitsivat, että yrittäjän koulutus ja kokemus vaikuttaa päätökseen ulkoisen neuvonantajan palkkaamisesta. Korkeammin koulutetut kääntyvät ulkoisen neuvonantajan puoleen useammin varsinkin, jos heidän tavoitteena on liiketoiminnan kasvattaminen. Lisäksi yrittäjän kokemus vaikuttaa ulkoisen neuvonantajan käyttöön. Yrittäjät joilla on alle kymmenen vuoden kokemus yrittäjyydestä käyttävät todennäköisemmin ulkoista neuvonantajaa verrattuna kokeneempiin yrittäjiin. Lewis et al. (2007) havaitsi, että nuoremmat yrittäjät hyödyntävät tarjolla olevia ulkoisia neuvonantopalveluita huomattavasti suuremmissa määrin kuin vanhemmat yrittäjät. Tämän lisäksi sukupuoli vaikuttaa ulkoisen neuvonantajan palkkaamiseen. Lambrecht ja Pirnay (2007) havaitsivat, että 27 prosenttia naisista olivat turvautuneet ulkoisen neuvonantajan palveluihin viimeisen viiden vuoden aikana, kun taas miesten keskuudessa vastaava luku oli vain 17 prosenttia. Lisäksi tutkimukset osoittavat, että yrityksen toimiala vaikuttaa ulkoisten neuvonantajien käyttöön. Teollisuusala, tukkukauppa sekä kuljetusala luottivat ulkoisiin neuvonantajiin useammin kuin vähittäiskauppa, rakennusala sekä hotelli- ja palveluliiketoiminta. Tämän lisäksi yritykset jotka halusivat laajentaa toimintaansa ulkomaille käyttivät ulkoisia neuvonantopalveluita aktiivisemmin.

Neuvonantajan valintaan kannustavia tekijöitä

DeMong et al. (2011) tutkivat yli 3600 yritysjärjestelyä Yhdysvalloissa aikavälillä 1995-2006. He havaitsivat, että vielä vuonna 1996 ulkoisia neuvonantajia oli mukana pörssiyritysten yritysjärjestelyissä 72 prosenttia, kun jo vuoden 2001 jälkeen kaikissa tutkituissa pörssiyritysten yritysjärjestelyissä oli mukana ulkoinen neuvonantaja. Yritysjärjestelyt jossa oli mukana useampia ulkoinen neuvonantaja olivat keskimääräisesti suurempia liikevaihdoltaan (33 miljardia vs. 18 miljardia) ja kauppahinnaltaan (4,8 miljardia vs. 1,2 miljardia). DeMong et al. tulivat johtopäätökseen, jonka mukaan yritys todennäköisesti palkkaa useamman ulkoisen neuvonantajan, jos: (1) ostaja on poikkeuksellisen suuri yritys, (2) kauppahinta on poikkeuksellisen suuri, (3) yritysjärjestely ei ole ystävällinen, (4) ostajalla on vähäinen kokemus aikaisemmista yritysjärjestelyistä, (5) ostettava yritys on vieraalla toimialalla, (6) vastapuoli on hankkinut useita neuvonantajia, (7) vastapuolen neuvonantajien maine on korkea ja (8) yritysjärjestely on tapahtunut vuoden 2000 jälkeen.

Yritysjärjestelyjen määrä on kasvanut viime vuosikymmenillä ja erityisesti suurissa yhtiöissä se on vakiinnuttanut asemaa osana yritysten kasvustrategiaa. Yritysjärjestelyt nähdään keinona, jonka avulla: (a) yritys voi kasvaa nopeasti hankkiakseen resursseja ja kompetensseja joita jo kilpailijoilla on, (b) kasvaa ja laajentaa yrityksen toimintaa uusille toimialoille ja maantieteellisille alueille monipuolistaakseen yrityksen aktiviteetteja sekä (c) kasvattaa yrityksen markkinaosuutta. Yritysjärjestelyt voivat olla nopea ja joustava tapa kasvattaa yrityksen resursseja ja taitoja, mutta yhtä aikaa ne ovat monimuotoisia ja monimutkaisia prosesseja. Tunnetusti monet yritysjärjestelyt epäonnistuvat ja ostajat päätyvät maksamaan suuria preemioita, jotka estävät yrityksen tasaisen talouskasvun tulevaisuudessa. Yritysjärjestelyjen monimuotoisuudesta johtuen yrityksen johto joutuu päättämään selviytyvätkö he sisäisellä tietotaidolla vai maksavatko he ulkoiselle neuvonantajalle yritysjärjestelyn toteuttamisesta. (Russo & Perrini, 2006)

Walter et al. (2008) argumentoivat, että yritykset valitsevat ulkoisen neuvonantajan sen perusteella jota pitävät laadukkaimpana. Yritykset joilla on sisäistä kokemusta ja asiantuntemusta yritysjärjestelyistä turvautuvat harvemmin ulkoisiin

neuvonantajiin (Glubov et al. 2012). Akateemisia tutkimuksia siitä miten yritykset valitsevat ulkoisia neuvonantajia ja siitä miten heidän tulisi valita ulkoisia neuvonantajia on vain kourallinen. Tutkijat esittävät kuitenkin syitä, jonka perusteella yrittäjät valitsevat ulkoisen neuvonantajan yritysjärjestelyä varten. (1) Ensimmäisenä tutkijat ovat havainneet, että ulkoisen neuvonantajan markkinaosuus on positiivisesti riippuvainen yritysjärjestelyjen määrästä, jossa he ovat toimineet neuvonantajana. (2) Toiseksi yritykset valitsivat todennäköisesti ulkoiseksi neuvonantajakseen neuvonantajan, jota he ovat käyttäneet aikaisemmin yritysjärjestelyissä tai ovat muuten hoitaneet yrityksen taloutta. (3) Kolmantena tutkijat ovat myös havainneet yritysten harkitsevan ulkoista neuvonantajaa heidän aikaisemman suorituskäytön perusteella. (Bao & Edmaus, 2007)

Bao ja Edmaus (2007) tutkivat yli 10 000 toteutunutta yritysjärjestelyä vuosilta 1980-2005. He tutkivat minkä perusteella yritykset valitsivat neuvonantajan yritysjärjestelyä varten ja minkä perusteella heidän tulisi tehdä valintansa jatkossa. Bao ja Edmaus havaitsivat, että ulkoisen neuvonantajan aikaisemman toiminnan ja suorituskäytön arviointi tulisi olla tärkein kriteeri neuvonantajaa valitessa. Kuitenkin tutkimuksessaan he havaitsivat, että asiakkaat eivät arvioi ulkoisen neuvonantajan aikaisempaa suorituskäytöä. Sen sijaan yritykset valitsevat joko tutun aikaisemmin käyttämänsä ulkoisen neuvonantajan, kun taas uudet asiakkaat pääsääntöisesti valitsevat neuvonantajakseen markkinajohtajan. Yritysten valintaprosessia ohjaa pitkälti yrityksistä julkaistut markkinaosuustaulukot, joka johtaa siihen, että neuvonantajien ei kannata valita asiakkaitaan, jotta markkinaosuustaulukot olisivat heidän osaltaan mahdollisimman positiiviset. Bao ja Edmaus kuuluttavatkin päättäjien perään; kehitystä markkinaosuuksien julkaisussa ja ulkoisten neuvonantajien rankkauksessa tarvitaan.

Yrittäjien ajatuksia ulkoisista neuvonantajista

Allinson et al. (2007) haastattelivat yli sataa yrittäjää heidän ajatuksistaan ja kokemuksistaan yritysjärjestelyjen osalta. Päinvastoin Lambrecht ja Pirnayn tutkimuksen kanssa Allinson et al. mukaan yrittäjät yleisesti kokivat ulkoiset neuvonantajat tärkeiksi omasta kokemuksen puutteesta johtuen. Myös yrittäjät, jotka olivat kokeneet aikaisemman yritysjärjestelyn kokivat samoin, sillä lakien ja säädös-

ten muuttuminen on saattanut vanhentaa heidän osaamistaan. Haastattelujen perusteella selvisi, että kirjanpitäjät ja juristit ovat harvoin kuitenkaan asiantuntijoita juuri yritysjärjestelyissä ja tämä oli johtanut viivästyksiin järjestelyjen toteutuksessa. Yksinkertaisissa ja pienissä yritysjärjestelyissä yrittäjät pääsääntöisesti kuitenkin käyttivät tuttuja juristeja ja kirjanpitäjiä. Sen lisäksi, että he tunsivat ulkoisen neuvonantajan etukäteen, he ajattelivat säästävänsä kuluissa, joita yritysjärjestelyihin erikoistunut neuvonantaja olisi lisännyt.

Ulkoisia neuvonantajia valitessaan yrittäjät kokivat heillä olevan kaksi vaihtoehtoa. Palkkaamalla paikallisen neuvonantajan he saisivat kokeneemman seniori neuvonantajan, kun taas suurten kaupunkien suurista neuvonantaja yrityksistä he todennäköisesti saisivat juniori neuvonantajan. Yrittäjät kokivat, että usein juristit aiheuttivat viivästyksiä yritysjärjestelyissä due diligence -tehtävien johdosta, joista ei usein yrittäjälle ollut kerrottu etukäteen. Pääsääntöisesti yrittäjät ovat määritelleet vain epämääräisen aikataulun ja yllättävät ongelmat viivästyttävät yritysjärjestelyn toteutumista. Haastatelluista yrittäjistä vain muutama oli käyttänyt ulkoisia neuvonantajia. He ilmaisivat kyynisyyttä ulkoisten neuvonantajien todellista hyötyä kohtaan yritysjärjestelyjen toteuttamiseen ja neuvonantajalle etukäteen maksettavia palkkioita kohtaan. Osa yrittäjistä ilmaisi huoleensa siitä, ettei yleisellä neuvonantajalla ole asiantuntemusta juuri tietystä toimialasta tai maantieteellisestä alueesta. (Allinson et al. 2007)

Haastateltavat kertoivat suhtautuvansa ulkoisiin neuvonantajiin myönteisemmin mikäli ulkoisilta neuvonantajilta vaadittaisiin valtion myöntämä toimilupa. Yrittäjät ilmaisivat epävarmuutensa myös pankkeja kohtaan. He kokivat pankkien antamat arvonmääritykset matalammiksi kuin muiden asiantuntijoiden ja kokivat epäluottamusta pankkia kohtaan, koska pankkien intressi on yleensä riskienhallinta. Useimmat yrittäjät myönsivät ettei heillä ole erityistä exit -suunnitelmaa yrityksen lopettamisen tai myynnin varalle. Jos yrittäjät olivat kokeneet yritysjärjestelyn aikaisemmin, oli sen kimmokkeena usein ollut henkilökohtaiset olosuhteet strategisen suunnitelman sijasta. Kuten Allinson et al. (2007) totesivat yrittäjillä on mahdollisuus valita suuren yrityksen tai pienemmän paikallisen yrityksen tarjoamien neuvontapalveluiden välillä. Song ja Wei (2009) havaitsivat suurien neuvonanto yritysten markkinaosuuden laskeneen viime vuosien aikana, kun taas

pienempien putiikkiluonteisten neuvontapalveluiden kasvattaneen markkinaosuuttaan. Song ja Wei tutkivat milloin yritykset turvautuvat pienempiin neuvonantopalveluita tarjoaviin yrityksiin ja milloin taas suuriin markkinajohtajiin. Tutkimuksessaan he havaitsivat putiikkineuvonantajien olevan kokeneita ja ammattitaitoisia sekä itsenäisiä, mutta pienempiä ja eivät niin monipuolisia kuin suuret yritykset. Suurilla neuvonanto yrityksillä on taas laajemmat resurssit ja monipuolisempi ammattitaitoa, mutta ne kohtaavat useammin eturistiriitatilanteita. Song ja Wei havaitsivat, että yritysjärjestelyn koko vaikuttaa neuvonantajan valintaan. Putiikkineuvonantajia käytetään todennäköisemmin kuin yritysjärjestely on kooltaan pienempi. Putiikkineuvonantajat ovat usein edullisempi vaihtoehto kuin suuret markkinajohtajat. Ostaja -osapuolen käyttäessä putiikkineuvonantajaa Song ja Wei havaitsivat positiivisia vaikutuksia yritysjärjestelyn toteutumisessa. Tutkimustulokset osoittavat, että osa yrityksistä arvostavat putiikkineuvonantajia erityisesti heidän kyvystään tehdä arvonmääryksiä sekä heidän riippumattomuutensa vuoksi.

2.4.3 Ulkoisten neuvonantajien hinta

Russo ja Perrini (2006) tutkivat yli 1300 pienten sekä suurten yritysten yritysjärjestelyä Euroopassa vuosilta 1988-1997 ja ryhmittelivät ne kahteen luokkaan sen mukaan oliko yritysjärjestelyssä mukana ulkoinen neuvonantaja vai ei. Tutkijat taulukoivat yrityksen omanpääoman arvon sekä yritysjärjestelyn kokonaisarvon. Näiden kahden luvun perusteella he laskivat preemion yrityksen arvon ja sovitun kauppahinnan välille. Mitä suurempi preemio sitä suurempi kauppahinta on ollut yrityksen arvoon nähden. Yritykset jakautuvat näihin kahteen ryhmään melko tasaisesti, mutta keskimääräinen kauppahinta on yli kolme kertaa suurempia kaupoissa, jossa neuvonantaja on ollut mukana kuin kaupoissa joissa ei neuvonantaja ole palkattu hoitamaan yritysjärjestelyä.

Russo ja Perrini (2006) laskivat myös molemmille ryhmille keskimääräiset preemiot. Yritysjärjestelyt, jossa ei ole ollut mukana neuvonantajaa ovat keskimäärin maksaneet kahdeksan prosentin preemion, kun taas yritysjärjestelyt, jossa mukana on ollut neuvonantaja ovat maksaneet yli 52 prosentin preemion. Russo ja Perrini tekevät johtopäätöksen, jonka mukaan preemio on hinta, jonka yritykset ovat

maksaneet ulkoisesta neuvonantajasta. Tämän mukaan yritykset olisivat maksaneet 44 prosenttiyksikön verran suuremman preemion ja tämä olisi neuvonantajan hinta. Russo ja Perrini eivät kuitenkaan huomioi muita tekijöitä, jotka voisivat vaikuttaa korkeampaan preemioon sekä näkökulmaa, jossa korkeampi preemio on myyjä -osapuolelle positiivinen asia. Russo ja Perrini tulevat lopputulokseen, jonka mukaan neuvonantajan palkkaaminen kannattaa tilanteissa, jossa yritysjärjestelyä ei toteuteta osapuolten yhteisymmärryksessä tai yritysjärjestely on monikanallinen. Johtopäätökset ovat johdonmukaiset DeMong et al. kanssa ja tutkimustulokset tukevat agenttiteoriaa.

Ulkoisten neuvonantajien markkinat

Kuten jo aikaisemmin tässä luvussa on keskusteltu on ulkoisten neuvonantajien rooli merkittävä pörssiyritysten yritysjärjestelyissä. Walter et al. (2005) esittävät, että pelkästään Yhdysvaltojen yritysjärjestelyjen arvon vuonna 2003 olleen 435 miljardia dollaria, joista ulkoisia neuvonantajia on ollut läsnä 386 miljardin euron arvosta. Ulkoisten neuvonantajien roolia pörssiyritysten keskuudessa tukee myös väite, jonka mukaan vuonna 2003 neuvonantajat ansaitsivat palkkioillaan 596 miljoonan dollaria. Vuonna 2007 yritysjärjestelyt kokivat aikansa suurimman kasvun ja yritykset käyttivät maailmanlaajuisesti 4,5 biljoonaa dollaria yritysjärjestelyihin. Investointipankit toimivat 85 prosentissa tapauksista neuvonantajina ja ansaitsivat maailmanlaajuisesti yli 39 miljardia palkkioina. Pelkästään Yhdysvalloissa tämä tarkoittaa 2,1 biljoonan dollarin yritysjärjestelyjen arvoa, joka vastaa 15 prosenttia maan bruttokansantuotteesta. Vielä vuonna 2005 yritysjärjestelyiden arvo Yhdysvalloissa arvioitiin olevan vain 10 prosenttia maan bruttokansantuotteesta. (Golubov et al. 2012)

Ulkoisen neuvonantajan palkkion ja laadun yhteys

Walter et al. (2005) tutkivat yli 150 000 yritysjärjestelyä Yhdysvalloista vuosilta 1980-2003. Tutkimuksessa ulkoiset neuvonantajat rankattiin järjestykseen sen mukaan minkä verran tulevia yritysjärjestelyjä he raportoivat ja neuvonantajia verrattiin rankkauksen perusteella heidän saamiinsa palkkioihin. Tutkimuksessa havaittiin, että neuvonantajien palkkioista maksetaan laatupremio. Neuvonantajat

joilla on enemmän kokemusta yritysjärjestelyistä ansaitsevat myös suurempia palkkioita. Tutkimus tukee myös väitettä, jonka mukaan neuvonantajien palkkiot korreloivat positiivisesti yritysjärjestelyiden arvoa. Walter et al. eivät kuitenkaan löytäneet todisteita väitteelle, jonka mukaan laadukkaampi neuvonantaja pystyisi todennäköisemmin viemään yritysjärjestelyn onnistuneemmin alusta loppuun asti. Sen sijaan laadukkaampien neuvonantajien huomattiin pystyvän hoitamaan yritysjärjestely huomattavasti nopeammin kuin muut neuvonantajat. Tutkimustuloksista ei myöskään löytynyt viitteitä sille, että laadukkaammat neuvonantajat pystyisivät tuottamaan asiakkaalleen poikkeuksellisen suuria preemioita.

Aikaisemmat tutkimukset ovat kuitenkin osoittaneet myös poikkeavia tuloksia. McLaughlin (1992) osoitti tutkimustuloksillaan, että alemman tason ulkoiset neuvonantajat voivat itse asiassa ansaita suurempia palkkioita kuin laadukkaammat ulkoiset neuvonantajat. Tutkimustuloksista ei myöskään löydy todisteita väitteelle, että laadukkaammat ulkoiset neuvonantajat ansaitisivat suhteessa korkeampia palkkioita kuin alemman tason neuvonantajat. McLaughlin tutkimukset ovat peräisin 1990-luvun alkupuolelta, kun taas uudemmat tutkimukset ovat yhdenmukaisia Walter et al. kanssa. Esimerkiksi Rau (2000) havaitsi laadukkaampien neuvonantajien ansaitsevan suurempia palkkioita alemman tason neuvonantajiin verrattuna. Muutaman vuoden myöhemmin Hunter ja Jagtiani (2003) löysivät yhdenmukaisia tutkimustuloksia Raun kanssa. Cole et al. (2010) uusimmat tutkimustulokset tukevat myös jo edellä mainittuja. Cole et al. havaitsivat neuvonantajien palkkioiden kasvan sitä mukaan, kun yritysjärjestelyn arvo kasvaa sekä neuvonantajien palkkioiden kasvavan, kun yritysjärjestelyn monimutkaisuus lisääntyy.

McLaughlin (1992) havaitsi myös epänormaalien tuottojen olevan pienempiä, kun ostaja -osapuoli käyttää laadukkaampaa ulkoista neuvonantajaa. Raun (2000) tutkimukset epänormaaleista yritysjärjestelyjen tuotoista tukevat kuitenkin taas McLaughlin tutkimustuloksia. Rau ei löydä todisteita sille, että laadukkaampi ulkoinen neuvonantaja pystyisi tuottamaan korkeampia tuottoja yritysjärjestelyn lopputuloksena. Rau havaitsi, että yritysjärjestely, jossa ulkoisena neuvonantajana on laadukkaampi neuvonantaja yritysjärjestelyjen tuotot eivät ole korkeampia kuin yritysjärjestelyt, jossa neuvonantajana on ollut alemman tason neuvonantaja. Itse asiassa Rau havaitsi, että pidemmällä aikavälillä laadukkaampia neuvonantajia

yrittäjärjestelyihin käyttäneet yritykset ovat ansainneet pienempiä tuottoja. McLaughlin (1992) perusteli tuloksia sillä, että jos ulkoisen neuvonantajan sopimukseen ei ole erikseen sovittu tuoton tavoittelusta, on neuvonantajan kiinnostus lähinnä sopimuksen loppuun viemisessä. Kyseistä väitettä tukee myös Raun (2000) havainto, jonka mukaan laadukkaammilla ulkoisilla neuvonantajilla on kyky suorittaa yrittäjärjestely nopeammin loppuun kuin muilla neuvonantajilla.

Uusimmat tutkimustulokset ovat päinvastaisia Raun, Walter et al. ja McLaughlin kanssa. Golubov et al. (2012) tutki yli 18 000 Yhdysvalloissa toteutettua yrittäjärjestelyä vuosilta 1996-2009. Golubov et al. argumentoivat korkeamman luokan ulkoisten neuvonantajien olevan yhteydessä korkeampiin tuottoihin pörssiyritysten yrittäjärjestelyissä. Korkeamman tason ulkoisilla neuvonantajilla on suuri vaikutus talouskasvuun. Yrittäjärjestelyt joihin liitetään korkeamman tason ulkoisia neuvonantajia ansaitsevat keskimäärin 1,01 prosenttia korkeampia tuottoja, argumentoiva tutkijat. Tutkimustulokset osoittavat myös näiden korkeamman tason ulkoisten neuvonantajien veloittavan korkeampia palkkioita kuin muut ulkoiset neuvonantajat. Korkeammat palkkiot tarkoittavat korkeampaa laatua argumentoivat Golubov et al. Tuloksia voidaan kuitenkin yleistää vain pörssiyrityksiin ja ne eivät pidä paikkaansa pienten yritysten keskuudessa. Tärkeimpänä tutkimustuloksena tutkijat havaitsivat, että pörssiyritysten ostaja -osapuolten kannattaa palkata korkeamman tason ulkoisia neuvonantajia kuin matalamman tason neuvonantajia. Golubov et al. argumentoivat, että laatu tarkoittaa korkeampaa preemiota ulkoisten neuvonantajien palkkiossa.

Golubov et al. tutkimus on kuitenkin vielä kovin tuore ja akateeminen maailma ei ole vielä ehtinyt tutkia ja pureskella sen tutkimustuloksia. Kyseisiin tutkimustuloksiin on siis syytä suhtautua varauksella. Van Teeffelen (2011) havaitsikin yrittäjärjestelyjen ja ulkoisten neuvonantajien tutkimuksissa useita rajoituksia. Yksi näistä liittyi neuvonantajien ammattitaidon arvioimisen vaikeuteen ja siihen, että kuka tahansa voi nimittää itseään yrittäjärjestelyjen ammattilaiseksi. Tutkimuksissa ulkoisia neuvonantajia ja heidän suorituskyykyään rankataan eri perustein, joka odotetusti voi vaikuttaa tutkimustuloksiin. Walter et al. (2008) havaitsi myös ilmiön, jonka mukaan korkeamman luokan ulkoiset neuvonantajat pyrkivät lähet-

tämään markkinoille signaaleja paremmuudestaan juuri korkeammalla hinnoittelulla.

Ulkoisten neuvonantajien palkkiot

Tutkimustulokset osoittavat markkinoiden olevan tietoisia neuvonantajiin liittyvistä kustannuksista. Markkinat yleensä reagoivat lyhytaikaisesti yritysjärjestely uutisiin (Cole et al. 2010). Ulkoisten neuvonantajien hinnoittelu vaihtelee suuresti käytetyn ulkoisen neuvonantajan perusteella sekä sen mukaan onko neuvottava yritys pieni yritys vai pörssiyritys. McLaughlin raportoi ulkoisten neuvonantajien keskimääräiseksi palkkioksi 1,29 prosenttia kaikkien vuoden 1987-1985 välillä tapahtuneiden yritysjärjestelyjen osalta. Otos sisältää sekä pienet yritykset että pörssiyritykset. McLaughlin ei löytänyt todisteita, että ulkoisen neuvonantajan palkkioilla olisi lainkaan yhteyttä yritysjärjestelyn ulkoisen neuvonantajan laadun kanssa. Allinson et al. (2007) esittää ulkoisten neuvonantajien palkkioksi pienten yritysten osalta olevan noin 5-12 prosenttia yritysjärjestelyiden arvosta. Suurilla pörssiyrityksillä yritysjärjestelyiden arvot liikkuvat usein miljoonissa ja miljardeissa, kun taas pienten yritysten yritysjärjestelyjen arvot ovat usein kymmenissä ja sadoissa tuhansissa. Osittain tästä syystä johtuen pörssiyritysten maksamat ulkoisten neuvonantajien palkkioprosentit ovat huomattavasti pienemmät vaikka toki euromääräiset palkkiot ovat huomattavasti suuremmat. Pörssiyritysten maksamat keskimääräiset palkkiot ovat noin 0,2-1 prosenttia yritysjärjestelyn arvosta (Cole et al. 2010). Song ja Wei (2009) havaitsivat, että pienemmät putiikkineuvonantajat eivät veloita ylimääräistä palkkiota erityisammattitaidostaan. Sen sijaan he veloittavat pienempiä palkkiota yritysjärjestelyjen toteuttamisesta kilpailukseen markkinajohtajien kanssa.

