

Pk-yrityksen arvonmääritys yrityskauppatilanteessa

Laskentatoimen Pro gradu- tutkielma

Syyskuu 2008

Laatija: Samuli Laakso

Ohjaaja: Professori Aila Virtanen

JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO TALOUSTIETEIDEN TIEDEKUNTA

Tekijä Samuli Laakso	
Työn nimi Pk-yrityksen arvonmäärittäminen yrityskauppatilanteessa	
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro Gradu-tutkielma
Aika Syyskuu 2008	Sivumäärä 92 + 2
Tiivistelmä – Abstract	
<p>Tässä tutkielmassa tarkasteltiin pk-yrityksen arvonmäärittäystä yrityskauppatilanteessa. Tutkielman teoriaosuuden alussa käsiteltiin yrityskauppaa prosessina ja siihen liittyviä keskeisiä osatekijöitä. Yrityskaupan syitä tarkasteltiin investointiteoreettisesta sekä strategisesta näkökulmasta. Seuraavana tarkastelun kohteena oli synergian vaikutus kauppahintaan. Lopuksi tarkastelun kohteena olivat yrityskaupan rahoitus, due diligence -prosessi sekä yrityskaupan muodot ja verotus.</p> <p>Yrityskaupprosessin jälkeen tarkasteltiin yrityksen arvonmäärittäystä. Arvonmäärittäminen tarkastelu jaettiin arvonmäärittämisprosessiin ja arvonmäärittämisaloihin. Keskeisinä arvonmäärittämisprosessin osina tarkasteltiin menneen kehityksen analysointia ja tilinpäätöksen oikaisua, pääoman tuottovaatimuksen määrittäystä, tulevan kehityksen ennakoimista sekä jäännösarvoa. Samalla määriteltiin substanssiarvon, tuottoarvon, goodwillin ja badwillin käsitteet. Arvonmäärittämisprosessin lisäksi tutkielmassa tarkasteltiin arvonmäärittämisalioita: osinkoperusteista mallia, vapaan kassavirran mallia ja lisäarvomallia sekä vielä tarkemmin substanssiarvoa.</p> <p>Tutkielman empiirisen osuuden muodostivat yrityskauppojen asiantuntijoiden haastattelut. Haastattelujen tarkoituksena oli lisätä ymmärrystä yrityskauppojen käytännön toteutuksesta sekä siitä mikä merkitys arvonmäärittämisellä on yrityskaupassa ja liittyvätkö teoreettiset arvonmäärittämismallit käytännön arvonmäärittämiseen.</p> <p>Tutkielman yleisenä johtopäätöksenä on, että pk-yritysten arvonmäärittämisessä erilaisilla arvonmäärittämisalioilla ei ole suurta merkitystä. Ainoastaan vapaan kassavirran mallin käyttö sai tukea asiantuntijoiden haastatteluissa. Pienillä yrityksillä arvo perustui lähinnä oikaistujen nettotulosten määrittämiseen. Samalla lienee parempi todeta, että arvonmäärittämisprosessin sijasta voisi puhua arvoennustamisesta, koska kassavirtojen ennustaminen on aina epävarmaa. Arvonmäärittäjälle ei riitä, että hän tuntee arvonmäärittämisprosessin perusmenetelmät. Menetelmien lisäksi on tunnettava arvonmäärittämisprosessin kohteena oleva yritys, kyseinen toimiala sekä yrityksen, toimialan ja talouden yleiset tulevaisuudennäkymät. Lisäksi on hyvä tuntee millainen johto yrityksellä on. Kun kaikki tämä on hallinnassa, voi tehdä 'koulutetun arvauksen' yrityksen tulevaisuudesta ja määrittää yritykselle arvon. Lisäksi, koska yrityskauppa on aikaa vievä ja osaamista vaativa projekti, on asiantuntijoista apua, koska heillä on osaaminen. He vievät prosessia eteenpäin ja pitävät sen kasassa.</p>	
Asiasanat Arvonmäärittäminen, arvonmäärittämismallit, substanssiarvo, tuottoarvo, yrityskauppa	
Säilytyspaikka Jyväskylän yliopisto / Taloustieteiden tiedekunta	