2.4.4 Ulkoisten neuvonantajien käytön mahdollistaminen

Van Teeffelen (2012) argumentoi, että Euroopan unionin alueella markkinat eivät ole onnistuneet järjestäytymään niin, että pienillä yrityksillä olisi sopivia ja heidän tarpeet huomioonottavia palveluita. Ongelmaksi usein muodostuu neuvonantajien oman edun tavoittelu. Esimerkiksi kirjapitäjät korostavat yrityksen tulevaisuutta ja jatkuvuutta, koska heidän etunsa on, että kirjanpitoasiakkuus pysyy heillä myös

jatkossa, kun yrityksen myynti voi usein tarkoittaa asiakkuuden menetystä. Konsultit voivat korostaa kirjanpitäjien ammattitaidon puutetta yritysjärjestelyiden osalta, koska he ovat usein merkittävin kilpailijaryhmä. Pankkiireilla on usein taas kolmas näkökulma. Yrittäjät joutuvat siis tekemään päätöksen ulkoisen neuvonantajan käytöstä hämmentävissä olosuhteissa. Van Teeffelen esittää ratkaisuja ulkoisten neuvonantajien markkinoille, jotta kysyntä ja tarjonta kohtaisivat ja pienten yritysten omistajat saisivat kaipaamiaan palveluita kohtuulliseen hintaan tulevaisuudessa.

Valtioiden ja kuntien tuki

Ensimmäiseksi Van Teeffelen (2012) perustelee kuinka valtioiden tulisi madaltaa kynnystä yrittäjien mahdollisuudelle käyttää ulkoisten neuvonantajien palveluita erilaisilla yritysjärjestelyjen tukiohjelmilla. Päätäjillä on mahdollisuus korjata markkinoiden kysynnän ja tarjonnan epätasapainoa pienentämällä yrittäjien maksamia ulkoisten neuvonantajien palkkioita, joka mahdollistaisi laajemman saataavuuden ulkoisista neuvonantajista pienyrittäjille. Esimerkiksi Italiassa valtio on jakanut alennuskuponkeja neuvontapalveluita varten sukupolvenvaihdosta suunnitteleville. Saksassa kunnat ovat tukeneet neuvontapalveluiden käyttöä maksamalla puolet ulkoisten neuvonantajien palkkioista. Neuvonantajien korkeat palkkiot johtuvat usein henkilökohtaisesta one-on-one suhteesta asiakkaan ja neuvonantajan välillä.

Monissa Euroopan unionin maissa ryhmille järjestetyissä neuvonantajien tapaamisista on saatu hyviä tuloksia. Ryhmässä yrittäjät saavat mahdollisuuden jakaa kokemuksiaan ja hyödyntää ulkoisten neuvonantajien palveluita. Tämä malli pienentää usein yrittäjien maksamia neuvonantajien palkkioita, mutta ei välttämättä pienennä ulkoisen neuvonantajan ansaitsemia palkkioita. Esimerkiksi Hollannissa myöhäiseen iltapäivään ajoitetut ryhmätapaamiset ulkoisten neuvonantajien kanssa on koettu kustannustehokkaiksi, mutta samalla arvostetuiksi tapahtumiksi. Tutkimustulosten perusteella tutkijat kaipaavat yrittäjille niin sanottuja one-stop shop palveluita, jotka tarjoavat yrityksille edullisia ja kaiken kattavia palveluita yritysjärjestelyjä varten (Van Teeffelen, 2012). Battisti ja Willamson (2012) kuitenkin argumentoivat, että nykypäivän ulkoiset neuvonantopalvelut vastaavat jo pitkälti

kaivattuja on-stop shop palveluita. Vaikka neuvonantajat eivät pystyisi tarjoamaan kaikkia palveluita itse, on heidän verkostot usein laajat, jonka kautta he pystyvät tarjoamaan asiakkailleen myös muita ulkoisia neuvonantopalveluita.

Läpinäkyvyyden lisääminen

Toisena Van Teeffelen (2012) esittää ulkoisten neuvonantajien läpinäkyvyyden, ammatillisten standardien kehittämisen ja ulkoisten neuvonantajien yhteistyön lisäämistä. Väitettään läpinäkyvyyden puutteesta Van Teeffelen perustelee esimerkiksi ulkoisen neuvonantajien internetsivuilla, joista yrittäjien on hankala löytää kaipaamaansa tietoa. Ulkoisten neuvonantajien internetsivuilta harvoin löytyy selkeää tietoa mitä palveluita ulkoinen neuvonantaja tarjoaa, mitkä ovat neuvonantajan palkkiot ja mikä on kokonaistuntimäärä palvelun suorittamiselle. Vaikka monet palvelut ovat usein neuvoteltavissa, puuttuu usein yrittäjiltä neuvotteluvoima kokemuksen puutteesta johtuen. Tämän lisäksi Van Teeffelen ehdottaa, että yritysjärjestelyjen neuvonantajat pitäisi rekisteröidä, jolloin pystyttäisiin tarkemmin valvomaan neuvonantajien osaamista, tietotaitoa, ammatillista osaamista ja laatua. Kuten Allisson et al. huomauttivat, että Euroopan unionissa tällä hetkellä kuka tahansa voi nimittää itseään yritysjärjestelyjen ammattilaiseksi. Tämän lisäksi Van Teeffelen kuuluttaa yliopistojen koulutusohjelmien uudistamisen perään. Laskentatoimen maisteriohjelmiin harvoin kuuluu kursseja yritysjärjestelyistä, vaikka usein juuri heidän ammattitaitoon luotetaan.

Yritysjärjestelyjen rekisteröinti

Kolmantena kehitysehdotuksena Van Teeffelen (2012) esittää yhdenmukaisten määritelmien kehittämistä sekä yritysjärjestelyjen rekisteröinnin lisäämistä. Tutkimukset ja lainsäädäntö pienten yritysjärjestelyjen osalta on haastava, sillä edes Euroopan unionilla ei ole selkeää määritelmää mitä tarkoitetaan yritysjärjestelyllä ja toteutuneita yritysjärjestelyitä ei rekisteröidä lainkaan. Euroopan komissio on vuonna 2002 tuonut ilmi kuinka tärkeää on julkisen rekisterin luonti toteutuneiden yritysjärjestelyjen osalta, sillä ilman kattavia rekistereitä ei yritysjärjestelyistä saada luotettavia tutkimustuloksia. Itävalta on poikkeus yritysjärjestelyjen rekisteröinnissä. Siellä julkiseen rekisteriin kerätään tiedot sekä sukupolvenvaihdoksista

että yrityskaupoista. Rekisterin perusteella Itävallassa pystytään laatimaan ennusteita talouskasvusta, toimialakohtaisia ennusteita sekä väestöennusteita mitä muut Euroopan unionin jäsenvaltiot eivät pysty tekemään. Tämän lisäksi Itävallassa pystytään arvioimaan lainsäädännön onnistumista tutkimalla onnistuneita yritys-järjestelyitä ja niihin liittyviä valtion tarjoamia tukiohjelmiä. Muut jäsenvaltiot joutuvat tällä hetkellä luottamaan vain ennusteisiin yritys-järjestelyjen määristä sekä näiden perusteella tehdyistä talouskasvun ennusteista.

3 Empiirinen tutkimus

Tähän mennessä tutkimuksessa on keskitytty aikaisempiin akateemisiin tutkimuksiin ulkoisista neuvonantajista osana yritysjärjestelyitä. Tästä eteenpäin tutkimuksessa keskitytään toteutettuun empiirisen tutkimukseen ja saatuihin tutkimustuloksiin. Luvussa 3.1 tarkastellaan valittua tutkimusmenetelmää ja aineiston keruuta. Tämän lisäksi luvussa esitellään tutkimuksen yhteistyöyritys Yritys A ja arvioidaan tutkimuksen luotettavuutta ja toistettavuutta. Luvussa 3.2 keskitytään empiirisen tutkimuksen varsinaisiin tutkimustuloksiin. Luvun alussa tutkitaan miten otos sijoittuu Suomen yritysjärjestelyjen tilastoihin sekä siihen minkälaisesta otoksesta on oikeastaan kysymys. Tämän jälkeen luvun lopussa esitellään tilastollisen tutkimuksen tulokset sekä pohditaan mitä tulokset merkitsevät käytännössä.

3.1 Tutkimusmenetelmä

Tämän Pro gradu -tutkielman empiirinen tutkimus on toteutettu syksyllä 2012. Tutkimus on toteutettu kvantitatiivisena tutkimuksena, jonka otos sisältää 104 toteutunutta yritysjärjestelyä Etelä-Suomen alueelta vuosilta 2005-2012. Kaikissa yritysjärjestelyissä on ollut mukana sama ulkoinen neuvonantaja. Tutkimusmenetelmä on valittu vastaamaan tutkimuksen tavoitteisiin ja alla oleviin tutkimusongelmiin.

(1) Mitkä tekijät vaikuttavat yritysjärjestelyn toteutuneeseen kauppahintaan?

(1a) Miten ulkoinen neuvonantaja vaikuttaa kauppahinnan muodostumiseen?

(1b) Miten eri muuttujat vaikuttavat ulkoisen neuvonantajan suoriutumiseen yritysjärjestelyssä?

3.1.1 Tutkimuksen arviointi

Tutkimuksissa pyritään välttämään virheiden syntymistä. Tämän vuoksi on tärkeää arvioida tehdyn tutkimuksen luotettavuutta. Ennen kuin siirrytään analysoimaan varsinaisia tilastollisen tutkimuksen tutkimustuloksia on tärkeää arvioida

toteutetun tutkimuksen reliabiliteettia ja validiteettia. Tutkimuksen reliabiliteetti tarkoittaa mittaustulosten toistettavuutta eli tutkimuksen kykyä antaa sattumanvaraisia tuloksia. Toisin sanoen siinä arvioidaan tutkimustulosten ristiriidattomuutta. Tutkimuksen validiteetti tarkoittaa taas tutkimusmenetelmän kykyä mitata juuri sitä, mitä on tarkoituskin mitata. Validiteettia voidaan tarkastella sekä ulkoisen että sisäisen validiteetin näkökulmasta. Sisäinen validiteetti mittaa tulkinnan sisäistä loogisuutta ja ristiriidattomuutta. Ulkoinen validiteetti merkitsee taas sitä yleistykö tulkinta muihinkin kuin tutkittuihin tapauksiin. Reliabiliteetille ja validiteetille ei kuitenkaan saa antaa liikaa painoarvoa, jotta tavoitteeksi ei lopulta muodostu vain liian konservatiivinen tutkimusmenetelmä ja riskien välttäminen. Tutkimuksen toteutuksen kuvaus ja tätä kautta tutkimuksen arviointi on kuitenkin tärkeää. Näin lukija pystyy arvioimaan, sopiiko selitys kuvaukseen eli onko selitys luotettava. (Hirsijärvi et al. 2007, 226-227; Koskinen et al. 2005, 253-257)

Pääsääntöisesti tämän tutkimuksen reliabiliteetin ja validiteetin arvioidaan olevan kunnossa. Vertailuryhmän puuttumisen sekä luokittelevien muuttujien suhteellisen pienten otosten takia tutkimustuloksia on syytä kuitenkin yleistää vain varauksella. Tutkimuksen toistettavuus on kuitenkin hyvä, sillä sama aineisto on mahdollista kerätä uudestaan ja analysoida toisen tutkijan toimesta. Tämän tutkimuksen toteutusta on arvioitu yksityiskohtaisemmin sekä luvussa 3.1 tutkimusmenetelmän ja aineiston keruun esittelyn yhteydessä kuin myös johtopäätökset luvussa 4.2 tutkimuksen kontribuution ja rajoitusten pohdinnan yhteydessä.

3.1.2 Yritys A:n esittely

Kuten jo aiemmin tässä luvussa todettiin tämä tutkimus on toteutettu yhteistyössä liikkeenjohdon konsultointiyrityksen kanssa. Tässä luvussa tutustutaan tarkemmin kyseiseen yritykseen, johon tutkimuksessa viitataan nimellä Yritys A. Yritys A on vuonna 1997 perustettu Päijät-Hämeessä toimiva viiden hengen asiantuntijaorganisaatio, joka keskittyy ulkoisiin neuvonantopalveluihin. Tällä hetkellä yrityksellä on yli 500 asiakasta. Yritys aloitti toimintansa keskittymällä taloushallinnon konsultointiin, joka johti pian myös strategiahankkeiden toteuttamiseen. Vuonna 2003 Yritys A koulutettiin ELY-keskuksen ViestinVaihto+ -tekijäksi, jonka seurauksena yritys alkoi keskittämään toimintaansa sukupolvenvaihdoksiin ja yritys-

järjestelyihin pienten ja keskisuurten yritysten keskuudessa. Yritys toimii sekä paikallisten yrittäjien keskuudessa Päijät-Hämeessä, että laajemmalla toimialueella aina pääkaupunkiseudulta Keski-Suomeen asti. Vuoteen 2012 mennessä Yritys A on toteuttanut yli 200 sukupolvenvaihdosta ja yli 100 yritysjärjestelyä sekä yli 600 arvonmäärittystä. (Yritys A, 2012)

Yritys A:n osaamisalueisiin sisältyvät sukupolvenvaihdokset ja yritysjärjestelyt, yritys-, vero- ja sopimusjuridiikka, pankki- ja pääomasijoitussektori sekä kokemus kansainvälisten yritysten taloushallinnosta. Lopputuloksena syntyy yritysjärjestelyjen ja sukupolvenvaihdosten asiantuntijatiimi. Yritystoimintaa johtaa yrittäjähenkilinen omistaja-johtaja, jolla on useamman vuosikymmenen kokemus taloushallinnon johtotehtävistä sekä kotimaassa että ulkomailla. Yritys A tarjoaa neuvonantopalvelut yritysjärjestelyprosessin alkuvaiheista aina yritysjärjestelyn toteuttamiseen asti. Neuvontapalveluihin sisältyvät muun muassa yrityksen arvonmäärittäminen, lakisääteiset due diligence tehtävät, luopuja-analyysi, jatkaja vaihtoehtojen kartoittaminen, markkinointi ja neuvottelupalvelut sekä juridisten sopimusten laadinta ja itse yritysjärjestelyn toteuttaminen. Yrityksen sidosryhmiin kuuluvat pankit, lakiasiantuntijatoimistot, tilitoimistot ja tilintarkastajat sekä ELY-keskus, Lahden alueen kehittämissyhteistyö Oy, Lahden Hallituspartnerit ja useat yrittäjäjärjestöt. Yrityksen asiakaskunta koostuu pienistä ja keskisuurista yrityksistä, jotka toimivat laajasti eri toimialoilla. Asiakaskuntaa on kuvailtu tarkemmin luvussa 3.2 tutkimustulosten alussa. (Yritys A, 2012)

3.1.3 Aineiston keruu

Tutkimuksen aineisto on kerätty syksyllä 2012 Yritys A:n asiakastietokannasta, josta on poimittu pääsääntöisesti kaikki kyseisen yrityksen toteuttamat yritysjärjestelyt vuodesta 2005 vuoden 2012 syyskuuhun asti. Aineisto sisältää 104 yritysjärjestelyä (N = 104), jossa Yritys A on toiminut aina yrityksen arvonmäärittämisestä itse kauppakirjan allekirjoittamiseen asti. Aineistosta on rajattu pois sukupolvenvaihdokset joissa koko osakekanta on siirretty jälkipovelle lahjoituksena. Tämän lisäksi aineistoon ei ole taulukoitu yritysjärjestelyitä joihin Yritys A on tehnyt vain arvonmäärittäksen, mutta itse yritysjärjestely on toteutettu ilman ulkoista neuvonantajaa. Aineisto on kerätty käsin käymällä läpi jokaiseen yritysjärjestely-

lyyn liittyvät arkistoidut dokumentit. Pääsääntöisesti yritysjärjestelyistä on analysoitu kolme dokumenttia: arvonmäärittämisselitysraportti, kauppakirja sekä tilinpäätöstiedot. Arvonmäärittämisselitysraportti sisältää tietoja, kuten sopimuksen allekirjoituspäivän yrityksen luopujan ja ulkoisen neuvonantajan välillä, neuvonantajan arvion yrityksen arvosta sekä analyysin mahdollisista jatkajista sekä yrityksen luopujista. Kauppakirjasta on dokumentoitu lopullinen kauppahinta, kaupan luonne, prosenttiosuus myytävästä osakekannasta sekä kauppapäivä. Tämän lisäksi Yritys A:n omistajaa on haastateltu, jotta aineistoon saatiin taulukoitua myös laadullisia muuttujia. Otoksen 104 yritysjärjestelystä on dokumentoitu kokonaisuudessaan alla olevassa taulukossa listatut muuttajat.

<u>Yritysjärjestelyn muuttajat</u>	<u>Tilinpäätöstiedot</u>	<u>Laadulliset muuttajat</u>	<u>Perustiedot</u>
Arvonmäärittämisselityshinta	Liikevaihto	Syy yritysjärjestelyyn	Perustamisvuosi
Päivämäärä arvonmäärittämisselitykselle	Tilikauden tulos	Ostaja	Toimiala
Kauppahinta	Liikevoitto (EBIT)	Asiakkuuden syntytyyppi	Yhtiömuoto
Päivämäärä kauppahinnalle	Tase		
Myyntiaika*	Pysyvät vastaavat		
Preemio*	Omapääoma		
Osuus myytävästä osakekannasta	Tilinpäätös vuosi		
Osake- / Liiketoimintakauppa			
Sukupolvenvaihdos / Yrityskauppa			
Myyntivuosi			

Taulukko 1. Täydellinen luettelo aineistoon taulukoituista muuttajista.

**Muuttuja laskettu aineiston perusteella.*

Taulukoitujen muuttajien perusteella on aluksi analysoitu otoksen perustietoja. Arvonmäärittämisselityksen ja kauppahinnan perusteella on laskettu yritysjärjestelylle preemio, joka viittaa arvonmäärittämisselityksen onnistumiseen eli arvonmäärittämisselityksen ja kauppahinnan suhteeseen. Positiivinen preemio viittaa siihen, että toteutunut kauppahinta on ollut suurempi kuin alkuperäinen arvonmäärittämisselitys. Negatiivinen preemio viittaa taas siihen, että toteutunut kauppahinta on ollut pienempi kuin alkuperäinen arvonmäärittämisselitys. Yrityksen arvoa kuvaava arvonmäärittämisselitys on merkittävässä roolissa tässä tutkimuksessa. Yritys A:n antama arvonmäärittämisselitys yrityksen arvosta on rakentunut useamman tekijän perusteella, joita ovat: yrityksen substanssiarvo, aikaisemmat kaupat, luopujan näkemys yrityksen arvosta, ostajan

näkemyks yrityksen arvosta, verottajan laskelma käyvästä arvosta, kassavirtojen nykyarvo, tuottoarvo sekä neuvonantajan arvion yrityksen arvosta.

Arvonmäärittämisen päivämäärän ja kauppakirjan päivämäärän perusteella on laskettu myyntiaika yritysjärjestelyille. Tutkimuksessa myyntiaika esitetään päivissä, jotka sisältävät myös viikonloput ja pyhäpäivät. Yritykset on toimialan perusteella luokiteltu tilastokeskuksen päätoimialaluokkien perusteella. Tilinpäätöstietoja tarkastellaan tutkimuksessa pääsääntöisesti kauppahintaan suhteutettuna, esimerkiksi kauppahinnan suhde liikevaihtoon. Tilinpäätöstiedot ovat pääsääntöisesti arvonmäärittämistä edeltävältä vuodelta. Laadulliset muuttujat on taulukoitu Yritys A:n omistajan kanssa käydyn haastattelun perusteella. Aineistoon on luokiteltu laadullisia muuttujia, jotka on luokiteltu muutamaaan pääluokkaan vastausten luonteen perusteella.

Aineisto on taulukoitu taulukkolaskentaohjelmaan ja analysoitu tilastotieteen SPSS laskentaohjelmalla. Aluksi tutkimuksessa on analysoitu otoksen yritysjärjestelyjen ja yritysten perustietoja laskemalla otoksesta kuvailevia tunnuslukuja, kuten keskiarvoja ja frekvenssejä. Kuvailevan analysoinnin perusteella luvun 3.2 alussa on kuvailtu toteutuneiden yritysjärjestelyiden luonnetta. Tämän jälkeen aineistoa on tutkittu keskiarvovertailulla ja korrelaatiotesteillä (Taulukko. 2). Kun luokittelevia muuttujia on ollut kaksi aineistoa on tutkittu riippumattomien otosten T-testillä, ja kun luokittelevia muuttujia on ollut kolme tai yli on keskiarvovertailu tehty Oneway Anovalla. Otosta on tutkittu pääsääntöisesti seuraavien luokittelevien muuttujien perusteella: (a) osakekauppa vs. liiketoimintakauppa, (b) sukupolvenvaihdos vs. yritysjärjestely, (c) asiakkuuden synty tapa, (d) ostaja sekä (e) syy yritysjärjestelyyn. Luokittelevat muuttujat ja luokkien määrät on esitelty tarkemmin määritelmien tutkimustulosten yhteydessä. Keskiarvovertailun tuloksia on pidetty tilastollisesti merkitsevinä riskitasolla $p < 0,05$ sekä myös harkiten riskitasolla $p < 0,10$. Tämän lisäksi kauppahintaan vaikuttavia tekijöitä on tutkittu Pearsonin korrelaatiolla. Pearsonin korrelaatiotesteillä on tutkittu arvonmäärittämisen, kauppahinnan, preemion, myyntiajan sekä tilinpäätöstietojen välistä yhteyttä. Pearsonin korrelaatiotestin tuloksia on pidetty tilastollisesti merkitsevinä riskitasolla $p < 0,01$.

<u>Korrelaatiotestaus</u> (luku 3.2.3)	<u>T-testi</u> (luku 3.2.4 ja 3.2.5)	<u>Oneway Anova</u> (luku 3.2.6, 3.2.7 ja 3.2.8)
Arvonmääritys Kauppahinta Premio Liikevaihto Tilikauden tulos Liikevoitto Omapääoma Tase Pysyvät vastaavat Myyntiaika	Osakekaupat vs. Liiketoimintakaupat Yrityskaupat vs. Sukupolvenvaihdokset	Ostaja Asiakkuuden syntytytapa Syy yritysjärjestelyyn

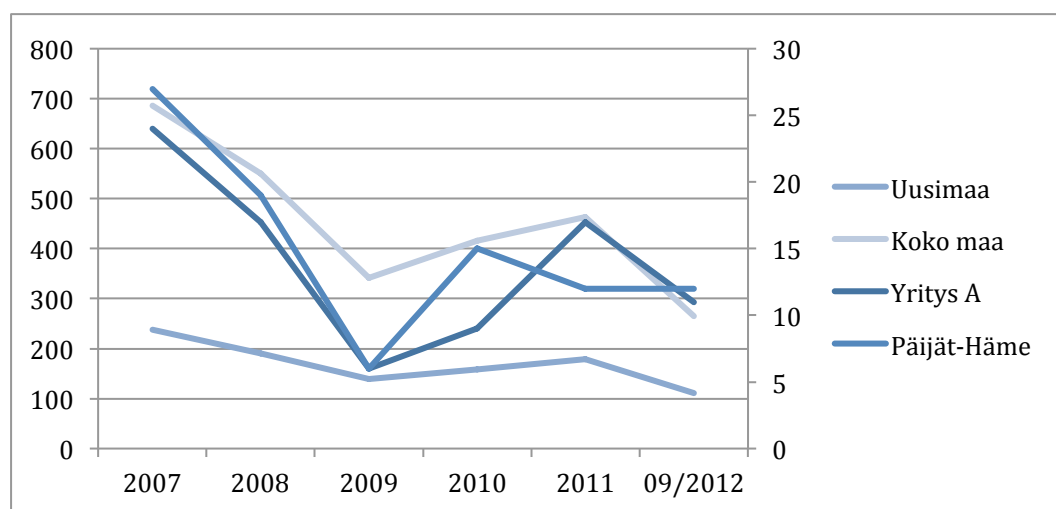
Taulukko 2. Aineiston analysointi korrelaatiotestauksella ja keskiarvovertailulla (T-testi ja Oneway Anova).

3.2 Tutkimustulokset

Seuraavaksi tässä luvussa analysoidaan empiirisen tutkimuksen tutkimustuloksia. Luvun alussa tutkitaan miten tutkimusta varten kerätty aineisto sijoittuu toteutuneiden yritysjärjestelyjen määriin Suomessa. Tämän jälkeen tutkitaan miten otoksen yritysjärjestelyt jakautuvat frekvensseihin muuttujien perusteella sekä mitkä ovat toteutuneiden yritysjärjestelyjen tärkeimpien tunnuslukujen keskiarvot. Luvun lopussa analysoidaan yksityiskohtaisesti korrelaatiotestauksesta, T-testeistä ja Oneway Anovasta saadut tutkimustulokset.

3.2.1 Tilastotietoa Suomen yritysjärjestelyistä

Yritysjärjestelyt esiintyvät aaltomaisesti ja niiden määrät riippuvat pitkälti yleisestä taloustilanteesta. Kasvusuhdanteessa yritysjärjestelyitä toteutetaan suurissa määrin, kun taas epävarmoina taloudellisina aikoina toteutuneiden yritysjärjestelyjen määrä vähenee merkittävästi. Alla olevasta kuvasta 1 pystyy havaitsemaan Suomen yritysjärjestelyjen kehityksen viimeisen kuuden vuoden ajalta. Kuviosta pystyy selkeästi havaitsemaan yritysjärjestelyjen määrien muuttumisen yleisen taloudellisen tilanteen mukaan. Kuvaajassa on huomiota kaikki Talouselämä -lehden raportoimat yritysjärjestelyt niin koko Suomessa kuin Päijät-Hämeen alueella. Kuviosta näkee myös tutkittavan otoksen yritysjärjestelyt suhteessa Suomen yritysjärjestelyihin. Yritys A:n vuosittain toteutuneiden yritysjärjestelyjen määrien voidaan nähdä olevan yhteneväisiä Suomen yleisen kehityksen kanssa.



Kuva 1. Toteutuneet yritysjärjestelyt Suomessa. (Yritys A, 2012)

3.2.2 Yritys A:n toteutuneiden yritysjärjestelyjen kuvailu

Ennen kuin pureudutaan yksityiskohtaisemmin toteutuneisiin yritysjärjestelyihin ja niiden luokitteluun muuttujien perusteella, on tärkeää ymmärtää minkälaisista yrityksistä aineiston yritysjärjestelyt koostuvat. Tämän kuvailun avulla pyritään saamaan laajempi kuva aineistosta ja yritysjärjestelyistä, joissa ulkoinen neuvonantaja Yritys A on ollut mukana. Kuvailu auttaa myös korrelaatiotestauksen sekä T-testien ja Oneway Anovasta saatujen tulosten tulkinnassa. Sivulla 48 olevassa taulukossa 3 on kuvailtu yritysjärjestelyiden jakautumista eri muuttujien välillä.

Aineiston 104 yritysjärjestelystä kolmannes oli sukupolvenvaihdoksia ja kaksi kolmasosaa yrityskauppoja. Pääsääntöisesti myytävät yritykset olivat osakeyhtiöitä. Toiminimiä, avoin yhtiöitä ja kommandiittiyhtiöitä oli vain 14 prosenttia otoksesta. Yritysjärjestelyistä toteutettiin osakekauppoina 72 prosenttia ja liiketoimintakauppoina 28 prosenttia. Yritysjärjestelyistä 63 prosentissa tapauksista myytiin koko osakekanta tai kyseessä oli liiketoimintakauppa. Yritysjärjestelyistä 38 prosentissa myytiin vain osa yrityksen osakekannasta. Näissä tapauksissa myytävä osuus yrityksistä vaihteli 20-80 prosenttiosuuden välillä. Osakekauppojen ja liiketoimintakauppojen sekä yrityskauppojen ja sukupolvenvaihdosten välisiä keskiarvoeroja tutkitaan tarkemmin luvussa 3.2.4. ja 3.2.5, jossa analysoidaan T-testien tutkimustuloksia.

Toimialoitain luokiteltuna yritysjärjestelyt jakautuivat niin, että kolme toimialaa käsitti yli puolet yritysjärjestelyistä. Loput yritysjärjestelyistä jakaantuivat tasaisesti eri toimialoihin. Eniten yritysjärjestelyitä eli 27 prosenttia oli toteutettu teollisuuden alalla, toiseksi eniten yritysjärjestelyitä eli 19 prosenttia oli tukku- ja vähittäiskaupan alalla ja kolmanneksi eniten eli 15 prosenttia oli kuljetus- ja varastointi alalla. Yhteensä nämä kolme toimialaa käsittivät yli 60 prosenttia Yritys A:n toteuttamista yritysjärjestelyistä. Toteutuneiden yritysjärjestelyiden joukossa oli esimerkiksi seuraavanlaisia yrityksiä: kuljetusalan liiketoiminta, kiinteistövälitysyriety, kuntosaliryriety, luontaistuotekauppa, autokauppa sekä autokorjaamo, huoltoasema, mainostoimisto, sisustusalan yritys, jätehuollon- ja keittiökalu-tealan yritys.

Esitelyjen muuttujien lisäksi Yritys A:n toteuttamista yritysjärjestelyistä taulukoitiin seuraavat laadulliset muuttujat: syy yritysjärjestelyyn, asiakkuuden synty tapa sekä yrityksen ostaja. Laadullisiin muuttujiin palataan tarkemmin luvuissa 3.2.6, 3.2.7 ja 3.2.8, joissa analysoidaan Oneway Anovan tutkimustuloksia jokaisen laadullisen muuttujan osalta erikseen. Suurin syy yrityksen myyntiin oli yrittäjän eläkkeelle jääminen ja siihen liittyvät eläkejärjestelyt, joita otoksessa oli jopa 74 prosenttia. Samaan kategoriaan kuuluvat, mutta erikseen taulukoituja pitkän tähtäimen sukupolvenvaihdoksia oli 11 prosenttia yritysjärjestelyistä. Näissä tapauksissa yrittäjä oli huomattavasti alle eläkeiän, mutta halusi jo hyvissä ajoin alkaa siirtämään yritystoimintaa jälkipolville tai ulkopuoliselle ostajalle. Kun taas eläkejärjestely tapauksissa yrittäjä oli jo eläkeiässä ja yritysjärjestely oli tarkoitus toteuttaa lähivuosien aikana. Yritysjärjestelyissä 7 prosentissa tapauksista syynä yritysjärjestelyyn oli yrittäjien väliset näkemyserot yrityksen tulevaisuudesta ja omistajat katsoivat, että vain toinen yrittäjistä pystyi jatkamaan yrityksen omistajana. Loput 9 prosenttia yritysjärjestelyjen syistä johtuivat myytävän yrityksen heikosta taloustilanteesta tai yrittäjän halusta luopua kyseistä yritystoiminnasta perustaakseen uuden yrityksen uudella toimialalla.

Yritysjärjestelyistä taulukoitiin myös kanava, jonka kautta asiakkuussuhde oli syntynyt myytävän yrityksen ja Yritys A:n välille. Puolet asiakkuuksista eli 46 prosenttia oli syntynyt Viestivaihto -koulutuksien kautta. Ne ovat ELY-keskuksen ja Yritys A:n yhdessä järjestämiä hallittuun sukupolvenvaihdokseen tarkoitettuja koulutuksia. Toimeksiantosopimuksista 22 prosenttia syntyi aikaisemman asiakkuuden perusteella ja 20 prosenttia toimeksiannoista syntyi lähialueen pankin suosituksen perusteella. Yritys A:n oman asiakashankinnan kautta syntyi 12 prosenttia toimeksiantosopimuksista. Asiakashankintaan sisältyvät henkilökohtaiset kontaktit, markkinointisoirot sekä muut markkinointitavat. Yritysjärjestelyjen ostaja - luokasta suurin yksittäinen luokka oli yrityksen ulkopuoliset yksittäiset henkilöt ja yritykset, jotka edustavat ostajista lähes puolta. Kolmannes yrityksistä siirrettiin yrittäjän lähiomaiselle, pääsääntöisesti jälkipolvelle. Tulos on yhdenmukainen otoksen sukupolvenvaihdosten kanssa, joita tutkimuksessa oli myös kolmannes toteutuneista yritysjärjestelyistä. Kymmenes yrityksistä myytiin yrityksen työntekijälle, joka ei aikaisemmin ole toiminut yrityksen omistajana.

Toteutuneiden yritysjärjestelyjen kuvailu	
Osakeyhtiöt	86 %
Muut (TMI, AY, KY)	14 %
	100 %
Osakekaupat	72 %
Liiketoimintakaupat	28 %
	100 %
Koko kanta & liiketoimintakauppa	63 %
Osakauppa	38 %
	100 %
Yrityskaupat	69 %
Sukupolvenvaihdokset	31 %
	100 %
<u>Toimiala</u>	
Teollisuus	27 %
Tukku- ja vähittäiskauppa	19 %
Kuljetus ja varastointi	15 %
Rakentaminen	10 %
Kiinteistöalan toiminta	5 %
Ammatillinen, tieteellinen ja tekninen toiminta	9 %
Muut	15 %
	100 %
<u>Syy yritysjärjestelyyn</u>	
Eläkesuunnitelmat	74 %
Pitkän tähtäimen sukupolvenvaihdos -suunnitelmat	11 %
Vain toinen osakkaista jatkaa omistajana	7 %
Muut	9 %
	100 %
<u>Asiakkuuden syntytapa</u>	
Asiakashankinta	12 %
Viestinvaihto	46 %
Aikaisempi asiakkuus	22 %
Pankkireferenssi	20 %
	100 %
<u>Ostaja</u>	
Osakas	16 %
Ulkopuolinen	43 %
Työntekijä	10 %
Sukulainen	31 %
	100 %

Taulukko 3. Yritys A:n yritysjärjestelyjen jakautuminen määrällisten ja laadullisten muuttujien perusteella.

Jo esiteltyjen muuttujien lisäksi tutustutaan toteutuneisiin yritysjärjestelyihin niiden tunnuslukujen perusteella. Toteutuneiden yritysjärjestelyjen merkittävimmät tunnusluvut on esitelty alla olevassa taulukossa 4. Näiden tunnuslukujen tuntemisesta on hyötyä yksityiskohtaisemman tilastollisen analyysin yhteydessä, jolloin saatuja keskiarvoeroja luokittelevien muuttujien välillä voidaan verrata myös koko otoksen keskimääräisiin arvoihin. Seuraaviin tunnuslukuihin palataan vielä tarkemmin siis keskiarvovertailun yhteydessä.

<u>Yritysjärjestelyjen tunnusluvut</u>	<u>Keskiarvo</u>	<u>Mediaani</u>	<u>Minimi</u>	<u>Maksimi</u>
Arvonmääritys	280 000,00 €	175 000,00 €	3 150,00 €	3 300 000,00 €
Kauppahinta	290 000,00 €	150 000,00 €	3 150,00 €	4 400 000,00 €
Preemio	-0,41 %	0,00 %	-83,96 %	142,46 %
Liikevaihto	1 040 000,00 €	700 000,00 €	15 000,00 €	7 800 000,00 €
Myyntiaika	289	143	0	1649

Taulukko 4. Yritys A:n toteuttamien yritysjärjestelyjen kuvailu merkittävimpien tunnuslukujen perusteella.

Keskimääräisesti toteutuneiden yritysjärjestelyjen kauppahinnat olivat suuruudeltaan hieman alle kolmesataatuhatta euroa. Yritysjärjestelyjen suuruudet vaihtelevat kuitenkin muutamasta tuhannesta eurosta aina useaan miljoonaan euroon. Yritysjärjestelyjen kohteena olleiden yritysten liikevaihdot ovat keskimääräisesti noin miljoonan euron luokkaa, mutta vaihtelu on aina muutamasta tuhannesta useisiin miljooniin euroihin. Tästä syystä otoksen yritykset on luokiteltu pieniksi ja keskisuuriksi yrityksiksi. Arvonmäärityksen onnistumista mittaa jo aikaisemmin esitelty preemio. Keskimääräisesti otoksen arvonmääritykset ovat siis onnistuneet alle yhden prosentin tarkuudella. Yritysjärjestelyjen keskimääräinen toteutumisaika on hieman yli yhdeksän kuukautta. Myyntiaikojen keskiarvo on 289 päivää ja mediaani vain 143 päivää. Nopeimmat yritysjärjestelyt ovat tapahtuneet alle kuukaudessa, kun pisimmät yritysjärjestelyt ovat voineet kestää useamman vuoden.

3.2.3 Korrelaatiotestaus

Tämän tutkimuksen tavoitteena on tutkia mitkä muuttujat vaikuttavat arvonmäärityshinnan ja kauppahinnan muodostumiseen. Pearsonin korrelaation avulla voidaan etsiä määrällisiä muuttujia, jotka vaikuttavat kauppahinnan muodostumiseen. Tämän lisäksi voidaan tutkia onko yksittäisellä määrällisellä muuttujalla lineaarinen yhteys ja jos on kuinka vahva yhteys sillä on kauppahinnan muodostumiseen. Arvonmäärityksen ja kauppahinnan lisäksi tutkittiin onko näiden preemiolla lineaarista yhteyttä yksittäiseen määrälliseen muuttujaan. Tämä yhteyden avulla pystytään tutkimaan vaikuttaako jokin yksittäinen määrällinen muuttuja arvonmäärityksen onnistumiseen tai epäonnistumiseen. Toisaalta jos premion ja määrällisen muuttujan välillä ei havaita lineaarista yhteyttä voidaan olettaa arvonmäärityksen onnistumisen tai epäonnistumisen johtuvan sattumista tai ei tutkituista laadullisista muuttujista.

Lineaarista yhteyttä tutkittiin laskemalla riippuvuus arvonmäärityksen, kauppahinnan, premion ja myyntiajan välillä (Taulukko. 5). Tämän lisäksi tutkittiin arvonmäärityksen, kauppahinnan, premion ja myyntiajan riippuvuutta tilinpäätöstietoihin nähden. Tilinpäätöstiedoista tutkittiin liikevaihto, tilikauden tulos, liikevoitto, omapääoma ja tase. Pearsonin korrelaatiotestauksen tulokset löytyvät taulukosta 5. Taulukosta voidaan lukea Pearsonin korrelaation lisäksi tuloksen tilastollinen merkitsevyys. Kaikki tilastollisesti merkitsevät riippuvuudet ovat alle yhden prosentin riskitason. Se tarkoittaa, että yhteyden välillä on alle 0,01 todennäköisyys, että 104 havainnon otoksella saatu korrelaatio olisi sattumaa.

Testaus osoittaa arvonmäärityksen ja tilinpäätöstietojen välillä olevan positiivinen lineaarinen yhteys. Vahvin lineaarinen yhteys arvonmääritykseen on omalla pääomalla ($r = 0,77$, $p < 0,01$) sekä tilikauden tuloksella ($r = 0,76$, $p < 0,01$). Arvonmäärityksen ja liikevaihdon ($r = 0,61$, $p < 0,01$) välillä on myös merkitsevä positiivinen riippuvuus, joskin ei yhtä vahva kuin omalla pääomalla ja tilikauden tuloksella. Tulos on odotettu ja vaivattomasti perusteltavissa, sillä arvonmäärityksen tekemiseen käytetään tilinpäätöstiedoista saatuja yrityksen taloudellisia tunnuslukuja. Tulokset vahvistavat olettamusta siitä, että arvonmääritykset ovat perusteltuja ja pitkälti yrityksen taseeseen ja tuloslaskelmaan pohjautuvia. Kuitenkin koska

tiedetään, että arvonmääritykseen vaikuttaa myös laadullisia muuttujia ei tilinpäätöstietojen ja arvonmäärityksen välillä voida olettaa olevan täydellistä positiivista riippuvuutta. Tuloksen voidaan katsoa olevan merkittävä, sillä sen avulla voidaan osoittaa neuvonantajan tekemän arvonmäärityksen olevan pitkälti rakennettu yrityksen taloudellisen arvon perusteella, mutta arvonmäärityksessä huomioidaan kuitenkin myös tapauskohtaisia laadullisia muuttujia.

	Arvonmääritys	Kauppahinta	Preemio	Liikevaihto
Arvonmääritys	1			
Sig. (2-tailed)	-			
Kauppahinta	0,942*	1		
Sig. (2-tailed)	0,000	-		
Preemio	0,037	0,242	1	
Sig. (2-tailed)	0,713	0,013	-	
Liikevaihto	0,611*	0,626*	0,056	1
Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,573	-
Tilikauden tulos	0,763*	0,780*	0,066	0,636*
Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,507	0,000
Liikevoitto	0,815*	0,827*	0,087	0,696*
Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,380	0,000
Omapääoma	0,767*	0,767*	0,050	0,674*
Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,617	0,000
Tase	0,649*	0,638*	0,029	0,770*
Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,769	0,000
Pysyvät vastaavat	0,446*	0,424*	0,007	0,485*
Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,946	0,000
Myyntiaika	0,104	0,054	-0,033	0,141
Sig. (2-tailed)	0,296	0,583	0,743	0,154
* Korrelaatio tilastollisesti merkitsevä (sig-tailed < 0,01)				

Taulukko 5. Pearsonin korrelaatio, N = 104. Arvonmäärityksen, kauppahinnan, preemion ja myyntiajan välinen lineaarinen yhteys sekä näiden riippuvuus yrityksen tilinpäätöstietoihin.

Arvonmäärityksellä ja preemiolla ($r = 0,04$, $p > 0,01$) ei ole lainkaan lineaarista riippuvuutta. Tuloksesta voidaan tehdä johtopäätös, että arvonmäärityksen suuruus ei yksinään vaikuta arvonmäärityksen onnistumiseen tai epäonnistumiseen. Tulos tukee myös T-testien ja Oneway Anovan testauksen yhteydessä saatuja tuloksia: neuvonantajan ammattitaidon voidaan nähdä olevan erilaisten yritysten

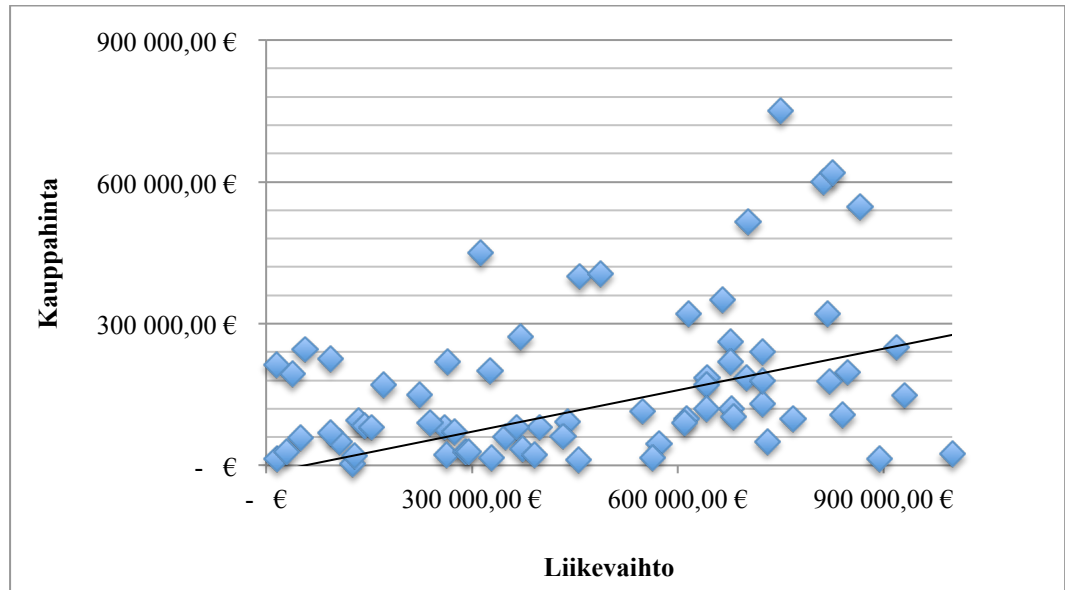
arvonmäärityksessä yhtäläinen. Ulkoinen neuvonantaja suoriutuu arvonmäärityksestä samantasoisesti oli kysymyksessä sitten esimerkiksi pienen tai keskisuuren yrityksen osake- tai liiketoimintakauppa.

Korrelaatiotestauksessa tutkittiin myös myyntiajan yhteyttä arvonmääritykseen, kauppahintaan, preemioon ja tilinpäätöstietoihin. Tulokset osoittavat, että myyntiajalla ei ole lainkaan yhteyttä edellä esitettyihin muuttujiin. Esimerkiksi myyntiajalla ja preemiolla ei ole lainkaan yhteyttä ($r = -0,03$, $p > 0,01$). Yhteyden puuttuminen viittaa siihen, ettei pidempi tai lyhyempi myyntiaika selity arvonmäärityksen onnistumisella tai myytävän yrityksen koolla. Myyntiajan korrelaatiotulokset tukevat T-testien ja Oneway Anovan tutkimustulosten yhteydessä esitettyä väitettä, jonka mukaan ulkoinen neuvonantaja suoriutuu yhtäläisesti erikokoisten yritysten yritysjärjestelyistä.

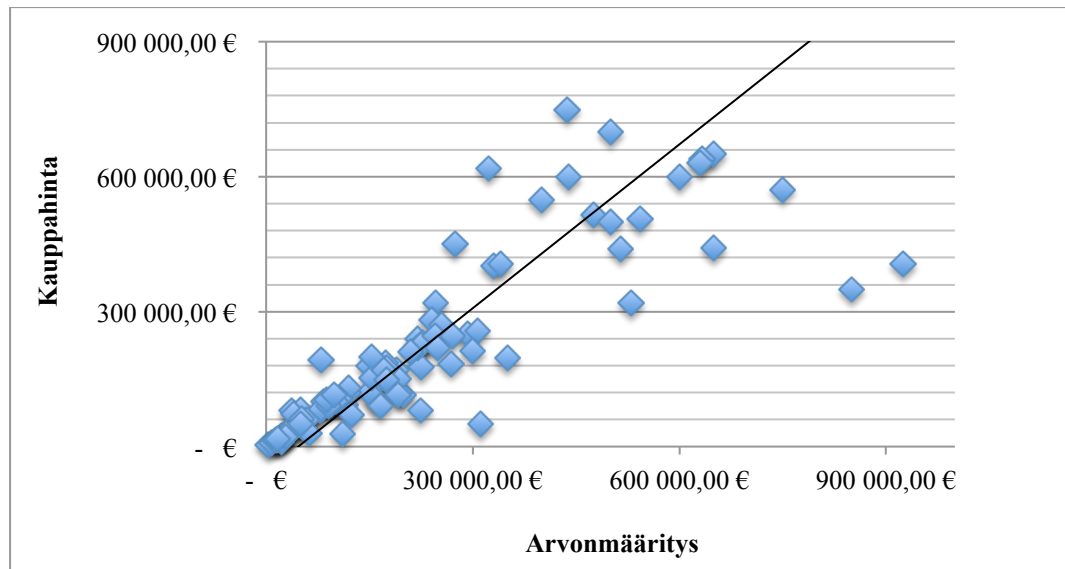
Mielenkiintoisin yhteys kauppahintaan löytyy kuitenkin muualta kuin tilinpäätöstiedoista. Erittäin vahva positiivinen lineaarinen riippuvuus löytyy arvonmäärityksen ja kauppahinnan väliltä ($r = 0,94$, $p < 0,01$). Tämä riippuvuus on kuvattu tarkemmin seuraavalla sivulla kuvassa 2 ja 3. Suurin kauppahintaan vaikuttava tekijä ei suinkaan siis olen yrityksen taloudellinen arvo vaan tehty arvonmääritys. Riippuvuuksien ero näkyy selvästi kuvaajista: arvonmäärityksen ja kauppahinnan trendiviiva on selvästi jyrkempi kuin liikevaihdon ja kauppahinnan trendiviiva. Arvonmäärityksen ja kauppahinnan välillä on erittäin vahva lineaarinen riippuvuus, kuten yllä olevasta kuvaajasta voidaan päätellä. Tästä voidaan johtaa tulkinna, että suurin kauppahintaan vaikuttava tekijä on arvonmääritys.

Tulosta tukee aikaisempia akateemisia tutkimuksia, jotka osoittavat ulkoisella neuvonantajalla olevan positiivinen vaikutus yritysjärjestelyjen onnistumiseen. Yrittäjät usein pyrkivät arvioimaan yrityksensä arvon itse pelkästään valmiin laskentakaavan perusteella, joka huomioi vain taloudellisia tunnuslukuja. Korrelaatiotestaus kuitenkin osoittaa, että ulkoinen neuvonantaja rakentaa arvonmäärityksen useamman tekijän perusteella. Näitä tekijöitä on esimerkiksi yrityksen substanssiarvo, aikaisemmat yrityskaupat, verottajan laskelma käyvästä arvosta, kasvavien nykyarvo, tuottoarvo sekä neuvonantajan arvioima yrityksen arvo. Luetellut tekijät tekevät arvonmäärityksestä luotettavamman, jolloin ulkoisen neu-

vonantajan tekemästä arvonmäärittämisestä voidaan päätellä toteutuva kauppahinta todennäköisemmin kuin pelkästään yrityksen taloudellisista tunnusluvuista.



Kuva 2. Liikevaihdon ja kauppahinnan positiivinen lineaarinen yhteys; korrelaatiokerroin on $r = 0,63$, $p < 0,01$.



Kuva 3. Arvonmäärittämisestä ja kauppahinnan positiivinen lineaarinen yhteys; korrelaatiokerroin on $r = 0,94$, $p < 0,01$.

3.2.4 T-testi: osakekaupat vs. liiketoimintakaupat

Yritysjärjestelyjen luokittelu osake- ja liiketoimintakauppoihin tarjoaa mielenkiintoisen vertailukohteen. Ensimmäiseksi liiketoimintakauppoihin päädytään usein eri syistä kuin osakekannan myyntiin jolloin voitaisiin myös olettaa, että näiden kahden muuttujan välillä voisi esiintyä eroavaisuuksia. Toiseksi jos luokkien välillä ei ole merkittäviä eroja on mielenkiintoista pohtia mistä syystä tämä johtuu, vaikka kyseiset yritysjärjestelyt ovat olleet luonteeltaan erilaisia. Otoksessa osakekauppoja on kaksi kolmasosaa ($N = 75$) ja liiketoimintakauppoja yksi kolmasosa ($N = 29$). Otoksen jakaumasta ei kuitenkaan voida suoraan tehdä tulkintoja, koska ero on lähinnä näennäinen. Sukupolvenvaihdokset toteutetaan pääsääntöisesti osakekauppoina, jolloin tämä vaikuttaa suoraan osake- ja liiketoimintakauppojen jakaumaan. Kun sukupolvenvaihdokset jätetään otoksesta pois on jakauma huomattavasti tasaisempi; osakekauppoja ($N = 44$) ja liiketoimintakauppoja ($N = 28$). Osake- ja liiketoimintakauppoja voidaan katsoa toteutuvan samoissa määrin, kun otoksesta jätetään pois sukupolvenvaihdokset ja jakaumassa tarkastellaan vain yrityskauppoja.

Osake- ja liiketoimintakauppojen mahdollisia eroavaisuuksia on tutkittu riippumattomien otosten T-testillä. Testauksessa on mukana sekä sukupolvenvaihdokset että yrityskaupat ($N = 104$). Aluksi eroja on etsitty arvonmäärityksestä, kauppahinnasta sekä arvonmäärityksen onnistumista mittaavalla preemiolla. Tämän jälkeen testataan myyntiaikojen pituutta sekä lopuksi tutkitaan tilinpäätöstietojen keskiarvoja. T-testin tulokset on taulukoitu taulukkoon 6. Taulukosta voidaan havaita, ettei kyseisillä muuttujilla mitattuna osake- ja liiketoimintakaupat eroa tilastollisesti merkitsevästi toisistaan valituilla muuttujilla mitattuna, vaikka näennäisiä eroja keskiarvoissa esiintyykin.

Arvonmäärityshinnoissa ei esiinny tilastollisesti merkitseviä eroja $t(102) = 0,09$, $p > 0,05$: osakekaupat ($x = 290\text{teur}$, $s = 460\text{teur}$) ja liiketoimintakaupat ($x = 280\text{teur}$, $s = 300\text{teur}$). Otoksen arvonmäärityshintojen keskiarvo on 280 000 euroa ja mediaani 180 000 euroa. Kauppahintojen osalta osakekauppojen ($x = 310\text{teur}$, $s = 620\text{teur}$) ja liiketoimintakauppojen ($x = 230\text{teur}$, $s = 190\text{teur}$) välillä ei myöskään löydy tilastollisesti merkitseviä eroja $t(102) = 0,66$, $p > 0,05$.

Otoksen kauppahintojen keskiarvo on 290 000 euroa ja mediaani on 150 000 euroa. Arvonmäärityksen toteutumista mittaava preemio on keskimäärin heikompi liiketoimintakaupoissa ($x = -4,2 \%$, $s = 38,18$) kuin osakekaupoissa ($x = 1,05 \%$, $s = 26,74$), mutta ero ei ole tilastollisesti merkitsevä $t(102) = 0,68$, $p > 0,05$. Osake- ja liiketoimintakauppojen myyntiaikojen keskiarvoissa ei myöskään löydy tilastollisesti merkitseviä eroja. Osakekauppojen myyntiaika ($x = 281$, $s = 330$) on keskimäärin kuukauden lyhyempi kuin liiketoimintakaupoissa ($x = 309$, $s = 327$), mutta tilastollisesti myyntiaikojen keskiarvoerot eivät ole merkitseviä $t(102) = 0,40$, $p > 0,05$.

Tilinpäätöstietoja analysoidessa on tunnusluvut suhteutettu kauppahintaan. T-testi osoittaa, ettei osake- ja liiketoimintakauppojen kauppahinnan ja liikevaihdon suhteen keskiarvoerot ole tilastollisesti merkitseviä $t(102) = 0,260$, $p > 0,05$. Kauppahinnan ja liikevaihdon suhteesta saadaan kuitenkin mielenkiintoinen tulos, vaikka vertailtavilla luokilla ei keskiarvoissa tilastollisesti merkitseviä eroja esiinny. Osake- sekä liiketoimintakauppojen keskimääräiset kauppahinnat ovat noin puolet keskimääräisestä liikevaihdosta. Osakekauppojen ($x = 0,59$, $s = 1,77$) ja liiketoimintakauppojen ($x = 0,50$, $s = 0,47$) kauppahintojen ja liikevaihtojen suhdetta on tutkittu lisää esimerkiksi testaamalla tunnuslukujen korrelaatiota.

Kauppahinnan ja tilikauden tuloksen suhteessa sekä kauppahinnan ja liikevoiton suhteessa liiketoimintakauppojen suhdeluku on keskimääräisesti suurempi. Keskimäärin kauppahinnan ja tilikauden tuloksen suhde on suurempi liiketoimintakaupoissa ($x = 14,34$, $s = 42,17$) kuin osakekaupoissa ($x = 4,32$, $s = 11,16$). Tulos ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä $t(102) = -1,905$, $p > 0,05$. Kauppahinnan ja liikevoiton suhde on samansuuntainen, keskimäärin suhde on suurempi liiketoimintakaupoissa ($x = 6,04$, $s = 11,37$) kuin osakekaupoissa ($x = 4,14$, $s = 9,90$). Tämäkään tulos ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä $t(102) = -0,844$, $p > 0,05$.

Riippumattomien otosten T-testin tulokset osoittavat, että viiden prosentin riskitasolla mitattuna osake- ja liiketoimintakauppojen välillä ei ole tilastollisesti merkitseviä eroja testatuilla muuttujilla mitattuna. Testin perusteella ei voida siis osoittaa, että osake- ja liiketoimintakaupoissa olisi eroja arvonmäärityksen, kauppahinnan ja liikevaihdon suhteesta.

hinnan, premion tai myyntiajan osalta. Voidaan siis todeta, että otoksessa ei ole määrällisiä eroja osake- ja liiketoimintakauppojen välillä. Keskiarvovertailun tulos on mielenkiintoinen. Mistä johtuu, että T-testin tulokset osoittavat ettei näiden kahden luokittelevan muuttujan välillä ole tilastollisesti merkitseviä eroja? Osake- ja liiketoimintakaupat omaavat kuitenkin useita laadullisia erityispiirteitä, liittyen yrityksen taloudellisiin päätöksiin esimerkiksi Goodwill -arvon määrittämiseen, verotukseen ja rahoitukseen.

Tuloksista voidaan varauksella tehdä tulkinta, että ulkoinen neuvonantaja on onnistunut yhtäläillä sekä osake- että liiketoimintakauppojen arvonmäärittämisessä. Premion keskiarvojen perusteella voidaan todeta arvonmäärittämisessä keskimäärin onnistuneen ($x = 1,05\%$ ja $x = -4,20\%$), mutta keskihajonnat ($s = 38,18\%$ ja $s = 26,74\%$) viittaavat yritysjärjestelyihin, jossa kauppahinta on ollut noin yksi kolmasosa sekä pienempi että suurempi kuin arvonmäärittäyshinta. Premion keskiarvoanalyysin perusteella voidaan päätellä, että ulkoisella neuvonantajalla on yhtäläinen ammattitaito sekä osake- että liiketoimintakauppojen arvonmäärittämisessä. Osake- ja liiketoimintakauppojen osalta keskimääräiset myyntiajat sekä niiden keskihajonnat ($x = 280$, $s = 330$ ja $x = 309$, $s = 327$) osoittavat, että myyntiajoissa ei ole merkitseviä eroja luokittelevien muuttujien välillä. Tämän havainnon perusteella voidaan todeta, että arvonmäärittämisprosessin jälkeen neuvonantaja löytää ostajan sekä suorittaa kauppaan liittyvät toimenpiteet yhtäläisessä ajassa eikä kumpikaan kauppamuoto yksinään nopeuta tai hidasta ostajan löytämistä tai kaupan valmistelua.

Tilinpäätöstietojen ja kauppahinnan vertaaminen ei myöskään osoittanut tilastollisesti merkitseviä keskiarvojen eroja osake- ja liiketoimintakaupoissa. Tuloksesta voidaan päätellä, että molemmissa tapauksissa kauppahinta perustuu yhtäläillä myytävän yrityksen taloudelliseen tilanteeseen, joka arvioidaan taseen- ja tuloslaskelman perusteella. Tästä voidaan myös johtaa päätelmä, että liiketoimintakaupassa määriteltävä Goodwill-arvo perustuu myytävän yrityksen tilinpäätöstietoihin, eikä näin ollen vaikuta merkitsevästi luokkien välisiin keskiarvoihin. Toisin sanoen liiketoimintakaupoissa neuvonantajan määrittelemä ja kauppahinnassa sovittu Goodwill-arvo on perusteltu ja johdettu tilinpäätöstiedoista.

Yhteenvedon voidaan todeta, että neuvonantajan toiminta molemmissa yritysjärjestelyjen muodoissa on yhtenevä; niin arvonmäärityksen onnistumisen, toteutuneen kauppahinnan sekä myyntiajan osalta. Tästä voidaan johtaa varovainen tulkinta, että vaikka osake- ja liiketoimintakaupat ovat laadullisilta piirteiltään hyvin erilaisia, eivät nämä piirteet vaikuta neuvonantajan tekemään arvonmääritykseen positiivisesti tai negatiivisesti. Otoksen ulkoinen neuvonantaja suoriutuu molemmissa yritysjärjestelytapauksissa yhtenevässä määrin.

Riippumattomien otosten T-testi							
1 Osakekauppa, N = 75							
2 Liiketoimintakauppa, N = 29							
		Keskiarvo	Keskihajonta	Keskivirhe	Sig. (2-tailed)	t	df
Arvonmääritys	1	285 950 €	456 140 €	52 670 €	0,929	0,090	102
	2	277 750 €	297 470 €	55 240 €			
Kauppahinta	1	309 460 €	620 670 €	71 670 €	0,511	0,659	102
	2	231 860 €	192 900 €	35 820 €			
Preemio	1	1,05 %	38,18 %	4,41 %	0,499	0,679	102
	2	-4,20 %	26,74 %	4,97 %			
Myyntiaika	1	280,73	330,21	38,13	0,693	-0,396	102
	2	309,28	327,23	60,77			
Kauppahinta/ Liikevaihto	1	0,59	1,77	0,20	0,796	0,260	102
	2	0,50	0,47	0,08			
Kauppahinta/ Tilikauden tulos	1	4,32	11,16	1,29	0,060	-1,905	102
	2	14,34	42,17	7,83			
Kauppahinta/ Liikevoitto	1	4,14	9,90	1,14	0,401	-0,844	102
	2	6,04	11,37	2,11			
Kauppahinta/ Omapääoma	1	1,65	2,25	0,26	0,528	-0,633	102
	2	2,05	4,20	0,78			
Kauppahinta/ Tase	1	0,75	1,65	0,19	0,933	0,85	102
	2	0,72	0,53	0,10			
Kauppahinta/ Pysyvät vastaavat	1	4,36	12,07	1,40	0,179	-1,353	102
	2	8,32	16,32	3,03			

Taulukko 6. Riippumattomien otosten T-testin tulokset: osake- ja liiketoimintakauppojen keskiarvovertailu.

3.2.5 T-testi: yrityskaupat vs. sukupolvenvaihdokset

Yhtä mielenkiintoisen tutkimuskohteen osake- ja liiketoimintakauppojen tutkimisen lisäksi tarjoaa yrityskauppojen luokittelu yrityskauppoihin ja sukupolvenvaihdoksiin. Tässä yhteydessä yrityskaupoilla tarkoitetaan yrityksen osake- tai liiketoimintakauppaa, jonka ostajana on yrityksen perhepiirin ulkopuolinen henkilö. Sukupolvenvaihdoksella tarkoitetaan taas yrityksen osakekannan siirtoa osakkaan perheenjäsenelle niin, että kaupan tavoitteena on edullinen ja verotehokas myyntihinta omistajan voiton tavoittelemisen sijaan. Kuten määritelmistä voidaan todeta yrityskauppoihin ja sukupolvenvaihdoksiin liittyy huomionarvoisia laadullisia eroja, joista merkittävin lienee sukupolvenvaihdoksiin tarjottavat verohuojennukset. Tämän lisäksi sukupolvenvaihdokset toteutetaan pääsääntöisesti perhepiirissä, joka asettaa omia vivahteita yritysjärjestelyn luonteeseen. Sukupolvenvaihdosten verohuojennuksista johtuen voidaan olettaa, että luokkien välisissä keskiarvoissa löytyisi eroavaisuuksia. Toisaalta, jos eroja ei löydy on syytä pohtia miksi yrityskauppojen ja sukupolvenvaihdosten laadulliset erot eivät näy määrällisissä muuttujissa. Otoksessa yrityskauppoja on kaksi kolmasosaa ($N = 72$) ja sukupolvenvaihdoksia yksi kolmasosaa ($N = 32$).

Yrityskauppojen ja sukupolvenvaihdoksien mahdollisia eroavaisuuksia on tutkittu riippumattomien otosten T-testillä. Muuttujiksi on valittu samat muuttujat kuin osake- ja liiketoimintakauppojen T-testissä. Näin pystytään varmistamaan tulosten luotettavuus. T-testin tulokset on taulukoitu taulukkoon 7. Merkittävimmät erot löytyvät kauppahinnan ja taseen sekä pysyvien vastaavien suhteesta sekä arvonmääritys ja kauppahinnoista. Sen sijaan muissa tilinpäätöstiedoissa tai myyntiajoissa ei löytynyt tilastollisesti merkitseviä eroavaisuuksia.

Arvonmäärityshinnat ovat yrityskaupoissa ($x = 330\text{teur}$, $s = 430\text{teur}$) keskimäärin kaksinkertaiset sukupolvenvaihdoksiin verrattuna ($x = 170\text{teur}$, $s = 210\text{teur}$), mutta ero ei ole tilastollisesti merkitsevä $t(102) = 1,82$, $p > 0,05$. Kuitenkin jos poikkeuksellisesti hyväksytään kymmenen prosentin riskitason käyttö ovat keskiarvoerot jo tilastollisesti merkitseviä $t(102) = 1,82$, $p < 0,10$. Tällä riskitasolla tulosta voidaan varauksella pitää merkitseväksi sillä voidaan olettaa, että yritykset joissa toteutetaan sukupolvenvaihdos ovat kooltaan useimmiten pienempiä yrityksiä.

Tämän lisäksi voidaan olettaa, että keskimäärin sukupolvenvaihdoksissa tavoitellaan pienempiä kauppahintoja kuin yrityskaupoissa sekä verohyötyjä voiton tavoittelemisen sijaan. Varauksella voidaan siis todeta sukupolvenvaihdosten euro-määräisten arvonmäärittelyshintojen olevan puolet pienempiä kuin yrityskauppojen arvonmäärittelyshinnat.

Kauppahinnan osalta saadut tutkimustulokset on saman suuntaiset kuin yllä esitelty arvonmäärittelyshinnan tulokset. Tämä on vain luonnollisista arvonmäärittelyshinnan ja kauppahinnan välillä esiintyvän positiivisen korrelaation vuoksi. Korrelaatio on todistettu aiemmin luvussa 3.2.3. Yrityskaupat ($x = 350\text{eur}$, $s = 630\text{eur}$) ovat keskimäärin yli kaksi kertaa suurempia kuin sukupolvenvaihdoksissa ($x = 150\text{eur}$, $s = 170\text{eur}$), mutta ero ei ole tilastollisesti merkitsevä $t(102) = 1,80$, $p > 0,05$. Jos tässäkin tapauksessa poikkeuksellisesti siirrytään käyttämään kymmenen prosentin riskitasoa, ovat kauppahintojen keskimääräiset erot tilastollisesti merkitseviä $t(102) = 1,80$, $p < 0,10$. Varauksella voidaan siis todeta keskimäärin yrityskauppojen kauppahintojen olevan yli kaksinkertaiset sukupolvenvaihdoksiin verrattuna. Sukupolvenvaihdosten keskimääräisten kauppahintojen tässä yhteydessä on hyvä kiinnittää huomiota sukupolvenvaihdosten ($s = 170\text{eur}$) huomattavasti maltillisempaan keskihajontaan yrityskauppoihin ($s = 630\text{eur}$) verrattuna.

Arvonmäärittelyshinnan onnistumista mittaava premio viittaa siihen, että yrityskaupoissa ($x = 1,3\%$, $s = 34,65\%$) arvonmäärittely on onnistunut keskimäärin paremmin kuin sukupolvenvaihdoksissa ($x = -4,26\%$, $s = 37,05\%$). Ero ei ole kuitenkaan tilastollisesti merkitsevä $t(102) = 0,74$, $p < 0,05$. Myöskään kymmenen prosentin riskitason käyttäminen ei enää tässä tapauksessa muuta tulosten merkittävyyttä. Arvonmäärittelyshinnan ja kauppahinnan erotuksella ei siis ole eroa yrityskauppojen ja sukupolvenvaihdosten osalta. Tässä tapauksessa premioiden keskiarvojen vertaaminen asettaa myös haasteita, koska yrityskaupoissa lopullisen kauppahinnan määräytymiseen vaikuttaa ylimääräinen muuttuja eli ostaja, kun taas sukupolvenvaihdoksessa lopullinen kauppahinta määräytyy pelkästään neuvonantajan ja myyjän laskelmien sekä heidän dialogin perusteella. Sukupolvenvaihdosten osalta tässä tutkimuksessa ei premiolle ole syytä antaa suurta painoarvoa, koska kaupan tavoitteena on usein verotehokkuus korkean kauppahinnan sijaan. Sen sijaan yrityskaupoissa ($x = 1,3\%$, $s = 34,65\%$) keskimääräinen pre-

mio on mielenkiintoinen. Yrityskauppojen osalta voidaan varauksella todeta arvonmääritysten pääsääntöisesti onnistuvan, mutta keskihajonta osoittaa, että arvonmääritykset suhteessa kauppahintaan voivat kuitenkin vaihdella yli 30 prosenttia molempiin suuntiin.

Myyntiaikoja tarkisteltaessa voidaan huomata yrityskauppojen ($x = 270$, $s = 298$) myyntiajan olevan keskimäärin lyhyempi kuin sukupolvenvaihdoksissa ($x = 332$, $s = 390$), mutta tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä $t(102) = -0,89$, $p > 0,05$. Yrityskaupoissa sekä sukupolvenvaihdoksissa myyntiaika on keskimäärin vuoden ja molempien myyntiaikojen keskihajonta on myös vuoden mittainen. Myyntiajat vaihtelevat siis alle vuodesta yli vuoteen. Tulos on myös yhtenäinen osake- ja liiketoimintakauppojen myyntiaikoihin. Näin ollen voidaan varauksella todeta myyntiaikojen olevan kaikissa tapauksissa yhtenevät. Keskiarvovertailu kuitenkin osoitti erään poikkeuksellisen tapauksen, jossa myyntiaikojen keskiarvo poikkeaa huomattavasti keskimääräisesti myyntiajasta. Tähän havaintoon palataan myöhemmin tässä luvussa 3.2.8.

Tilinpäätöstietoja tutkittaessa tunnusluvut on suhteutettu kauppahintaan, kuten myös osake- ja liiketoimintakauppoja tutkittaessa tehtiin. Tilinpäätöstietojen T-testin tulokset ovat mielenkiintoiset, mutta myös helposti perusteltavissa. Kauppahinnan ja liikevaihdon keskimääräisessä suhteessa ei ole tilastollisesti merkitseviä eroavaisuuksia yrityskauppojen ($x = 0,62$, $s = 1,67$) ja sukupolvenvaihdosten ($x = 0,45$, $s = 1,13$) osalta $t(102) = 0,52$, $p > 0,05$. Kauppahintojen keskiarvot ovat linjassa myös osake- ja liiketoimintakauppojen kanssa, kauppahinta on noin puolet myytävän yrityksen liikevaihdosta. Kauppahinnan ja tilikauden tuloksen sekä liikevoiton keskiarvojen suhteessa ei myöskään ole tilastollisesti merkitseviä eroja, kauppahinta ja tilikauden tulos $t(102) = 1,05$, $p > 0,05$ sekä kauppahinta ja liikevoitto $t(102) = 1,44$, $p > 0,05$. Omanpääoman osalta yrityskauppojen keskimääräinen suhde kauppahintaan on yrityskaupoissa kaksinkertainen, kun sukupolvenvaihdoksissa kauppahinnan ja omanpääoman keskimääräinen suhde on yhden suhde yhteen. Omanpääoman osalta keskiarvoerot eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä $t(102) = 1,58$, $p > 0,05$.

Taloudellisista tunnusluvuista liikevaihdon, tilikauden tuloksen, liikevoiton sekä omanpääoman osalta yrityskauppojen ja sukupolvenvaihdosten välillä ei löytynyt tilastollisesti merkitseviä eroja. T-testin tulokset taseen ja pysyvien vastaavien osalta ovat kuitenkin poikkeavia. Kauppahinnan ja taseen suhde yrityskaupoissa ($x = 0,95$, $s = 1,67$) on keskimäärin yhden suhde yhteen, kun taas kauppahinta sukupolvenvaihdoksissa ($x = 0,26$, $s = 0,21$) on keskimäärin vain yksi neljäsosaa yrityksen taseesta. Tulos on tilastollisesti merkitsevä $t(102) = 2,33$, $p > 0,05$. Pysyvien vastaavien osalta tulos on samansuuntainen, kauppahinnan ja pysyvien vastaavien suhde yrityskaupoissa ($x = 7,51$, $s = 15,73$) on keskimäärin 7,5-kertainen, kun sukupolvenvaihdoksissa ($x = 0,87$, $s = 0,90$) kauppahinta on keskimäärin yhden suhde yhteen. Tulos on tilastollisesti merkitsevä $t(102) = 2,38$, $p > 0,05$. Tulokset viittaavat jo tämän luvun alussa mainittuun sukupolvenvaihdoksille myönnettävään verohuojennukseen. Tästä syystä esimerkiksi taseen ja kauppahinnan suhde on vain yksi neljäsosaa sukupolvenvaihdoksissa, kun yrityskaupoissa sama suhdeluku on yhden suhde yhteen. Sukupolvenvaihdosten osalta myös keskihajonnat ovat huomattavasti maltillisempia kuin yrityskaupoissa. Tämä johtune juuri sukupolvenvaihdoksille tarjottavista verohuojennuksista. Vaikka tulos oli odotettavissa on havainto merkittävä. Yrityskauppojen ja sukupolvenvaihdosten kauppahinnan ja taseen välillä on laadullisten erojen lisäksi tilastollisesti merkitseviä määrällisiä eroja.

Riippumattomien otosten T-testin tulokset osoittavat, että viiden prosentin riskitasolla yrityskauppojen ja sukupolvenvaihdosten välillä on tilastollisesti merkitseviä eroja ainoastaan kauppahinnan ja taseen sekä kauppahinnan ja pysyvien vastaavien osalta. T-testin perusteella ei voida siis osoittaa, että yrityskauppojen ja sukupolvenvaihdosten välillä olisi muiden muuttujien osalta merkitseviä määrällisiä eroja. Mikäli poikkeuksellisesti hyväksytään kymmenen prosentin riskitaso arvonmäärittelyshintaa sekä kauppahintaa tarkastellessa voidaan todeta, että sukupolvenvaihdosten arvonmäärittelyshinnat ja kauppahinnat ovat keskimäärin puolet pienempiä kuin yrityskaupoissa.

Yhteenvetona tämän luvun lopuksi pohditaan T-testin tulosten merkitystä käytännössä. Varauksella voidaan todeta sukupolvenvaihdosten olevan keskimäärin euromääräisesti mitattuna puolet pienempiä kuin yrityskaupat. Tämä tulos viittaa

esitettyyn oletukseen, että yrityskaupoissa sukupolvenvaihdokset toteutetaan usein pienissä yrityksissä, kun taas keskisuurissa yrityksissä päädytään usein yrityskauppaan ulkopuolisen ostajan kanssa. Kun pohditaan neuvonantajan onnistumista arvonmäärityksessä sukupolvenvaihdosten osalta, ei preemiolle ole syytä antaa suurta painoarvoa. Sukupolvenvaihdoksissa neuvonantajasta saatu hyöty liittyy tehokkaimman kauppahinnan ja lahjaveron suhteen löytämiselle ja näin ollen preemio ei välttämättä kerro koko totuutta arvonmäärityksen onnistumisesta. Yrityskaupoissa taas neuvonantajan hyöty syntyy arvonmäärityksen jälkeen käytävistä neuvotteluista myyjän ja ostajan välillä. Tällöin preemioon on jo syytä asettaa suurempi painoarvo. Keskimäärin yrityskauppojen osalta voidaan siis todeta neuvonantajan onnistuneen arvonmäärityksessä, vaikka vaihtelua tapahtuukin suuntaan ja toiseen. ($x = 1,3 \%$, $s = 34,65 \%$).

T-testin tutkimustulokset myyntiaikojen suhteen vahvistavat jo aikaisempia löydöksiä; yritysjärjestelyn luonne ei ole merkittävä muuttuja myyntiajan määräytymiseen. Sekä yrityskaupoissa että sukupolvenvaihdoksissa neuvonantaja suorittaa yrityksen myynnin arvonmäärityksestä kauppakirjan allekirjoittamiseen keskimäärin hieman alle vuodessa. Tästä voidaan tehdä johtopäätös, että yksinomaan yrityskauppa tai sukupolvenvaihdos ei vaikuta ajallisesti neuvonantajan suoriutumiseen, eikä kumpikaan kauppamuoto yksinään nopeuta tai hidasta ostajan löytämistä tai yritysjärjestelyn valmistelua.

Tilinpäätöstietojen valossa yrityskauppojen ja sukupolvenvaihdosten arvonmääritys näyttää pohjautuvan yhtenevässä määrin yrityksen taseeseen ja tuloslaskelmaan. Merkittäviä eroja luokkien keskiarvoissa ei esiinny. Tästä voidaan tehdä johtopäätös, että neuvonantajan tekemät arvonmääritykset ovat perusteltuja. Kauppahinnan ja taseen sekä pysyvien vastaavien keskiarvoissa esiintyi taas oletettavissa olevia eroavaisuuksia. Erot selittyvät sukupolvenvaihdosten verohuojennuksilla. Tulos on merkittävä ja se osoittaa neuvonantajan hyödyntävän verohuojennuksia sukupolvenvaihdosten osalta tehokkaasti, josta voidaan tehdä varovainen johtopäätös, että ostajat ovat saaneet verotuksellisesti tehokkaan kauppahinnan.

Riippumattomien otosten T-testi							
1 Yrityskauppa, N = 72							
2 Sukupolvenvaihdos, N = 32							
		Keskiarvo	Keskihajonta	Keskivirhe	Sig. (2-tailed)	t	df
Arvonmääritys	1	332 780 €	427 910 €	55 730 €	0,071	1,824	102
	2	173 160 €	214 940 €	38 000 €			
Kauppahinta	1	350 600 €	626 390 €	73 820 €	0,073	1,809	102
	2	146 570 €	169 840 €	30 020 €			
Preemio	1	1,30 %	34,65 %	4,08 %	0,461	0,740	102
	2	-4,26 %	37,05 %	6,55 %			
Myyntiaika	1	270	298	35	0,377	-0,887	102
	2	332	390	69			
Kauppahinta/ Liikevaihto	1	0,62	1,67	0,20	0,603	0,521	102
	2	0,45	1,13	0,20			
Kauppahinta/ Tilikauden tulos	1	8,79	28,85	3,40	0,296	1,051	102
	2	3,36	6,63	1,17			
Kauppahinta/ Liikevoitto	1	5,63	11,94	1,40	0,154	1,436	102
	2	2,50	4,38	0,77			
Kauppahinta/ Omapääoma	1	2,06	3,14	0,37	0,117	1,579	102
	2	1,09	2,24	0,40			
Kauppahinta/ Tase	1	0,95	1,67	0,20	0,022	2,324	102
	2	0,26	0,21	0,04			
Kauppahinta / Pysyvät vastaavat	1	7,51	15,73	1,85	0,019	2,381	102
	2	0,87	0,90	0,16			

Taulukko 7. Riippumattomien otosten T-testi: yrityskauppojen ja sukupolvenvaihdosten keskiarvovertailu.

3.2.6 Oneway Anova: asiakkuuden syntytapa

Määrällisten muuttujien lisäksi otoksesta tutkittiin toteutuneiden yritysjärjestelyjen laadullisia muuttujia, kuten tässä luvussa tarkastelun kohteena oleva asiakkuuden syntytapa. Asiakkuuden syntytapa on luokiteltu neljään luokittelevaan muuttujaan, sen perusteella mitä kanavaa pitkin yritysjärjestely on alunperin syntynyt Yritys A:lle toimeksiannoksi. Otoksen havainnot on luokiteltu neljään muuttujaan seuraavasti: (1) asiakashankinta, (2) viestinvaihto, (3) aikaisempi asiakkuus ja (4) pankkireferenssi. Tämän jälkeen näiden luokkien välisiä keskiarvoja on vertailtu Oneway Anovalla. Tulosten luotettavuuden ja vertailukelpoisuuden varmistamiseksi keskiarvojen muuttujat ovat samat kuin T-testeissä käytetyt.

(1) Asiakashankinta -luokassa (N = 12) ovat kaikki yritysjärjestelyt, joiden toimeksianto on syntynyt Yritys A:n oman asiakashankinnan kautta. Asiakashankintaan kuuluvat markkinointitoimenpiteet, kuten kampanjapuhelut ja markkinointimateriaalin lähettäminen asiakkaalle Yritys A:n aloitteesta. (2) Viestinvaihto -luokassa (N = 48) on ne yritysjärjestelyt, joiden toimeksianto on syntynyt sen jälkeen, kun asiakas on osallistunut Yritys A:n järjestämälle sukupolvenvaihdoksia käsittelevään koulutukseen. (3) Aikaisempaan asiakkuus -luokkaan (N = 23) kuuluvat ne yritysjärjestelyt, joiden asiakkuus Yritys A:n kanssa on alkanut jo aikaisemman yritysjärjestelyn tai muun neuvonantopalvelun perusteella. Neljänten (4) pankkireferenssi -luokkaan (N = 21) kuuluvat ne yritysjärjestelyt, joiden toimeksianto on syntynyt yhteistyökumppanin suosituksen kautta. Viestinvaihto -luokka kattaa otoksesta lähes puolet, kun taas asiakashankinta -luokka on otoksen pienin. Oneway Anovan tulokset on taulukoitu taulukkoon 8.

Arvonmäärittäminen ja kauppahinnan osalta tulokset ovat erityisen mielenkiintoiset. Molemmissa muuttujissa esiintyy tilastollisesti merkitseviä keskiarvoeroja. Keskimäärin niiden yritysjärjestelyjen arvonmäärittäykset, joiden toimeksiantosopimus Yritys A:n kanssa on syntynyt aikaisemman asiakkuuden perusteella ($x = 490\text{teur}$, $s = 770\text{teur}$) ovat yli puolet suurempia kuin muiden luokkien arvonmäärittäykset. Pankkireferenssien ($x = 180\text{teur}$, $s = 180\text{teur}$) kautta syntyneiden toimeksiantojen arvonmäärittäykset ovat taas keskimäärin pienin luokka. Asiakashankinnan ($x = 330\text{teur}$, $s = 280\text{teur}$) kautta syntyneiden yritysjärjestelyjen

keskimääräiset arvonmääritykset ovat luokkien toiseksi korkeimmat, kun taas viestinvaihdon ($x = 220\text{eur}$, $s = 190\text{eur}$) kautta syntyneet asiakkuudet ovat keskimääräisesti toiseksi pienimmät arvonmääritykset. Erot ovat tilastollisesti merkitseviä $F(103) = 2,97$, $p < 0,05$.

Kauppahinnan osalta tulokset jatkuvat samankaltaisina. Keskimäärin korkeimmat toteutuneet kauppahinnat ovat syntyneet aikaisempien asiakkuuksien -luokassa ($x = 580\text{eur}$, $s = 1050\text{eur}$), kun vastaavasti keskimääräisesti pienimmät kauppahinnat ovat pankkireferenssi -luokassa ($x = 170\text{eur}$, $s = 190\text{eur}$). Keskimäärin luokkien toiseksi (viestinvaihto, $x = 210\text{eur}$, $s = 180\text{eur}$) ja kolmanneksi (asiakashankinta $x = 260\text{eur}$, $s = 210\text{eur}$) pienimmät kauppahinnat ovat suuruusluokaltaan lähempänä pankkireferenssi -luokkaa kuin aikaisempien asiakkuuksien luokkaa. Erot ovat tilastollisesti merkitseviä $F(103) = 3,07$, $p < 0,05$.

Arvonmäärityksen ja kauppahinnan osalta luokkien välillä esiintyy siis tilastollisesti merkitseviä keskiarvoeroja. Kuitenkaan arvonmäärityksen onnistumista mittaavan preemion osalta luokkien keskiarvojen välillä ei ole tilastollisesti merkitseviä eroja. Asiakashankinta -luokassa erotusprosentti on kuitenkin muita luokkia heikompi ($x = -14,4\%$, $s = 29,3\%$), mutta ero ei ole tilastollisesti merkitsevä $F(103) = 0,72$, $p < 0,05$. Vaikka luokkien välillä esiintyy tilastollisesti merkitseviä arvonmäärityksen ja kauppahintojen keskiarvoeroja, ei tämä kuitenkaan johda siihen, että tietyissä luokissa arvonmääritys onnistuisi tehokkaammin tai heikommin. Myöskään luokkien keskimääräisissä myyntiajoissa ei ole tilastollisesti merkitseviä eroja $F(103) = 1,02$, $p > 0,05$ ja myyntiajat ovat jo aikaisempien tulosten mukaisesti keskimäärin noin vuoden pituisia. ($x = 206-333$, $s = 261-444$).

Oneway Anovalla tutkittiin asiakkuuden syntyvän perusteella muodostettujen luokkien keskiarvoeroja myös tilinpäätöstietojen osalta. Tilinpäätöstiedot; liikevaihto, tilikauden tulos, liikevoitto, omapääoma, tase sekä pysyvät vastaavat suhteutettiin kauppahintaan. Kuitenkaan minkään tunnusluvun suhdelukujen keskiarvoerot eivät ole tilastollisesti merkitseviä: kauppahinnan ja liikevaihdon suhde $F(103) = 1,66$, $p > 0,05$, kauppahinnan ja tilikauden tuloksen suhde $F(103) = 1,60$, $p > 0,05$ ja kauppahinnan ja taseen suhde $F(103) = 1,99$, $p > 0,05$. Otoksen kauppahinnan ja tilinpäätöstietojen keskimääräiset suhdeluvut on esitelty luvun 3.2

alussa, ja koska asiakkuuden syntytapaluokkien keskiarvovertailussa ei esiinny tilastollisesti merkitseviä eroja on tarkemmat keskiarvovertailun tutkimustulokset esitelty vain taulukossa 8. Seuraavissa kappaleissa pohditaan kuitenkin yksityiskohtaisemmin mitä asiakkuuden syntytapojen perusteella luokitellut keskiarvovertailun tutkimustulokset tarkoittavat käytännössä.

Arvonmäärityshintojen ja kauppahintojen osalta asiakkuuden syntyvän perusteella luokkien keskiarvovertailussa löytyi tilastollisesti merkitseviä eroja. Havaintoa vahvistaa se, että merkitsevät erot löytyvät sekä arvonmäärityshinnoissa että kauppahinnoissa. On kuitenkin virheellistä tehdä suoraan johtopäätös, että asiakkuuden synty tapa vaikuttaisi korkeamman tai matalamman kauppahinnan syntyyn vaan ennemminkin syy-seuraus suhde on päinvastainen; erikokoiset yritykset luontaisesti ohjautuvat asioimaan tiettyjen kanavien kautta.

Keskimäärin suurimmat kauppahinnat esiintyvät aikaisempi asiakkuus -luokassa. Tuloksesta voidaan johtaa kaksi tulkintaa, joilla voidaan perustella luokkien keskimääräisesti suuremmat kauppahinnat. Ensimmäiseksi voidaan ajatella, että asiakkuuden perustuessa aikaisempaan asiakkuuteen neuvonantaja tuntee asiakkaan taustatiedot ja lähtökohdat syvällisemmin. Tällöin neuvonantaja myös pystyy toimimaan tehokkaammin yrityksen myyntitilanteessa. Toiseksi voidaan ajatella, että asiakkaan kokemus ja tuntemus Yritys A:ta kohtaan on suurempi, jolloin myös asiakas on luottavaisempi yritysjärjestelyprosessia kohtaan. Todennäköisesti nämä molemmat ovat tekijöitä, jotka yhdessä vaikuttavat korkeamman arvonmäärityksen ja kauppahinnan syntyyn. Vaikka tulos on perusteltavissa on yllättävää, että aikaisemman asiakkuus -luokan keskimääräiset kauppahinnat ovat yli puolet suuremmat muihin luokkiin verrattuna.

Keskimääräisesti pienimmät euromääräiset kauppahinnat esiintyvät pankkireferenssi -luokassa. Luontainen selitys havainnolle on, että Yritys A:n yhteistyö perustuu pieniin yrityksiin keskittyvän pankin yksikön kanssa, jolloin luonnollisesti pankin toimihenkilön suositellessaan Yritys A:ta asiakkaalleen on asiakas heidän kohderyhmän kokoinen. Yllättävää tuloksissa kuitenkin on se, että asiakashankinta -luokan keskimääräiset kauppahinnat ovat suuremmat kuin pankkireferenssi ja viestinvaihto -luokissa. Tästä voidaan tehdä varovainen tulkinta, että Yritys A:n

asiakashankinta on ollut huomattavan tehokasta, sillä yleisesti voidaan hyväksyä kylmän asiakkaan hankkiminen haastavaksi. Viestinvaihto -luokan keskimääräiset kauppahinnat voidaan todeta olevan taas luonnollisella tasolla. Viestinvaihto -koulutuksiin osallistuvat yleensä juuri sukupolvenvaihdosta suunnittelevat ja tällöin yleensä myös hieman pienemmät yritykset.

Vaikka asiakkuuksien synty tapa luokkien keskimääräisissä kauppahinnoissa on eroja, ei kuitenkaan tilastollisesti merkitseviä eroja löydy preemioista tai myyntiajoista. Tästä voidaan tehdä tulkinta, että vaikka asiakkuuden synty tavoista syntyy luonnollisesti erikokoisia arvonmäärytyksiä, suoriutuu neuvonantaja kaikkien luokkien myyntiprosessista yhtäläisesti. Asiakkuuden synty tapa ei itsessään vaikuta arvonmäärytyksen onnistumiseen, eikä se itsessään pidennä tai hidasta myyntiaikaa. Johtopäätöksenä voidaan todeta Yritys A:n ammattitaidon olevan yhtäläinen pienten ja keskisuurten yritysten osalta. Tulosta tukevat jo aikaisempien T-testien yhteydessä saadut tulokset. Luokkien välillä tilastollisesti merkitseviä eroavaisuuksia ei esiinny myöskään kauppahinnan ja tilinpäätöstietojen suhteessa, joka osaltaan tukee tehtyjä johtopäätöksiä. Tilastollisesti merkitsevien keskiarvoerojen puute viestii siitä, että toteutunut kauppahinta on perusteltu ja linjassa myytävän yrityksen taseen ja tuloslaskelman kanssa. Vastaavat tulokset havaittiin myös osake- ja liiketoimintakauppa sekä yrityskauppa ja sukupolvenvaihdos luokittelussa.

Oneway Anova: asiakkuuden syntytapa							
1= Asiakashankinta, N = 12, 2 = Viestinvaihto, N = 48							
3 =Aikaisempi asiakkuus, N = 23, 4 = Pankkireferenssi, N = 21							
		Keskiarvo	Keskihajonta	Keskivirhe	Sig. (2-tailed)	F	df
Arvonmääritys	1	330 540 €	281 800 €	81 350 €	0,035	2,971	103
	2	217 830 €	190 910 €	27 560 €			
	3	492 050 €	772 290 €	161 030 €			
	4	179 130 €	187 740 €	40 970 €			
Kauppahinta	1	255 850 €	208 020 €	60 050 €	0,031	3,070	103
	2	210 090 €	179 890 €	25 960 €			
	3	575 430 €	1 054 010 €	219 780 €			
	4	168 790 €	191 640 €	41 820 €			
Preemio	1	-14,44 %	29,29 %	8,45 %	0,542	0,720	103
	2	2,04 %	33,23 %	4,80 %			
	3	1,21 %	43,01 %	8,97 %			
	4	0,24 %	34,46 %	7,52 %			
Myyntiaika	1	206	321	93	0,388	1,019	103
	2	327	298	43			
	3	212	261	54			
	4	333	444	32			
Kauppahinta/ Liikevaihto	1	0,24	0,17	0,05	0,181	1,656	103
	2	0,53	0,80	0,11			
	3	1,13	2,99	0,62			
	4	0,22	0,24	0,05			
Kauppahinta/ Tilikauden tulos	1	-0,59	19,42	5,61	0,194	1,602	103
	2	12,58	33,37	4,82			
	3	3,58	7,07	1,47			
	4	2,92	5,92	1,29			
Kauppahinta/ Liikevoitto	1	6,79	16,26	4,69	0,510	0,775	103
	2	5,65	8,50	1,23			
	3	3,81	12,23	2,55			
	4	2,16	7,43	1,62			
Kauppahinta/ Omapääoma	1	0,88	0,88	0,25	0,429	0,93	103
	2	1,75	2,10	0,30			

	3	1,52	1,39	0,29			
	4	2,55	5,44	1,19			
Kauppahinta/	1	0,43	0,30	0,09	0,120	1,991	103
Tase	2	0,66	0,56	0,08			
	3	1,35	2,84	0,59			
	4	0,44	0,45	0,10			
Kauppahinta /	1	5,33	10,24	2,96	0,471	0,849	103
Pysyvät vastaavat	2	4,29	9,72	1,40			
	3	9,35	20,43	4,26			
	4	3,98	12,90	2,81			

Taulukko 8. Oneway Anova keskiarvovertailu: luokittelu asiakkuuden syntyvän perusteella.

3.2.7 Oneway Anova: ostaja

Asiakkuuden syntyvän lisäksi otoksesta tutkittiin yritysjärjestelyn ostajaa. Käsitteellä ostaja viitataan tässä yhteydessä henkilöön, joka on toiminut yritysjärjestelyn vastapuolena ostaja -roolissa. Ostajien luokittelu tapahtuu sen perusteella mikä on ostajan suhde myyjään. Luokittelevia muuttujia on neljä: (1) osakas, (2) ulkopuolinen, (3) työntekijä ja (4) sukulainen. Luokittelun jälkeen näiden muuttujien välisiä keskiarvoja on vertailtu Oneway Anovalla. Tulosten luotettavuuden ja vertailukelpoisuuden varmistamiseksi muuttujat ovat samat kuin T-testeissä sekä muissa Oneway Anovassa käytetyt.

Ostajilla, jotka ovat luokiteltu (1) osakas -luokkaan (N = 17) viitataan ostajiin, jotka ovat jo ennen yritysjärjestelyn toteuttamista omistaneet osuuden kyseisen yrityksen osakekannasta. Yritysjärjestelyssä osakas kasvattaa osakemääräänsä yrityksessä ostamalla lisää yrityksen osakkeita tai siirtymällä yksin yrityksen omistajaksi ostamalla muiden osakkaiden osakkeet kokonaisuudessa. (2) Ulkopuolisella -luokalla (N = 45) tarkoitetaan yritysjärjestelyn ostajaa, jolla ei ole aikaisempaa omistusosuutta yrityksessä, eikä ole yrityksen aikaisempi työntekijä tai osakkaan lähisukulainen. Kyseinen luokka kattaa otoksesta noin puolet ja on näin ollen suurin yksittäinen luokka. (3) Työntekijä -luokalla (N = 10) tarkoitetaan ostajia, jotka ovat ostohetkellä työskennelleet myytävässä yrityksessä, mutta eivät ole entuudestaan omistaneet osuutta yrityksen osakekannasta. Tämä luokka on otoksen pienin. Neljäs luokitteleva muuttuja on (4) sukulainen -luokka (N = 32), jolloin ostaja on myyjän lähisukulainen, pääasiassa lapsi tai lapsenlapsi.

Oneway Anovan tulokset on taulukoitu taulukkoon 9. Keskiarvovertailu ostajan perusteella luokiteltujen muuttujien osalta ei osoittanut tilastollisesti merkitseviä keskiarvoeroja viiden prosentin riskitasolla mitattuna. Kuitenkin vaikka keskiarvovertailussa ei löydy tilastollisesti merkitseviä eroavaisuuksia ovat tulokset mielenkiintoisia. Mistä johtuu, että kyseisten luokittelevien muuttujien välillä ei ole eroja? Alla tarkistellaan tuloksia tarkemmin ja pohditaan niiden syitä.

Keskimäärin ulkopuolisen ($x = 410\text{eur}$, $s = 570\text{eur}$) ollessa yritysjärjestelyn ostajana arvonmääritys on kaksinkertainen muihin luokkiin verrattuna, esimerkkinä

sukulainen -luokka ($x = 190\text{teur}$, $s = 220\text{teur}$). Tulos ei kuitenkaan ole viiden prosentin riskitasolla tilastollisesti merkitsevä $F(103) = 2,66$, $p > 0,05$. Keskiarvoero on kuitenkin luonnollinen. Yritysjärjestelyissä joissa ostaja on ulkopuolinen eikä esimerkiksi työntekijä tai sukulainen on luonnollista, että yrityksen kauppahintaa yritetään maksimoida, joka johtaa myös korkeampaan arvonmäärittäshintaan. Tämän lisäksi voidaan varovaisesti olettaa, että yritysjärjestelyt joissa ostajana on sukulainen ovat pienempiä yrityksiä, jossa toteutetaan sukupolvenvaihdos. Näin ollen näiden yritysten arvonmäärittäyksetkin ovat pienempiä kuin yritysjärjestelyt, jossa ostajana on ulkopuolinen. Tästä syystä poikkeuksellisesti Oneway Anovan tuloksia voidaan tarkastella kymmenen prosentin riskitasolla, jolloin arvonmäärittäshintojen keskiarvojen erot ovat tilastollisesti merkitseviä, $F(103) = 2,66$, $p < 0,10$. Samansuuntaiset tulokset jatkuvat myös kauppahinnan osalta. Keskimäärin ulkopuolinen -luokan ($x = 440\text{teur}$, $s = 770\text{teur}$) kauppahinnat ovat yli kaksinkertaisia kolmeen muuhun luokittelevaan muuttajaan verrattuna, esimerkkinä sukulainen -luokka ($x = 160\text{teur}$, $s = 180\text{teur}$). Luokkien keskiarvojen erot eivät kauppahintojen osalta ole viiden prosentin riskitasolla tilastollisesti merkitseviä $F(103) = 2,27$, $p > 0,05$, mutta kuten myös arvonmäärittäksen osalta kymmenen prosentin riskitasolla tarkisteltuna keskiarvoerot ovat tilastollisesti merkitseviä, $F(103) = 2,27$, $p < 0,10$.

Ostajan perusteella luokittelu ja keskiarvojen tutkiminen ei tuonut tilastollisesti merkitseviä eroja preemion $F(103) = 0,33$, $p > 0,05$ tai myyntiaikojen $F(103) = 1,55$ $p > 0,05$ osalta. Tilipääöstiedot suhteutettiin kauppahintaan. Yhdessäkään luokassa ei esiintynyt tilastollisesti poikkeavia keskiarvoja: kauppahinnan ja liikevaihdon suhde $F(103) = 0,96$, $p > 0,05$, kauppahinnan ja tilikauden tuloksen suhde $F(103) = 1,10$, $p > 0,05$ sekä kauppahinnan ja taseen suhde $F(103) = 2,30$, $p > 0,05$. Tulokset ovat aikaisempien tulosten mukaiset, joten voidaan tehdä johtopäätös, että yksinään ostaja ei vaikuta arvonmäärittäksen onnistumiseen tai epäonnistumiseen tai myyntiajan pidentymiseen tai nopeutumiseen.

Oneway Anova: ostaja							
1 = Osakas, N = 17, 2 = Ulkopuolinen, N = 45							
3 = Työntekijä, N = 10, 4 = Sukulainen, N = 32							
		Keskiarvo	Keskihajonta	Keskivirhe	Sig. (2-tailed)	F	df
Arvonmääritys	1	180 070 €	168 150 €	40 780 €	0,053	2,656	103
	2	412 600 €	572 950 €	85 410 €			
	3	188 220 €	110 420 €	34 920 €			
	4	187 220 €	223 630 €	39 530 €			
Kauppahinta	1	173 980 €	157 590 €	38 220 €	0,085	2,269	103
	2	441 860 €	770 570 €	114 870 €			
	3	195 120 €	163 760 €	51 780 €			
	4	160 670 €	181 240 €	32 040 €			
Preemio	1	4,73 %	31,57 %	7,66 %	0,806	0,327	103
	2	1,33 %	37,35 %	5,57 %			
	3	-5,15 %	28,52 %	9,02 %			
	4	-4,11 %	37,06 %	6,55 %			
Myyntiaika	1	138	191	46	0,207	1,546	103
	2	303	312	47			
	3	361	324	102			
	4	327	392	69			
Kauppahinta/ Liikevaihto	1	0,42	1,01	0,25	0,417	0,955	103
	2	0,85	2,08	0,31			
	3	0,28	0,20	0,06			
	4	0,33	0,89	0,16			
Kauppahinta/ Tilikauden tulos	1	1,00	18,53	4,50	0,352	1,103	103
	2	11,40	33,59	5,01			
	3	9,83	16,95	5,36			
	4	3,49	6,76	1,19			
Kauppahinta/ Liikevoitto	1	3,59	15,63	3,79	0,410	0,971	103
	2	6,22	10,83	1,61			
	3	6,44	10,33	3,27			
	4	2,50	4,40	0,78			
Kauppahinta/ Omapääoma	1	1,24	1,50	0,36	0,183	1,649	103
	2	2,47	3,77	0,56			

	3	1,41	1,37	0,43			
	4	1,13	2,24	0,40			
Kauppahinta/	1	1,34	3,33	0,81	0,082	2,303	103
Tase	2	0,86	0,58	0,09			
	3	0,63	0,45	0,14			
	4	0,29	0,26	0,05			
Kauppahinta/	1	3,88	7,18	1,74	0,065	2,486	103
Pysyvät vastaavat	2	9,16	19,01	2,83			
	3	5,73	7,53	2,38			
	4	1,03	1,23	0,22			

Taulukko 9. Oneway Anova keskiarvovertailu: luokittelu ostajan perusteella.

3.2.8 Oneway Anova: syy yritysjärjestelyyn

Viimeisenä laadullisena muuttujana on tässä tutkimuksessa tutkittu syytä yritysjärjestelyyn. Otos on luokiteltu neljään luokittelevaan muuttujan sen perusteella mistä syystä johtuen myyjä on halunnut käynnistää yrityksensä myyntiprosessin. Luokat ovat seuraavat: (1) yrittäjän eläkesuunnitelmat, (2) pitkän tähtäimen sukupolvenvaihdos, (3) vain toinen osakkaista jatkaa yrittäjänä sekä (4) muut -luokka. Luokittelun jälkeen näiden muuttujien välisiä keskiarvoja on vertailtu Oneway Anovalla. Tulosten luotettavuuden ja vertailukelpoisuuden varmistamiseksi muuttajat ovat samat kuin T-testeissä ja muissa Oneway Anovassa käytetyt.

(1) Eläkesuunnitelmat -luokalla (N = 77) tarkoitetaan yrittäjän halua myydä yritystoimintansa, koska on itse eläkeiässä ja suunnittelee jäävänsä eläkkeelle lähivuosien aikana. (2) Pitkätähtäimen sukupolvenvaihdoksella (N = 11) tarkoitetaan myyntitilannetta, jossa yrittäjä ei ole vielä eläkeiässä, mutta haluaa jo hyvissä ajoin aloittaa yrityksen osakekannan siirron jälkipolville. (3) Vain toinen osakkaista jatkaa -luokka (N = 7) kuvaa tilannetta, jossa yrityksessä on mukana useampi osakas ja he ovat päätyneet lopputulokseen, että vain toinen osakkaista voi jatkaa kyseisen yrityksen omistajana. Viimeinen (4) muut -luokka (N = 9) sisältää loput yritysjärjestelyt, jotka eivät suoraan sovi mihinkään yllä mainituista kolmesta luokasta. Luokassa on mukana muun muassa yritysjärjestelyt joiden syynä on ollut yrityksen heikko taloustilanne, yrityksen menestys sekä yrittäjän halu perustaa toisella toimialalla uusi yritys. Eläkesuunnitelmat -luokka on luokittelevista muuttujista merkittävästi suurin luokka, kun taas muut kolme luokkaa edustavat jokainen vain noin kymmenesosaa otoksesta. Luokkien otoskokojen eroista johtuen saatuja tuloksia on kuitenkin syytä tulkita erityisellä varauksella.

Oneway Anovan tulokset on taulukoitu taulukkoon 10. Kyseisen laadullisen muuttujan keskiarvovertailun tulokset ovat erittäin mielenkiintoiset ja ne viittaavat muutamaaan poikkeavaan yritysjärjestelyyn. Pääsääntöisesti otoksen keskiarvovertailun tutkimustulokset eivät osoittaneet erityisen suuria poikkeavia luokkia otoksessa. Yritysjärjestelyn myyntisyyn perusteella luokiteltu otos on erityisen mielenkiintoinen arvonmäärityksen, kauppahinnan ja myyntiajan osalta. Tilinpäätöstiedot ovat pitkälti aikaisempien saatujen tulosten mukaiset eivätkä osoita tilas-

tollisesti merkitseviä eroavaisuuksia luokittelevien muuttujien välillä. Seuraavaksi Oneway Anovan tuloksia tarkastellaan yksityiskohtaisemmin.

Arvonmääritysten osalta luokkien keskiarvoissa löytyy tilastollisesti merkitseviä eroavaisuuksia $F(103) = 3,75$, $p < 0,05$. Eläkesuunnitelmat -luokka ($x = 270\text{eur}$, $s = 310\text{eur}$) ja vain toinen osakkaista jatkaa -luokka ($x = 220\text{eur}$, $s = 250\text{eur}$) ovat otoksen arvonmääritysten keskitasolla, kun taas pitkän tähtäimen sukupolvenvaihdos -luokan ($x = 90\text{eur}$, $s = 70\text{eur}$) arvonmääritykset ovat keskimäärin yli puolet pienempiä koko otoksen keskiarvoon verrattuna. Otoksen keskiarvosta huomattavasti poikkesi myös muut -luokka ($x = 670\text{eur}$, $s = 1\ 000\text{eur}$), jonka arvonmääritykset ovat keskimäärin yli puolet suurempia kuin koko otoksen keskiarvo.

Arvonmääritysten keskiarvoerojen lisäksi luokittelevien muuttujien keskuudesta löytyi tilastollisesti merkitseviä keskiarvoeroja myös kauppahintojen osalta $F(103) = 4,60$, $p < 0,05$. Eläkesuunnitelmat -luokka ($x = 260\text{eur}$, $s = 350\text{eur}$) ja vain toinen osakkaista jatkaa -luokka ($x = 210\text{eur}$, $s = 240\text{eur}$) ovat otoksen kauppahintojen keskimääräisellä tasolla. Pitkän tähtäimen sukupolvenvaihdos -luokan ($x = 80\text{eur}$, $s = 70\text{eur}$) kauppahinnat ovat keskimäärin yli puolet pienempiä kuin koko otoksen keskimääräiset kauppahinnat, kun taas muut -luokan ($x = 870\text{eur}$, $s = 1\ 430\text{eur}$) kauppahinnat ovat keskimäärin yli puolet suurempia kuin koko otoksen keskimääräiset kauppahinnat. Luokittelemalla muuttujat yrityksen myyntisyyn perusteella ei arvonmäärittelyn onnistumista mittaavassa preemiosta löydy tilastollisesti merkitseviä keskiarvoeroja $F(103) = 0,90$, $p > 0,05$.

Myyntiajoista löytyy myös mielenkiintoisia tuloksia luokittelevien muuttujien välillä ja keskiarvoerot ovat tilastollisesti merkitseviä $F(103) = 2,93$, $p < 0,05$. Tulokset ovat erityisen mielenkiintoisia, koska millään muulla tavalla otoksen muuttujia luokittelemalla ei löydy tilastollisesti merkitseviä myyntiaikojen keskiarvoeroja. Eläkesuunnitelmat -luokan ($x = 341$, $s = 356$) ja pitkäntähtäimen sukupolvenvaihdos -luokan ($x = 192$, $s = 220$) keskimääräiset myyntiajat ovat samansuuntaiset kuin koko otoksen keskimääräinen myyntiaika. Sen sijaan vain toinen osakkaista jatkaa -luokan ($x = 53$ $s = 55$) keskimääräinen myyntiaika on

huomattavasti lyhyempi kuin otoksen keskimääräinen hieman alle vuoden mittainen myyntiaika. Kyseisessä luokassa myyntiaika on keskimäärin vain noin kahden kuukauden mittainen. Myös muut -luokan ($x = 142$, $s = 83$) myyntiaika on keskimäärin vain puoli vuotta, kun koko otoksen myyntiaikojen keskiarvo on hieman alle vuoden.

Luokiteltuja muuttujia tutkittiin myös kauppahintaan suhteutettujen tilinpäätöstiетоjen osalta. Pääsääntöisesti luokkien välillä ei löytynyt tilastollisesti merkitseviä keskiarvoeroja: kauppahinnan ja liikevaihdon suhde $F(103) = 0,55$, $p > 0,05$, kauppahinnan ja tilikauden tuloksen suhde $F(103) = 0,39$, $p > 0,05$ sekä kauppahinnan ja omapääoman suhde $F(103) = 0,92$, $p > 0,05$. Tilastollisesti merkitseviä eroja löytyi kuitenkin luokkien välillä kauppahinnan ja taseen suhteessa $F(103) = 4,33$, $p < 0,05$. Pitkántähtäimen sukupolvenvaihdos -luokan kauppahinnan ja taseen suhde ($x = 0,20$, $s = 0,16$) on selkeästi pienempi kuin koko otoksen keskimääräiset kauppahinnan ja taseen suhteet. Kyseisessä luokassa kauppahinnat ovat keskimäärin vain noin viidesosa kauppahinnasta, kun koko otoksen suhteen keskiarvo on noin yhden suhde yhteen. Muiden luokittelevien muuttujien osalta kauppahinnan ja taseen suhde on keskimäärin koko otoksen keskiarvon mukainen. Kyseisten luokittelevien muuttujien osalta Oneway Anovan tulokset tukevat jo aikaisempia tuloksia ja niissä ei ole tilinpäätöstiетоjen osalta poikkeavia havaintoja.

Oneway Anova: syy yritysjärjestelyyn							
1 = Eläkesuunnitelmat N = 77, 2 = Pitkääntähtäimen SPV, N = 11							
3 = Vain toinen osakkaista jatkaa, N = 7, 4 = Muut, N = 9							
		Keskiarvo	Keskihajonta	Keskivirhe	Sig. (2-tailed)	F	df
Arvonmääritys	1	270 690 €	305 650 €	34 830 €	0,013	3,748	103
	2	94 720 €	78 170 €	23 570 €			
	3	221 050 €	248 960 €	94 100 €			
	4	674 330 €	1 032 950 €	344 320 €			
Kauppahinta	1	257 060 €	350 510 €	39 950 €	0,005	4,599	103
	2	79 200 €	68 710 €	20 720 €			
	3	211 190 €	237 390 €	89 720 €			
	4	865 640 €	1 429 790 €	476 600 €			
Preemio	1	0,42 %	37,48 %	4,27 %	0,444	0,899	103
	2	-14,46 %	21,49 %	6,48 %			
	3	-1,95 %	5,66 %	2,14 %			
	4	10,81 %	41,13 %	13,71 %			
Myyntiaika	1	341	356	41	0,037	2,930	103
	2	192	220	66			
	3	53	55	21			
	4	142	83	28			
Kauppahinta/ Liikevaihto	1	0,67	1,75	0,20	0,651	0,548	103
	2	0,18	0,28	0,08			
	3	0,14	0,12	0,04			
	4	0,48	0,35	0,12			
Kauppahinta/ Tilikauden tulos	1	8,20	27,76	3,16	0,762	0,387	103
	2	2,11	2,59	0,78			
	3	0,56	9,94	3,76			
	4	9,08	12,13	4,04			
Kauppahinta/ Liikevoitto	1	5,85	11,26	1,28	0,152	1,799	103
	2	1,40	1,17	0,35			
	3	-2,22	10,12	3,83			
	4	3,96	3,85	1,28			
Kauppahinta/ Omapääoma	1	1,98	3,27	0,37	0,437	0,915	103
	2	0,55	0,55	0,17			

	3	1,08	0,99	0,37			
	4	1,84	1,98	0,66			
Kauppahinta/	1	0,63	0,53	0,06	0,007	4,326	103
Tase	2	0,20	0,16	0,05			
	3	2,40	5,18	1,96			
	4	1,01	0,60	0,20			
Kauppahinta/	1	6,57	15,22	1,73	0,504	0,788	103
Pysyvät vastaavat	2	0,54	0,57	0,17			
	3	4,27	9,16	3,46			
	4	2,93	2,05	0,68			

Taulukko 10. Oneway Anova keskiarvovertailu: luokittelu yritysjärjestelyn syyn perusteella.

4 Yhteenveto ja johtopäätökset

Tämän Pro gradu -tutkielman avainsanat olivat neuvonantajat, yritysjärjestelyt, yrityskaupat, pienet ja keskisuuret yritykset sekä kauppahinta. Tavoitteena oli tutkia mitkä tekijät vaikuttavat yritysjärjestelyn toteutuneeseen kauppahintaan. Tämän pääongelman lisäksi tämä tutkimus pyrki vastaamaan alaongelmiin liittyen siihen mikä on ulkoisen neuvonantajan rooli kauppahinnan muodostumisessa sekä miten ulkoinen neuvonantaja suoriutuu erilaisista yritysjärjestelyistä.

Tutkimuksen syntymistä motivoi pääasiallisesti kaksi ajankohtaista teemaa. Ensimmäiseksi akateeminen tutkimus on tutkinut yritysjärjestelyitä vain pörssiyhtiöiden näkökulmasta, kun taas pienten yritysten yritysjärjestelyiden tutkimuksesta löytyy merkittävä tutkimusaukko. Toiseksi epäonnistuneet yritysjärjestelyt nähdään uhkana Euroopan unionin pienten yritysten tulevaisuudelle sekä alueen talouskasvulle. Joka kolmannes jäsenvaltion yritys tulee kohtaamaan yritysjärjestelyn seuraavan kymmenen vuoden aikana. Kuitenkin, kuten kirjallisuuskatsauksessa todetaan, yli 90 prosenttia pienten yritysten yritysjärjestelyistä toteutetaan rajallisilla ja puutteellisilla resursseilla. Tämän lisäksi vain noin kolmasosa yrityksistä hyödyntää ulkoisia neuvonantajia yritysjärjestelyissä.

Tämä Pro gradu -tutkielma koostui kahdesta osasta: kirjallisuuskatsauksesta sekä empiirisestä tutkimuksesta. Kirjallisuuskatsauksessa tutkittiin yksityiskohtaisemmin tutkimustuloksia yritysjärjestelyistä, joissa on ollut mukana ulkoinen neuvonantaja sekä myös yritysjärjestelyitä, joissa ei ole ollut mukana ulkoista neuvonantajaa. Kirjallisuuskatsauksen tavoitteena oli rakentaa kokonaiskuva tähän mennessä saaduista tutkimustuloksista. Analysoiduissa akateemisissa tutkimuksissa avainsanoina on ollut yritysjärjestelyt, neuvonantajat sekä pienet ja keskisuuret yritykset. Kirjallisuuskatsauksen jälkeen empiirinen tutkimus keskittyi tutkimaan toteutuneita yritysjärjestelyitä, joissa on ollut mukana ulkoinen neuvonantaja.

Kirjallisuuskatsauksessa tutkittiin yritysjärjestelyjen tutkimuksen perinteitä, jonka jälkeen tutkittiin yleisesti pienten yritysten ulkoisten neuvonantajien käyttöä. Yksi tärkeimmistä kysymyksistä, joka yritysjärjestelyjen tutkimukseen liittyy on miten tutkia ilmiötä joka on yhtä aikaa, monimutkainen, paradoksaalinen, monikasvoi-

nen, temaattinen ja moniulotteinen. Yritysjärjestelyt ovat olleet käytäntönä yritysmaailmassa jo 120 vuotta, mutta tutkimusperinteellä on vasta 60 vuoden historia. Useimmissa maissa yrityksillä on tarjolla suuri valikoima ulkoisten neuvonantajien palveluita, mutta markkinoilla vallitsee vielä kuitenkin kysynnän ja tarjonnan epätasapaino. Pienten yritysten neuvonantajien kysyntämäärät eivät vielä kohtaa tarjolla olevien neuvontapalveluiden kanssa. Pääsääntöisesti pienet yritykset hyödyntävät ulkoisia neuvonantajia vain lakisääteisiä toimia varten. Merkittävin osa kirjallisuuskatsauksesta keskittyi kuitenkin ulkoisiin yritysjärjestelyjen neuvonantajiin pienten yritysten keskuudessa. Van Teeffelen (2012) tutki ulkoisten neuvonantajien hyötyä pienten yritysten yritysjärjestelyissä kahdesta näkökulmasta; agenttiteoria ennustaa ettei agenttien tekemät toimenpiteet edusta aina päämiehen hyödyn maksimointia, kun taas resurssiperusteinen näkökulma ennustaa positiivisia vaikutuksia ulkoisten neuvonantajien käytössä yritysjärjestelyissä.

4.1 Johtopäätökset

Tutkimuksen empiirinen osio oli kvantitatiivinen tutkimus yli sadasta toteutuneesta yritysjärjestelystä. Tilastollisen tutkimuksen tutkimustulokset esiteltiin yksityiskohtaisesti luvussa 3. Seuraavaksi tässä johtopäätökset luvussa vastataan vielä tiivistetysti esitettyihin tutkimusongelmiin yksitellen: (1) mitkä tekijät vaikuttavat yritysjärjestelyn toteutuneeseen kauppahintaan, (1a) miten ulkoinen neuvonantaja vaikuttaa kauppahinnan muodostumiseen ja (1b) miten eri muuttujat vaikuttavat ulkoisen neuvonantajan suoriutumiseen yritysjärjestelyssä? Luvun lopussa pohditaan vielä yleisellä tasolla ulkoisten neuvonantajien roolia yritysjärjestelyissä ja teemaan liittyviä haasteita nykypäivän yritysmaailmassa.

4.1.1 Yritysjärjestelyn toteutuneeseen kauppahintaan vaikuttavat tekijät

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli tunnistaa mitkä tekijät vaikuttavat yritysjärjestelyn toteutuneen kauppahinnan muodostumiseen. Taulukkoon 11 on listattu korrelaatiotestauksen perusteella tekijät kahteen luokkaan, sen mukaan onko tekijällä vaikutusta toteutuneeseen kauppahintaan vai ei.

Kauppahintaan vaikuttavat tekijät	Kauppahintaan ei vaikuttavat tekijät
Arvonmäärittäminen (r = 0,942) Liikevoitto (r = 0,815) Omapääoma (r = 0,767) Tilikauden tulos (r = 0,763) Tase (r = 0,649) Liikevaihto (r = 0,611) Pysyvät vastaavat (r = 0,446)	Myyntiaika (r = 0,104) Premio (r = 0,037)

Taulukko 11. Yritysjärjestelyn toteutuneeseen kauppahintaan vaikuttavat tekijät.

Arvonmäärittäminen

Tutkituista muuttujista korrelaatiotestaus osoittaa, että merkittävin kauppahintaan vaikuttava tekijä on ulkoisen neuvonantajan tekemä arvonmäärittäminen yrityksen arvosta. Arvonmäärittäminen ja kauppahinnan välillä on erittäin vahva positiivinen yhteys. Korrelaatiokerroin arvonmäärittäminen ja kauppahinnan välillä antaa viitteitä siitä, että ulkoisella neuvonantajalla on vahva ammattitaito arvioida yritysjärjestelyn toteutuva kauppahinta. Tuloksesta voidaan tehdä johtopäätös, että ulkoinen neuvonantaja huomioi lukuisia muuttujia arvioidessaan yrityksen arvoa.

Esimerkiksi otoksen arvonmäärittämissä tehdessä ulkoinen neuvonantaja on huomioinut seuraavat tekijät: yrityksen substanssiarvon, aikaisemmat kaupat, luopujan näkemys yrityksen arvosta, ostajan näkemys yrityksen arvosta, verottajan laskelman käyvästä arvosta, kassavirtojen nykyarvon, tuottoarvon sekä neuvonantajan arvioiman arvon yrityksen arvosta. Tuloksesta voidaan tehdä johtopäätös, että ulkoinen neuvonantaja pystyy arvioimaan tehokkaasti todennäköisen toteutuvan kauppahinnan. Johtopäätöstä tukee myös koko otoksen keskimääräinen premio; ulkoinen neuvonantaja on keskimääräisesti onnistunut arvioimaan toteutuvan kauppahinnan alle yhden prosentin tarkkuudella.

Tilinpäätöstiedot

Arvonmäärittäminen lisäksi toteutuneeseen kauppahintaan vaikuttaa odotetusti yrityksen taloudellinen tilanne. Yllättävää tuloksessa oli kuitenkin ettei tilinpäätöstietojen ja kauppahinnan välillä ollut yhtä vahvaa positiivista yhteyttä kuin arvonmäärittäminen ja kauppahinnan välillä. Tulos tukee jo aiemmin esitettyä johtopäätöstä, jonka perusteella ulkoinen neuvonantaja huomioi yrityksen taloudellisen arvon osana yrityksen arvonmäärittämisprosessia, mutta tämän lisäksi sisällyttää arvonmäärittämiseen myös muita tekijöitä. Testatuista taloudellisista tunnusluvusta kauppahintaan vaikutti merkittävimmin liikevoitto. Tulos tukee ajatus, että kannattava liiketoiminta johtaa korkeampaan kauppahintaan, kun taas heikompi kulu- ja myynnin suhde johtaa matalampaan kauppahintaan. Liikevoiton jälkeen omapääoma, taseen loppusumma ja tilikauden tulos vaikuttivat merkittävimmin kauppahinnan muodostumiseen. Lisäksi nämä tekijät vaikuttivat vahvemmin toteutuneeseen kauppahintaan kuin liikevaihto. Tuloksesta voidaan tehdä johtopäätös, että vahva tase ja kannattava liiketoiminta vaikuttavat enemmän kauppahintaan kuin pelkästään liikevaihto. Korrelaatiokertoimet tilinpäätöstietojen ja kauppahinnan välillä tukevat oletusta, että ulkoisesta neuvonantajasta on hyötyä yrityksen arvonmäärittämisessä eikä yrityksen arvoa voida määrittää pelkästään yrityksen taloudellisen tilanteen perusteella.

Myyntiaika ja preemio

Arvonmäärittäminen ja yrityksen taloudellinen tilanne ovat siis tekijöitä, jotka vaikuttavat yritysjärjestelyn toteutuneeseen kauppahintaan. Sen sijaan korrelaatiotestaus osoittaa, että myyntiaika ja arvonmäärittäminen onnistuminen eivät vaikuta toteutuneeseen kauppahintaan. Yllättävää tuloksessa on, että esimerkiksi pidentynyt myyntiaika ei alenna toteutunutta kauppahintaa tai päinvastoin lyhyt myyntiaikaa ei nosta kauppahintaa. Tämän lisäksi suuremman tai arvokkaamman yrityksen myyntiprosessi noudattaa tutkimuksessa ilmenevää keskimääräistä myyntiaikaa eikä aiheuta esimerkiksi myyntiajan pidentymistä.

Tuloksesta voidaan tehdä johtopäätös, joka osaltaan tukee jo aikaisemmin esitettyä tulkintaa; ulkoisesta neuvonantajasta on etuja yritysjärjestelyssä. Koska myyn-

tiajan ja kauppahinnan väliltä ei löydy yhteyttä, voidaan tehdä johtopäätös, että ulkoinen neuvonantaja suoriutuu ammattitaitoisesti erikokoisten yritysten myynnistä eikä yrityksen arvo pidennä tai lyhennä keskimääräistä myyntiaikaa. Toiseksi korrelaatiotestauksen perusteella voidaan tulkita, että yrityksen arvonmäärittäminen on toteutettu ammattitaitoisesti, sillä vaikka myyntiaika pidentyy ei se suoraan vaikuta arvonmäärittämisen epäonnistumiseen. Premion ja kauppahinnan välillä ei myöskään löytynyt yhteyttä. Tuloksesta voidaan johtaa tulkinta, että arvonmäärittäminen onnistuu tai epäonnistuu yhtäläisellä kaikin kokoisissa yritysjärjestelyissä.

4.1.2 Ulkoisen neuvonantajan rooli kauppahinnan muodostumisessa

Korrelaatiotestaus osoittaa mitkä tekijät vaikuttavat toteutuneeseen kauppahintaan. Tulokset jo omalta osaltaan viittaavat varovaiseen johtopäätökseen, jonka mukaan ulkoisesta neuvonantajasta on etua yritysjärjestelytilanteessa. Kuten jo kirjallisuuskatsauksessa todetaan, osa yrittäjistä suhtautuu kyynisesti ulkoisten neuvonantajien hyötyihin liittyen arvonmäärittämiseen ja kauppahinnan muodostumiseen. Keskimääräisesti mitattuna toteutuneiden kauppahintojen ja liikevaihtojen suhde on 0,57. Käytännössä toteutuneet kauppahinnat ovat siis noin puolet myytävän yrityksen liikevaihdosta. Jo tämän tiedon perusteella yrittäjä voisi ajatella, että ulkoiselle neuvonantajalle on tarpeetonta maksaa palkkioita arvonmäärittämiseen liittyen, sillä tämän kaavan mukaan pystyy yrittäjä itsekin määrittämään yrityksen arvon.

Arvonmäärittämisen tekeminen ei kuitenkaan todellisuudessa ole näin yksinkertaista. Pelkästään tämän tutkimuksen otoksen perusteella kauppahinnan ja liikevaihdon suhdeluku vaihtelee 0,004 - 14,200 välillä. Käytännössä siis kuitenkin toteutunut kauppahinta harvoin on puolet yrityksen liikevaihdosta vaan sen suhdeluku on alle tai yli 0,5. Arvonmäärittämisen onnistuminen on kuitenkin merkittävä asia onnistuneen yritysjärjestelyn kannalta. Mikäli yritys alihinnoitellaan jää voitto pieneksi, kun taas jos yritys ylihinnonitellaan saattaa yritys jäädä kokonaan myymättä. Keskimääräisesti mitattuna arvonmäärittäminen on siis yksinkertaista. Käytännössä kuitenkin ulkoisen neuvonantajan yksi merkittävimmistä hyödyistä on se, että ulkoinen neuvonantaja pystyy arvioimaan hinnoitellaanko yrityksen arvo keskimääräistä edullisemmaksi vai korkeammaksi. Yksittäisillä yrittäjillä, kun har-

voin on ammattitaitoa tai mahdollisuutta toteuttaa moniulotteista arvonmäärittystä, joka huomioi muitakin tekijöitä kuin pelkästään yrityksen taloudellisia tunnuslukuja ja keskimääräisiä arvioita.

4.1.3 Ulkoisen neuvonantajan suoriutuminen erilaisissa yritysjärjestelyissä

Yritysjärjestelyn kauppahintaan vaikuttavien tekijöiden lisäksi tässä tutkimuksessa tutkittiin ulkoisen neuvonantajan suoriutumista erilaisissa yritysjärjestelyissä. Keskiarvovertailulla tutkittiin osakekauppojen ja liiketoimintakauppojen sekä yrityskauppojen ja sukupolvenvaihdosten välisiä eroja. Lisäksi tutkittiin miten eri ostajat, eri motiivit yritysjärjestelylle ja eri asiakkuuden syntyvät vaikuttavat yritysjärjestelyyn. Kaikkien viiden ryhmän osalta preemioiden keskiarvoissa ei esiintynyt tilastollisesti merkitseviä keskiarvoeroja. Tulos antaa vastauksen alatu tutkimusongelmaan ja tukee jo aikaisempia johtopäätöksiä ettei yritysjärjestelyn luonne vaikuta arvonmäärittelyn onnistumiseen vaan ulkoinen neuvonantaja suoriutuu yhtäläisesti erilaisista yritysjärjestelyistä. Tulosta tukee myös keskiarvovertailu myyntiaikojen osalta. Pääsääntöisesti eri yritysjärjestelyjen muotojen keskimääräisissä myyntiajoista ei löydy tilastollisesti merkitseviä eroavaisuuksia.

Osake- ja liiketoimintakaupat sekä yrityskaupat ja sukupolvenvaihdokset

Osake- ja liiketoimintakauppojen välillä ei löytynyt lainkaan muuttujia, joissa esiintyisi tilastollisesti merkitseviä keskiarvoeroja. Pääsääntöisesti siis osake- ja liiketoimintakaupat ovat arvonmäärittelysiltään ja kauppahinnoiltaan samansuuruisia; arvonmäärittelykset onnistuvat yhtäläisesti ja keskimääräiset myyntiajat ovat samanmittaisia. Myöskään kauppahinnan suhteuttaminen eri tilinpäätöstietoihin ei osoita eroavaisuuksia osake- ja liiketoimintakauppojen yhteydessä.

Pääsääntöisesti myöskään yrityskauppojen ja sukupolvenvaihdosten välillä ei löytynyt tilastollisesti merkitseviä eroavaisuuksia. Arvonmäärittely onnistuu molemmissa tapauksissa yhtäläisesti ja myyntiajat ovat keskimääräisesti samansuuruiset. Odotetusti sukupolvenvaihdosten keskimääräiset kauppahinnat ovat kuitenkin noin puolet pienempiä kuin yrityskauppojen. Tulos oli odotusten mukainen, sillä juuri yleensä pienemmissä yrityksissä toteutetaan sukupolvenvaihdos, kun taas

suuremmissa useamman työntekijän yrityksissä etsitään ostaja sukulaisten ulkopuolelta. Kauppahinnan suhde taseeseen sekä pysyviin vastaaviin osoittaa, että sukupolvenvaihdosten osalta ulkoinen neuvonantaja huomioi tarjolla olevat verohuojennukset, kun taas yritysjärjestelyissä pyritään mahdollisimman suureen kauppahintaan. Sekä osake- ja liiketoimintakaupan että sukupolvenvaihdosten ja yrityskauppojen välillä tehty keskiarvovertailu osoittaa, että ulkoinen neuvonantaja suoriutuu ammattitaitoisesti erilaisista yritysjärjestelytilanteista osaten huomioida näihin liittyviä erityispiirteitä.

Laadullisten muuttujien vaikutus yritysjärjestelyyn

Keskiarvovertailussa tutkittiin myös laadullisten muuttujien perusteella luokiteltuja yritysjärjestelyitä. Ostajan, asiakkuuden syntyvän ja yritysjärjestelyn syyn perusteella luokitellut yritysjärjestelyt onnistuivat kaikki yhtäläisesti arvonmäärityksen perusteella eikä preemiosta löytynyt tilastollisesti merkitseviä keskiarvoeroja. Sen sijaan yksittäisiä keskiarvoeroja keskiarvovertailu paljasti. Erot ovat kuitenkin luonnollisesti selitettävissä ja ovat yleisiä kunkin kaupan luonteen perusteella eivätkä siis suoranaisesti kuvaa ulkoisen neuvonantajan suoriutumista. Esimerkiksi, kun yritysjärjestelyn syy oli, että ”vain toinen osakkaista jatkaa” keskimääräinen myyntiaika oli alle kaksi kuukautta, kun kaikkien yritysjärjestelyjen keskimääräinen myyntiaika oli hieman alle vuoden. Toinen keskimääräisestä poikkeava tulos oli kauppahinnan keskiarvo, kun syy yritysjärjestelyyn oli ”pitkätähäimen sukupolvenvaihdos”. Tällöin keskimääräinen kauppahinta oli hieman alle satatuhatta euroa, kun kaikkien yritysjärjestelyjen keskimääräiset kauppahinnat olivat hieman alle kolmesataatuhatta euroa. Molemmat tulokset ovat luonnollisia. Kun yritysjärjestelyä toteutetaan pitkätähäimen sukupolvenvaihdoksena myydään yrityksen osakekannassa usein vain pienempi prosenttiosuus, jolloin luonnollisesti myös kauppahinnat jäävät matalammiksi. Myyntiajat ovat taas luonnollisesti lyhyemmät mikäli ostaja on jo tiedossa ja molemmilla omistajilla on motiivi toteuttaa yritysjärjestely nopeasti.

Keskimääräisistä kauppahinnoissa löytyi myös muutama muu poikkeus, jolloin kauppahinta oli keskimääräistä suurempi. Esimerkiksi kun asiakkuus ulkoisen neuvonantajan kanssa oli syntynyt aikaisemman asiakkuuden perusteella, olivat

keskimääräiset kauppahinnat yli puoli miljoonaa euroa eli huomattavasti suuremmat kuin kaikkien yritysjärjestelyjen keskimääräiset kauppahinnat. Ostajan perusteella ryhmitellyt yritysjärjestelyt taas osoittivat, että kun ostaja on ulkopuolinen taho ovat kauppahinnat keskimääräisesti lähes puolet suurempia kuin muiden toteutuneiden yritysjärjestelyjen. Molemmat keskiarvoerot ovat luonnollisia. Kun ostaja on ulkopuolinen henkilö esimerkiksi sukulaisen sijaan on luonnollista, että tavoitteena on korkeampi kauppahinta. Kun taas asiakkuus ulkoisen neuvonantajan kanssa perustuu jo aikaisempaan kokemukseen ja luottamukseen, ovat molemmat osapuolet luottavaisempia yritysjärjestelyprosessia kohtaan ja näin ollen pystytään tavoittelemaan myös korkeampia kauppahintoja.

4.1.4 Ulkoinen neuvonantaja ja menestynyt liiketoiminta

Kirjallisuuskatsauksessa esitettiin tutkimustuloksia, jonka mukaan ulkoisen neuvonantajien käyttö liitetään usein myös menestyneeseen liiketoimintaan ja sen kasvuun. Wren ja Storey (2002) raportoivat ulkoisten neuvonantajien käytön positiivisista vaikutuksista pienissä yrityksissä; kasvua näkyi niin myynissä, liikevoitoissa kuin henkilöstömäärissä. Lewis et al. (2007) raportoivat ulkoisten neuvonantajien roolista pienten yritysten arvonkasvussa sekä myös niiden merkityksestä makrotalouden talouskasvuun. Smallbone et al. (1993) havaitsivat, että 52 prosenttia Britannian yritysjohtajista kokivat ulkoisilla neuvonantajilla olevan positiivinen vaikutus myynnin lisääntymiseen ja kulujen pienentymiseen.

Aikaisempien tutkimustulosten lisäksi myös tämän Pro gradu -tutkielman tutkimustulokset antavat viitteitä siitä, että ulkoisella neuvonantajalla on positiivinen vaikutus yritysjärjestelyn toteutuneen kauppahinnan muodostumiseen. Tutkituissa yritysjärjestelyissä ulkoinen neuvonantaja pystyi arvioimaan yrityksen arvon ja toteutuvan kauppahinnan todennäköisemmin kuin pelkästään yrityksen taloudellisia tunnuslukuja tutkimalla. Mistä siis johtuu kyyninen kulttuuri yrittäjien keskuudessa ulkoisten neuvonantajien käyttöä kohtaan, vaikka tutkimustulokset tukevat ulkoisen neuvonantajan tuovan etuja yrityksen liiketoimintaan?

Ensimmäisenä syynä voidaan nähdä se, että kuka tahansa voi nimittää itseään ulkoiseksi neuvonantajaksi ja yritysjärjestelyjen ammattilaiseksi. Suomessa ulkoisia

neuvonantajia ei rekisteröidä eikä heidän toimintaansa ole asetettu sertifiointiin tai luvan alaiseksi. Tämän lisäksi yritysjärjestelyjä ei ole valtion toimesta määritelty käsitteenä eikä toteutuneita yritysjärjestelyitä rekisteröidä viralliseen rekisteriin. Kirjallisuuskatsauksessa esitetyt tutkimustulokset viittaavat siihen, että valtioilta ja kunnilta vaaditaan ja tarvitaan merkittävämpää roolia yritysjärjestelyjen toimintaympäristössä. Tutkimustulokset myös osoittavat, että eri valtioiden ja kuntien tukemat ulkoisten neuvonantajien palvelut ja ohjelmat ovat saaneet positiivisen vastaanoton monissa Euroopan unionin maissa. Jotta ulkoisten neuvonantajien tarjonta sekä pienten yritysten kysyntä kohtaavat, tarvitaan valtioilta ja kunnilta tukea. Valtion osittain rahoittamia ulkoisten neuvonantajien palveluita ja esimerkiksi ryhmässä tapahtuvaa konsultointia kaivataan enemmässä määrin.

Toiseksi kyynistä suhtautumista voidaan selittää myös nykyisten yritysten ja yrittäjien ikärakenteella. Aikaisemmat akateemiset tutkimukset osoittavat, että nuoret yrittäjät sekä kasvuyritykset käyttävät aktiivisemmin ulkoisia neuvonantajia kuin kokeneemmat ja iäkkäämmät yrittäjät. Yrittäjien ikärakenteen muutoksen myötä sekä uusien start-up -yritysten kasvun avulla Suomessa toivottavasti tullaan näkemään asennemuutos yrittäjien keskuudessa. Lähitulevaisuudessa nuorten yrittäjien määrän voidaan olettaa lisääntyvän, jolloin myös asenteet ulkoisia neuvonantajia kohtaan todennäköisesti muuttuvat. Tällöin ulkoisen neuvonantajan käyttöä ei nähtäisi heikkoutena tai kalliina ja turhana investointina. Sen sijaan ulkoisten neuvonantajien käyttö nähtäisiin jokapäiväisenä yritystoimintana, jossa yritys itse keskittyy ydinliiketoimintaan ja hyödyntää ulkoisten neuvonantajien ammattitaitoa ydinliiketoiminnasta poikkeaviin toimintoihin.

Samanlaista kulttuuri ja asennemuutosta kaivataan myös pienten yritysten hallituksissa. Nykypäivänä vanhemmissa ja pienissä yrityksissä harvoin on ulkopuolisia hallituksen jäseniä. Hallitus nähdään lähinnä pakollisena lakisääteisenä velvoitteena eikä yrityksen liiketoimintaa kehittävänä ja neuvoa antavana elimenä. Bisnesenkeleiden ja pääomasijoittajien myötä suomalainen hallituskulttuuri kokee uudistuksia. Ulkopuolisten hallitusjäsenten myötä yrittäjät tottuvat ulkoisten neuvonantajien yrityskulttuuriin. Tämän myötä yrittäjät toivottavasti näkevät ulkoiset neuvonantajat etuna liiketoiminnalle ja jokapäiväisinä keskustelukumppaneina.

Tämä Pro gradu -tutkielma osoittaa, että ulkoisen neuvonantajan tekemä arvonmääritys on kauppahintaan merkittävimmin vaikuttava tekijä. Arvonmääritys ei ole vain matemaattinen malli vaan se on monen eri muuttujan ja tekijän yhteissumma, jonka taitaa vain niitä päivittäin tekevä ja pitkän kokemuksen omaava asiantuntija. Tämän tutkimuksen perusteella voidaan tehdä varovainen johtopäätös, että ulkoisesta neuvonantajasta on hyötyä yritysjärjestelyssä ja ulkoinen neuvonantaja pystyy ennakoimaan toteutuvan kauppahinnan tehokkaasti.

Kuten kirjallisuuskatsauksessa todetaan seuraavan kymmenen vuoden aikana Euroopan unionin jäsenvaltioissa, joka kymmenes yritys tulee kohtaamaan yritysjärjestelyn. Jotta nämä yritysjärjestelyt onnistuvat, pienet yritykset kaipaavat apua ja neuvoja yritysjärjestelyprosessiin. Yritysjärjestelyitä tukemalla saadaan turvattua myös pienten yritysten tuoma talouskasvu Euroopan unionille myös tulevaisuudessa. Suomen yritysmaailma tarvitsee myös lisää akateemisia tutkimuksia pienten yritysten yritysjärjestelyistä. On kuitenkin huolehdittava, että tutkimukset tavoittavat myös itse yrittäjät ja tulokset ovat hyödynnettävissä käytännönläheisesti. Tämän lisäksi tarvitaan valtion ja kuntien tukea ja aktiivisempaa osallistumista yritysjärjestelyihin. Viimeisenä kuitenkin kaivataan yrityskulttuuriin muutosta pienten yritysten yrittäjissä, johtajissa ja hallituksissa.

4.2 Tutkimuksen kontribuutio, rajoitukset ja jatkotutkimusaiheet

Tutkimuksen lopuksi arvioidaan tämän Pro gradu -tutkielman kontribuutiota. Kontribuutiolla tässä työssä tarkoitetaan tutkimuksen hyötyä ja arvoa eri lukijaryhmille. Kontribuutiota on tarkasteltu viidestä eri näkökulmasta: (1) tutkimuksen kontribuutiota akateemiselle tutkimukselle, (2) tutkimustulosten arvoa toimeksiantajalle, (3) viitekehyksen hyötyä ympäristölle sekä (4) tutkimuksen rajoitteita ja (5) tutkimuksen tarjoamia jatkotutkimusaiheita.

Kontribuutio akateemiselle tutkimukselle

Aikaisemmat akateemiset tutkimukset ovat ilmaisseet useita puutteita ja rajoituksia yritysjärjestelyjen tutkimuksessa. Tutkijat ovat pohtineet onko akateeminen tutkimus tavoittanut käytännön tekijät ja yritysjärjestelyjen toimintaympäristön vai onko nykypäivän akateeminen tutkimus puutteellista ja mittaavatko aikaisemmat akateemiset tutkimukset oikeita asioita ja ovatko tutkimusmenetelmät oikeita. Tehokkuustutkimuksen sijaan tämä tutkimus pyrkii huomioimaan yritysjärjestelyn prosessiluonteisesti. Aikaisemmat tutkimukset eivät ole onnistuneet yhdistämään sekä laadullisia että määrällisiä muuttujia ja aineistot ovat pääsääntöisesti kerätty julkisista toisen käden tiedon rekistereistä. Tämä tutkimus pyrkii osaltaan huomioimaan alan tutkimusaukkoja ja aikaisempien akateemisten tutkimusten rajoitteita. Tutkimus tarjoaa uudenlaisen viitekehyksen yritysjärjestelyjen tutkimukselle. Tämä tutkimus yhdistää sekä määrällisiä että laadullisia muuttujia ja aineisto on ainutlaatuinen tutkijan keräämä otos toteutuneista yritysjärjestelyistä.

Erityisesti tämä tutkimus lisää käsitystä pienten yritysten yritysjärjestelyistä, ulkoisten neuvonantajien roolista yritysjärjestelyissä ja kauppahintaan vaikuttavista tekijöistä. Nämä kaikki ovat aiheita joita akateeminen tutkimus on käsitellyt vain harvakseltaan aiemmin. Kirjallisuuskatsaukseen on koottu laaja-alainen katsaus olemassa olevasta kirjallisuudesta ja tutkimustuloksiin pienten yritysten yritysjärjestelyistä sekä ulkoisista neuvonantajista osana yritysjärjestelyitä. Tutkimustuloksia aiheesta on vielä rajoitetusti, joten akateeminen maailma hyötty tiivistetystä paketista tähän mennessä saaduista tutkimustuloksista. Kirjallisuuskatsauksen

avulla akateeminen tutkimus pystyy tunnistamaan lisää tutkimusaukkoja ja kehittämään jatkotutkimusaiheita. Erityisesti tarvitaan lisää toimintatutkimuksen piirteitä omaavia tutkimuksia pienten yritysten yritysjärjestelyistä ja ulkoisista neuvonantajista osana yritysjärjestelyitä. Kirjallisuuskatsauksen lisäksi empiirinen tutkimus tarjoaa tutkimustuloksia ainutlaatuisen aineiston perusteella. Tutkimustulokset ovat jopa yllättäviä; ulkoisen neuvonantajan tekemä arvonmäärittäminen vaikuttaa vahvemmin toteutuneeseen kauppahintaan kuin yrityksen taloudellinen tilanne. Tulos antaa viitteitä ulkoisten neuvonantajien hyödystä osana yritysjärjestelyitä ja antaa konkreettisen pohjan jatkotutkimuksille ja pohdinnalle sovellettaanko ulkoisiin neuvonantajiin yritysjärjestelytilanteissa agenttiteoriaa vai resurssiperusteista näkökulmaa.

Tutkimuksen arvo toimeksiantajalle

Tämä Pro gradu -tutkielma on toteutettu yhteistyössä yritysjärjestelyitä tekevän liikkeenjohdon konsultointiyrityksen kanssa. Pienet yritykset joutuvat usein keskittämään kaiken aktiivisen toimintansa yrityksen ydinliiketoimintaan, jolloin tutkimustyölle jää yleensä vain vähän aikaa. Aikaisemmin Yritys A on pääasiassa toteuttanut tutkimuksia liittyen markkinointiin, myyntiin ja verkostoitumiseen. Tämän Pro gradu -tutkielman arvo liittyy toimeksiantajan saamiin tutkimustuloksiin sekä tiiviiseen kirjallisuuskatsaukseen, joiden tutkimiseen yrityksellä ei olisi ollut aikaa tai resursseja muuten. Kirjallisuuskatsaus tarjoaa toimeksiantajalle tietoa olemassa olevasta akateemisesta tutkimuksesta liittyen ulkoisiin neuvonantajiin osana yritysjärjestelyitä. Kirjallisuuskatsauksesta toimeksiantaja saa pohdittavakseen tutkimustuloksia yrittäjien suhtautumisesta ulkoisiin neuvonantajiin, ulkoisen neuvonantajan vaikutuksesta toteutuneeseen kauppahintaan sekä pienten yritysten ulkoisten neuvonantajien käyttömääristä.

Tutkimustulokset antavat toimeksiantajalle tilastollisia tutkimustuloksia, jotka viittaavat ulkoisen neuvonantajan hyötyihin yritysjärjestelyissä. T-testin ja One-way Anovan tutkimustulokset antavat viitteitä toimeksiantajalle heidän työnsä olevan laadukasta, ammattitaitoista ja tasaista. Toimeksiantaja saa arvoa myös pelkästään tutkimustulosten kuvailevasta osiosta. Toimeksiantajalla ei ole ollut aikaisemmin tilastotieteen tutkimustietoa toteutuneiden yritysjärjestelyjen jakau-

tumisesta eri muuttujiin. Esimerkiksi laadulliset muuttujat muistuttavat toimeksiantajaa eri myyntikanavien tärkeydestä sekä eri asiakasryhmien määristä. Tutkimustuloksia yritys pystyy hyödyntämään markkinoinnissa, sisäisessä kehitystyössä sekä neuvotteluissa potentiaalisten asiakkaiden kanssa.

Viitekehyksen hyöty ympäristölle

Sen lisäksi, että tutkimuksella on kontribuutiota akateemiselle maailmalle ja tutkimuksen toimeksiantajalle voi tutkimuksesta olla hyötyä myös eri tahoille toimintaympäristössä. Esimerkiksi kuntien ja valtioiden päättäjät, yliopistomaailma sekä muut pienet yritykset voivat saada ajatuksia herättävää tutkimustietoa Pro gradu -tutkielmasta. Toki on huomioitava, että tutkimus ei tavoita kaikkia niitä tahoja, joille siitä voisi olla hyötyä. Kirjallisuuskatsauksessa on kuitenkin osioita ja aiheita, jotka nousevat esille akateemisissa tutkimuksissa säännöllisesti.

Ulkoisista neuvonantajista pienet yritykset käyttävä vähiten valtion ja yliopistojen tarjoamia neuvontapalveluita. Mikäli yliopistot haluavat olla aktiivisemmassa roolissa pienten yritysten kehittämisessä, on heidän oltava aktiivisemmin mukana yritysten arjessa sekä varmistettava, että saadut tutkimustulokset saavuttavat yrittäjät myös käytännönläheisesti. Valtioilla ja kunnilla on tärkeä rooli ulkoisten neuvonantajien palveluiden kehittämisessä ja rahoittamisessa niin, että yhä useammalla yrittäjällä on mahdollisuus hyödyntää ulkoisia neuvonantajia päivittäisessä liiketoiminnassaan. Tämän lisäksi valtioilta ja kunnilta kaivataan kattavaa toteutuneiden yritysjärjestelyjen rekisteriä.

Valtion, kuntien ja yliopistojen lisäksi suomalaiset yritykset voivat hyödyntää kirjallisuuskatsauksen tutkimustietoa sekä empiirisen tutkimuksen tutkimustuloksia oman toimintansa kehittämiseen. Tutkimustulokset osoittavat, että joka kolmannes yrityksistä tulee kokemaan yritysjärjestelyn seuraavan kymmenen vuoden aikana. Aihe on siis ajankohtainen useimmissa yrityksissä ja yrittäjät pohtivatkin miten toteuttaa yritysjärjestely ja hyödyntääkö siinä ulkoista neuvonantajaa. Empiirinen tutkimus antaa yrityksille viitteitä siitä, että ulkoisesta neuvonantajasta on hyötyä kauppahinnan ennustamisessa ja yrityksen arvonmäärittämisessä.

Rajoitukset

Pro gradu -tutkielma tarjoaa hyötyä ja arvoa eri ryhmille niin kokonaisuudessaan kuin erikseen kirjallisuuskatsauksen ja empiirisen tutkimuksen osalta. Tutkimuksen kontribuutio voi kuitenkin jäädä vähäiseksi mikäli tutkimus ei onnistu tavoittamaan kohderyhmäänsä. Tämän lisäksi tutkimuksessa on rajoituksia, jotka vaikuttavat tutkimuksen kontribuution määrään ja arvoon. Seuraavaksi pohditaan tämän tutkimuksen merkittävimpiä rajoituksia.

Tutkimus on toteutettu Pro gradu -tutkielmana, joka osaltaan asettaa tutkimukselle rajoitteita sen laajuuteen liittyen. Tutkimukselle varattu toteutusaika sekä asetetut määrälliset rajoitteet vaikuttavat tutkimuksen tavoitteiden ja rajauksen asettamiseen. Näin ollen tutkimukselle jouduttiin asettamaan melko suppeat tavoitteet ja rajauksia jouduttiin tekemään useita. Tällä voidaan nähdä olevan vaikutus tutkimuksen syvällisyyteen ja laajuuteen. Tämän tutkimuksen osalta tutkimuksen tavoitteet on rajoitettu koskemaan pääsääntöisesti vain kauppahintaan vaikuttavia tekijöitä. Laaja-alaisesti ulkoisen neuvonantajan hyötyjä ja haittoja on tutkittu kirjallisuuskatsauksessa, kun taas empiirinen tutkimus keskittyy pääsääntöisesti vain kauppahintaan vaikuttaviin tekijöihin. Tutkimuksessa jouduttiin myös tekemään rajauksia liittyen vertailuryhmään. Tutkimusaineisto koostuu pelkästään yhden ulkoisen neuvonantajan toteuttamista yritysjärjestelyistä. Tuloksia ei ole vertailtu toisen ulkoisen neuvonantajan toteuttamiin yritysjärjestelyihin tai yritysjärjestelyihin, joissa ei ole ollut mukana ulkoista neuvonantajaa. Tutkittu aineisto sisältää yli sata havaintoa, jotka yhdessä tarjoavat riittävän suuren aineiston kvantitatiiviselle tutkimukselle. Kuitenkin, koska keskiarvovertailun yhteydessä aineistoa on luokiteltu jopa neljään luokkaan luokittelevan muuttujan perusteella, ovat tutkittavat luokat jääneet havaintomääriltään melko pieniksi.

Jatkotutkimusaiheet

Yksi tämän tutkimuksen merkittävimmistä kontribuutioista saatujen tutkimustulosten lisäksi on tutkimuksen tarjoamat jatkotutkimusaiheet. Tämä Pro gradu -tutkielma tarjoaa useita jatkotutkimusaiheita niin laadullisen kuin kvantitatiivisen tutkimuksen osalta. Kerätty aineisto on ainutlaatuinen, sillä Suomessa toteutuneita

yritysjärjestelyitä ei rekisteröidä valtion tai kuntien toimesta. Aineisto sisältää yli sata toteutunutta yritysjärjestelyä, joista kaikista on taulukoitu yli kaksikymmentä muuttujaa. Aineistoa on tässä tutkimuksessa hyödynnetty mahdollisuuksien mukaan mahdollisimman kattavasti, mutta pelkästään sama jo olemassa oleva aineisto tarjoaa lisää mahdollisuuksia uusille tilastollisille tutkimuksille. Pienten yritysten yritysjärjestelyjä on tutkittu vasta vähän ja lisää tutkimuksia aiheesta tarvitaan. Erityisesti tarvitaan tutkimuksia, jotka keskittyvät tehokkuusnäkökulman sijasta prosessinäkökulmaan sekä tutkimuksia jotka keskittyvät alan merkittävimpiin tutkimusaukkoihin. Akateemiset tutkimukset kaipaavat tutkijoilta enemmän osallistuvaa roolia ulkopuolisen analyttisen roolin sijasta.

Erityisen mielenkiintoista olisi toistaa tutkimus toisessa yritysjärjestelyihin keskittyneessä yrityksessä ja tutkia ovatko saadut tulokset yhteneviä nyt toteutetun tutkimuksen kanssa. Tämän lisäksi saatuja tutkimustuloksia olisi mielenkiintoista verrata otokseen toteutuneista yritysjärjestelyistä, joissa ei ole ollut mukana ulkoista neuvonantajaa ja tutkia onko luokilla eroavaisuuksia tai yhtäläisyyksiä. Näiden kvantitatiivisten tutkimusten lisäksi on aiheesta tarjolla useita prosessinäkökulmaan liittyviä laadullisia jatkotutkimusaiheita. Ennen kaikkea pienet yritykset kaipaavat lisää akateemisia tutkimuksia yritysjärjestelyistä ja niissä käytetyistä ulkoisista neuvonantajista. Pienet yritykset omaavat useita erityispiirteitä ja siksi pörssiyrityksistä saatuja tutkimustuloksia harvoin voidaan yleistää pieniin yrityksiin. Näin ollen yrittäjät kaipaavat lisää tutkimuksia, jotka tarjoavat tutkimustuloksia nimenomaan pienten yritysten näkökulmasta.

Lähdeluettelo

Ailon, G. 2007. Global ambitions and local identities: An Israeli American high-tech merger [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.11.2012]. Saatavilla:

http://www.google.fi/books?hl=fi&lr=&id=GshH0np4abAC&oi=fnd&pg=PA1&dq=Global+ambitions+and+local+identities:+An+Israeli+American+high-tech+merger+&ots=W944FHl6jo&sig=wp5RLthy9TXPT1dm4JDp2g51gzU&redir_esc=y

Allinson, G., Braidford, P., Houston, M., Robson, P. & Stone I. 2007 The operation of the SME transfer market. Report for BERR and UK partners [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.11.2012]. Saatavilla:

http://scholar.google.fi/scholar?q=The+operation+of+the+SME+transfer+market.&btnG=&hl=fi&as_sdt=0%2C5

Bank of England. 1996. The Financing of Technology-based Small Firms. London. Bank of England.

Barclays Bank. 1994. Bridging the Skills Gap. London. Barclays Bank.

Bao, J. & Edmaus, A. 2007. How should acquirers select advisors? Persistence in investment bank performance [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.11.2012]. Saatavilla: <http://apps.olin.wustl.edu/FIRS/PDF/2008/353.pdf>

Battisti M. & Williamson, A. 2012. The role of intermediaries in the small business transfer process [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.11.2012]. Saatavilla:

http://www.kmu-hsg.ch/rencontres2012/resources/Topic_B/Rencontres_2012_Topic_B_Battisti_Williamson.pdf

Benett, R. & Smith, C. 2003. The spatial market of business advice and consultancy to SMEs. Computers, Environment and Urban Systems. Vol 27. No. 3. 309-360.

Bennett, R. & Robson, P. 1999. The use of external business advice by SMEs in Britain. *Entrepreneurship & Regional Development*, 11 (1999). 155-180.

Berry, A. & Sweeting, R. 2006. The effect of business advisers on the performance of SMEs. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol 13. No. 1. 2006. 33-47.

Bryson, J., Keeble, D. & Wood, P. 1997. The creation and growth of small business service firms in post-industrial Britain. *Small Business Economics*. No. 9. 345-360.

Cartwright, S. & Schoenberg, R. 2006. Thirty years of mergers and acquisitions research: recent advances and future opportunities. *British Journal of Management*. Vol 17. S1-S5.

Cartwright, Teerikangas, Rouzies, Wilson & Tienari. 2012. Methods in M&A – a look at the past and the future to forge a path forward. *Scandinavian Journal of Management*. 28 (2012). 95-106.

Cole, R., Ferris, K. & Melnik, A. 2010. The cost of advice in merger and acquisition transactions [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.11.2012]. Saatavilla: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1458465

Cosh, A.D. & Hughes, A. 2000. *British Enterprise in Transition*. University of Cambridge. ESRC Center for Business Research.

Curran, J. & Blackburn, R. 1994. *Small Firms and Local Networks: The Death of the Local Economy?* London. Paul Chapman.

DeMong, R. Harris, I. & Williams, S. 2011. Financial and legal advisors in Merger and acquisition transactions. *International Journal of Business, Humanities and Technology*. Vol. 1. No. 3. 11/2011.

Geerts, A. Herring, W. & Peek, M. 2004. Change of ownership creates new prospects in SME sector.

Golubov, A., Petmezas, D & Travlos, N. 2012. When it pays to pay your investment banker. New evidence on the role of financial advisors in M&As. *The Journal of Finance*. The Journal of the American Finance Association. Vol LXVII, No. 1. 02/2012.

Hirsijärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 2007. Tutki ja kirjoita. Helsinki. Kustannusosakeyhtiö Tammi.

Hunter, W. & Jagtiani, J. 2003. An analysis adviser choice, fees, and effort in mergers and acquisitions. *Review of Financial Economics*. No. 12. 65-81.

Keeble, D., Tyler, P., Broom, G. & Lewis, J. 1992. *Business Success in the Countryside: The Performance of Rural Enterprise*. London. HMSO.

Kesner, I., Shapiro, D. & Sharma, A. 1994. Brokering Mergers: an agency theory perspective on the role of representatives. *Academy of Management Journal*. 1994. Vol 37. No, 3. 703-721.

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

Lambrecht, J. & Pirnay, F. 2007. An evaluation of public support measures for private external consultancies for SMEs in the Walloon Region of Belgium. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal*. 17:2. 89-108.

Lewis, K., Massey, C., Ashby, M., Coetzer, A. & Harris, C. 2007. Business assistance for SMEs: New Zealand owner-managers make their assessment. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol 14. No. 4. 2007. 551-566.

Mandl, I. 2004. *Business transfers and successions in Austria*. Austrian Institute for SME Research.

McLaughlin, R. 1992. Does the form of compensation matter? Investment banker fee contracts in tender offers. *Journal of Financial Economics*. No. 32. 223-260.

Meglio, O. & Risberg, A. 2010. Merges and acquisitions – the time for a methodological rejuvenation of the field? *Skandinavian Journal of Management*. 26 (2010). 87-95.

Mori. 1994. *The Business Advice Market among Small and Medium-sized Enterprises*. Business Links. London. Department of Trade and Industry.

Omistajanvaihdosbarometri. 2012. [verkkodokumentti]. [Viitattu 3.12.2012]. Saatavilla: <http://www.yrittajat.fi/File/32f3bd7f-f018-4c74-8295-3dbc1346da7a/OV-barometri2012.pdf>

Päijät-Hämeen Yrittäjät & Finnvera. 2011. Selvitys sukupolven- ja omistajanvaihdoksista Päijät-Hämeessä [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.11.2012]. Saatavilla: http://www.yrittajat.fi/File/43bbc733-39ca-405d-97c9-797080e2a44b/LOPPURAPORTTI_ovkysely2011_k.pdf

Rau, P. 2000. Investment bank market share, contingent fee payments, and the performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*. No. 56. 293-324.

Russo, A. & Perrini F. 2006. The real cost of M&A advice. *European Management Journal*. 2006. Vol 24. No. 1. 49-58.

Small and Medium Practices Committee. 2010. The role of small and medium practices in providing business support to small- and medium- sized enterprises. International Federation of Accountants. [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.11.2012]. Saatavilla: <http://eprints.kingston.ac.uk/12261/1/Blackburn-R-12261.pdf>

Smallbone, D., North, D. & Leigh, R. 2003. The use of external assistance by mature SMEs in the UK: some policy implications. *Entrepreneurship and Regional Development*. No. 5. 279-285.

Song, W. & Wei, J. 2009. The value of “boutique” financial advisors in mergers and acquisitions [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.11.2012]. Saatavilla:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108736

Yritys A, 2012. Haastattelu. 24.9.2012 Päijät-Hämeessä yrityksen omistajan kanssa.

Van Teeffelen, L. 2011. Are advisors an asset or redundant in SME mergers and acquisitions? Evidence from North-West Europe [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.11.2012]. Saatavilla: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1866200)

[abstract_id=1866200](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1866200)

Van Teeffelen, L. 2012. Avenues to improve success in SME business transfers: reflections on theories, research and policies [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.11.2012]. Saatavilla: [http://www.biemev.de/fileadmin/biem/dokumente/Inhalte/](http://www.biemev.de/fileadmin/biem/dokumente/Inhalte/Forschung/Symp_2012/2_Keynote-van_Teeffelen__Booklet.pdf)

[Forschung/Symp_2012/2_Keynote-van_Teeffelen__Booklet.pdf](http://www.biemev.de/fileadmin/biem/dokumente/Inhalte/Forschung/Symp_2012/2_Keynote-van_Teeffelen__Booklet.pdf)

Van Teeffelen, L., Meijaard, J. & Geerts, A. 2005. Business Succession: economic disaster or blessing in disguise? 50th International Council for Small Business Conference [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.11.2012]. Saatavilla:

<http://sbaer.uca.edu/research/icsb/2005/paper189.pdf>

Walter, T., Yawson, A. & Yeung, C. 2005. Does quality premium exist in M&A advisory fees? [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.11.2012]. Saatavilla:

http://wwwdocs.fce.unsw.edu.au/banking/workpap/wp_06_2005.pdf

Walter, T., Yawson, A. & Yeung, C. 2008. The role of investment banks in M&A transactions: fees and services. *Pacific-Basin Finance Journal*. 16 (2008). 341-369.

Wren, C & Storey, D. 2002. Evaluating the effect of soft business support upon small firm performance. *Oxford University Press. Oxford Economic Papers*. 54 (2002). 334-365.

Liitteet

Liite 1: Riippumattomien otosten T-testi							
1 Osakekauppa, N = 75							
2 Liiketoimintakauppa, N = 29							
		Keskiarvo	Keskihajonta	Keskivirhe	Sig. (2-tailed)	t	df
Arvonmäärittäminen	1	285 950 €	456 140 €	52 670 €	0,929	0,090	102
	2	277 750 €	297 470 €	55 240 €			
Kauppahinta	1	309 460 €	620 670 €	71 670 €	0,511	0,659	102
	2	231 860 €	192 900 €	35 820 €			
Preemio	1	1,05 %	38,18 %	4,41 %	0,499	0,679	102
	2	-4,20 %	26,74 %	4,97 %			
Myyntiaika	1	280,73	330,21	38,13	0,693	-0,396	102
	2	309,28	327,23	60,77			
Kauppahinta/ Liikevaihto	1	0,59	1,77	0,20	0,796	0,260	102
	2	0,50	0,47	0,08			
Kauppahinta/ Tilikauden tulos	1	4,32	11,16	1,29	0,060	-1,905	102
	2	14,34	42,17	7,83			
Kauppahinta/ Liikevoitto	1	4,14	9,90	1,14	0,401	-0,844	102
	2	6,04	11,37	2,11			
Kauppahinta/ Omapääoma	1	1,65	2,25	0,26	0,528	-0,633	102
	2	2,05	4,20	0,78			
Kauppahinta/ Tase	1	0,75	1,65	0,19	0,933	0,85	102
	2	0,72	0,53	0,10			
Kauppahinta/ Pysyvät vastaavat	1	4,36	12,07	1,40	0,179	-1,353	102
	2	8,32	16,32	3,03			

Liite 2: Riippumattomien otosten T-testi							
1 Yrityskauppa, N = 72							
2 Sukupolvenvaihdos, N = 32							
		Keskiarvo	Keskihajonta	Keskivirhe	Sig. (2-tailed)	t	df
Arvonmääritys	1	332 780 €	427 910 €	55 730 €	0,071	1,824	102
	2	173 160 €	214 940 €	38 000 €			
Kauppahinta	1	350 600 €	626 390 €	73 820 €	0,073	1,809	102
	2	146 570 €	169 840 €	30 020 €			
Preemio	1	1,30 %	34,65 %	4,08 %	0,461	0,740	102
	2	-4,26 %	37,05 %	6,55 %			
Myyntiaika	1	270	298	35	0,377	-0,887	102
	2	332	390	69			
Kauppahinta/ Liikevaihto	1	0,62	1,67	0,20	0,603	0,521	102
	2	0,45	1,13	0,20			
Kauppahinta/ Tilikauden tulos	1	8,79	28,85	3,40	0,296	1,051	102
	2	3,36	6,63	1,17			
Kauppahinta/ Liikevoitto	1	5,63	11,94	1,40	0,154	1,436	102
	2	2,50	4,38	0,77			
Kauppahinta/ Omapääoma	1	2,06	3,14	0,37	0,117	1,579	102
	2	1,09	2,24	0,40			
Kauppahinta/ Tase	1	0,95	1,67	0,20	0,022	2,324	102
	2	0,26	0,21	0,04			
Kauppahinta / Pysyvät vastaavat	1	7,51	15,73	1,85	0,019	2,381	102
	2	0,87	0,90	0,16			

Liite 3: Oneway Anova: asiakkuuden syntytapa							
1= Asiakashankinta, N = 12, 2 = Viestinvaihto, N = 48							
3 =Aikaisempi asiakkuus, N = 23, 4 = Pankkireferenssi, N = 21							
		Keskiarvo	Keskihajonta	Keskivirhe	Sig. (2-tailed)	F	df
Arvonmääritys	1	330 540 €	281 800 €	81 350 €	0,035	2,971	103
	2	217 830 €	190 910 €	27 560 €			
	3	492 050 €	772 290 €	161 030 €			
	4	179 130 €	187 740 €	40 970 €			
Kauppahinta	1	255 850 €	208 020 €	60 050 €	0,031	3,070	103
	2	210 090 €	179 890 €	25 960 €			
	3	575 430 €	1 054 010 €	219 780 €			
	4	168 790 €	191 640 €	41 820 €			
Preemio	1	-14,44 %	29,29 %	8,45 %	0,542	0,720	103
	2	2,04 %	33,23 %	4,80 %			
	3	1,21 %	43,01 %	8,97 %			
	4	0,24 %	34,46 %	7,52 %			
Myyntiaika	1	206	321	93	0,388	1,019	103
	2	327	298	43			
	3	212	261	54			
	4	333	444	32			
Kauppahinta/ Liikevaihto	1	0,24	0,17	0,05	0,181	1,656	103
	2	0,53	0,80	0,11			
	3	1,13	2,99	0,62			
	4	0,22	0,24	0,05			
Kauppahinta/ Tilikauden tulos	1	-0,59	19,42	5,61	0,194	1,602	103
	2	12,58	33,37	4,82			
	3	3,58	7,07	1,47			
	4	2,92	5,92	1,29			
Kauppahinta/ Liikevoitto	1	6,79	16,26	4,69	0,510	0,775	103
	2	5,65	8,50	1,23			
	3	3,81	12,23	2,55			
	4	2,16	7,43	1,62			
Kauppahinta/ Omapääoma	1	0,88	0,88	0,25	0,429	0,93	103
	2	1,75	2,10	0,30			
	3	1,52	1,39	0,29			

	4	2,55	5,44	1,19			
Kauppahinta/	1	0,43	0,30	0,09	0,120	1,991	103
Tase	2	0,66	0,56	0,08			
	3	1,35	2,84	0,59			
	4	0,44	0,45	0,10			
Kauppahinta /	1	5,33	10,24	2,96	0,471	0,849	103
Pysyvät vastaavat	2	4,29	9,72	1,40			
	3	9,35	20,43	4,26			
	4	3,98	12,90	2,81			

Liite 4: Oneway Anova: ostaja							
1 = Osakas, N = 17, 2 = Ulkopuolinen, N = 45							
3 = Työntekijä, N = 10, 4 = Sukulainen, N = 32							
		Keskiarvo	Keskihajonta	Keskivirhe	Sig. (2-tailed)	F	df
Arvonmääritys	1	180 070 €	168 150 €	40 780 €	0,053	2,656	103
	2	412 600 €	572 950 €	85 410 €			
	3	188 220 €	110 420 €	34 920 €			
	4	187 220 €	223 630 €	39 530 €			
Kauppahinta	1	173 980 €	157 590 €	38 220 €	0,085	2,269	103
	2	441 860 €	770 570 €	114 870 €			
	3	195 120 €	163 760 €	51 780 €			
	4	160 670 €	181 240 €	32 040 €			
Preemio	1	4,73 %	31,57 %	7,66 %	0,806	0,327	103
	2	1,33 %	37,35 %	5,57 %			
	3	-5,15 %	28,52 %	9,02 %			
	4	-4,11 %	37,06 %	6,55 %			
Myyntiaika	1	138	191	46	0,207	1,546	103
	2	303	312	47			
	3	361	324	102			
	4	327	392	69			
Kauppahinta/ Liikevaihto	1	0,42	1,01	0,25	0,417	0,955	103
	2	0,85	2,08	0,31			
	3	0,28	0,20	0,06			
	4	0,33	0,89	0,16			
Kauppahinta/ Tilikauden tulos	1	1,00	18,53	4,50	0,352	1,103	103
	2	11,40	33,59	5,01			
	3	9,83	16,95	5,36			
	4	3,49	6,76	1,19			
Kauppahinta/ Liikevoitto	1	3,59	15,63	3,79	0,410	0,971	103
	2	6,22	10,83	1,61			
	3	6,44	10,33	3,27			
	4	2,50	4,40	0,78			
Kauppahinta/ Omapääoma	1	1,24	1,50	0,36	0,183	1,649	103
	2	2,47	3,77	0,56			
	3	1,41	1,37	0,43			
	4	1,13	2,24	0,40			

Kauppahinta/	1	1,34	3,33	0,81	0,082	2,303	103
Tase	2	0,86	0,58	0,09			
	3	0,63	0,45	0,14			
	4	0,29	0,26	0,05			
Kauppahinta/	1	3,88	7,18	1,74	0,065	2,486	103
Pysyvät vastaavat	2	9,16	19,01	2,83			
	3	5,73	7,53	2,38			
	4	1,03	1,23	0,22			

Liite 5: Oneway Anova: syy yritysjärjestelyyn							
1 = Eläkesuunnitelmat N = 77, 2 = Pitkätöntäimen SPV, N = 11							
3 = Vain toinen osakkaista jatkaa, N = 7, 4 = Muut, N = 9							
		Keskiarvo	Keskihajonta	Keskivirhe	Sig. (2-tailed)	F	df
Arvonmääritys	1	270 690 €	305 650 €	34 830 €	0,013	3,748	103
	2	94 720 €	78 170 €	23 570 €			
	3	221 050 €	248 960 €	94 100 €			
	4	674 330 €	1 032 950 €	344 320 €			
Kauppahinta	1	257 060 €	350 510 €	39 950 €	0,005	4,599	103
	2	79 200 €	68 710 €	20 720 €			
	3	211 190 €	237 390 €	89 720 €			
	4	865 640 €	1 429 790 €	476 600 €			
Preemio	1	0,42 %	37,48 %	4,27 %	0,444	0,899	103
	2	-14,46 %	21,49 %	6,48 %			
	3	-1,95 %	5,66 %	2,14 %			
	4	10,81 %	41,13 %	13,71 %			
Myyntiaika	1	341	356	41	0,037	2,930	103
	2	192	220	66			
	3	53	55	21			
	4	142	83	28			
Kauppahinta/ Liikevaihto	1	0,67	1,75	0,20	0,651	0,548	103
	2	0,18	0,28	0,08			
	3	0,14	0,12	0,04			
	4	0,48	0,35	0,12			
Kauppahinta/ Tilikauden tulos	1	8,20	27,76	3,16	0,762	0,387	103
	2	2,11	2,59	0,78			
	3	0,56	9,94	3,76			
	4	9,08	12,13	4,04			
Kauppahinta/ Liikevoitto	1	5,85	11,26	1,28	0,152	1,799	103
	2	1,40	1,17	0,35			
	3	-2,22	10,12	3,83			
	4	3,96	3,85	1,28			
Kauppahinta/ Omapääoma	1	1,98	3,27	0,37	0,437	0,915	103
	2	0,55	0,55	0,17			
	3	1,08	0,99	0,37			
	4	1,84	1,98	0,66			

Kauppahinta/	1	0,63	0,53	0,06	0,007	4,326	103
Tase	2	0,20	0,16	0,05			
	3	2,40	5,18	1,96			
	4	1,01	0,60	0,20			
Kauppahinta/	1	6,57	15,22	1,73	0,504	0,788	103
Pysyvät vastaavat	2	0,54	0,57	0,17			
	3	4,27	9,16	3,46			
	4	2,93	2,05	0,68			