SISÄLTÖ

1 JOHDANTO	1
1.1 Tutkielman aihe	1
1.2 Tutkimusongelma	2
1.3 Tutkimusmenetelmä	3
1.4 Tutkielman rakenne ja viitekehys	5
1.5 Aikaisempia tutkimuksia	6
1.5.1 Arvonmäärittämissä liittyvät tutkimukset	6
1.5.2 Yrityskauppoihin liittyvät tutkimukset	7
2 YRITYSKAUPPA: PROSESSI, MUODOT JA VEROTUS	9
2.1 Strategiset taustat, yritys investointina	9
2.2 Synergiapotentialiaali ja kauppahinta	14
2.3 Yrityskaupan rahoitus	18
2.4 Due diligence – prosessi	21
2.5 Yrityskaupan muodot ja verotus	25
2.5.1 Substanssikauppa	26
2.5.2 Yhtiöosuksien kauppa	28
2.5.3 Sisäinen yrityskauppa ja taseyhtiökauppa	32
3 ARVONMÄÄRITTÄMISEN TEORIA	34
3.1 Arvonmäärittäminen	34
3.1.1 Arvonmäärittäminen taustaa	34
3.1.2 Strateginen analyysi	38
3.1.3 Menneen kehityksen analysointi ja tilinpäätöksen oikaisu	40
3.1.4 Pääoman tuottovaatimus arvonnäytöksessä	44
3.1.5 Tulevan kehityksen ennakointi	51
3.1.6 Jäännösarvo arvonnäytöksessä	56
3.1.7 Yrityksen arvon laskeminen	59
3.2 Arvonmäärittämissä	61
3.2.1 Osinkoperusteinen malli	61
3.2.2 Vapaan kassavirran malli	63
3.2.3 Lisäarvomalli	70
3.2.4 Substanssiarvo	73
4. ASiantuntijoiden näkemyksiä yrityskaupasta ja yrityksen arvonmäärittämisestä	75

4.1 Haastattelujen toteutus ja asiantuntijoiden taustatiedot.....	75
4.2. Yrityskauppanuodot ja -prosessi	76
4.3. Kauppahinta ja arvonmääritys.....	80
5 JOHTOPÄÄTÖKSET	84
LÄHTEET	89
LIITE 1	

1 JOHDANTO

1.1 Tutkielman aihe

Arvion mukaan (Verohallinto 2004) seuraavan 5 – 10 vuoden aikana noin 60 000 – 80 000 yrityksessä tulee tapahtumaan sukupolvenvaihdos. Tämä on seurausta yrittäjien ikääntymisestä. Vuoden 2006 lopussa Suomessa oli 229 500 yrittäjää (Kauppa- ja teollisuusministeriö 2007, 51). Heistä 42 prosenttia on jo täyttänyt 50 – vuotta. Yrittäjien ikääntyminen ei selity ainoastaan nuorten alhaisella yrittäjyysaktiivisuudella, koska monella alalla yrittäjyys edellyttää laaja-alaista ammatillista osaamista, monipuolista työkokemusta, johtamistaitoja ja taloudellisia voimavaroja. (Kauppa- ja teollisuusministeriö 2007, 56.) Lähitulevaisuudessa suuri joukko yrityksiä tulee siis vaihtamaan omistajaa, jolloin kysyntä yritysten arvonmäärityksen sekä omistajanvaihdosten osajista tulee lisääntymään.

Omistajanvaihdos voidaan toteuttaa joko sukupolvenvaihdoksen avulla, jolloin liiketoiminnan jatkaja tulee perheestä tai lähisuvusta, tai yrityskaupalla, jolloin liiketoiminnan jatkaja on perheen ulkopuolinen. Tutkielmassa olen keskittynyt tutkimaan yrityskauppaa. Yrityskauppa asettaa erityisongelmia erityisesti kauppahinnan määrittämiselle ja jatkajan rahoitukselle. Yrityksen arvonmäärityksessä käytetäänkin usein apuna ulkopuolisia asiantuntijoita. (Finnvera.)

Nykyaikaisen arvonmäärityksen tavoitteena on määrittää yrityksen arvo sen taloudellisen tilan perusteella. Yritystä arvioidaan toisaalta sen tämän hetken tilan perusteella, mutta ennen kaikkea tulevaisuudessa odotetun menestyksen perusteella. (Kallunki & Niemelä 2004, 11.) Arvonmäärityksen taustalla on omistajalähtöinen eli niin sanottu shareholder – ajattelutapa yrityksen toiminnasta ja tavoitteista. Omistajat omistavat yrityksen, minkä vuoksi yritysjohton pitkänaikavälin tavoitteena tulee olla omistajien varallisuuden eli yrityksen arvon maksimointi. (Kallunki 2000, 583.)

1.2 Tutkimusongelma

Tässä tutkielmassa käsitellään yrityksen arvonmäärittystä osana yrityskauppatilannetta. Kuten tutkielman aiheen esittelyssä totesin, tarve yritysten arvonmäärittämiselle tulee lisääntymään yrityskauppojen lisääntyessä. Siksi tutkielmassani käsitellenkin yrityksen arvonmäärittystä omana prosessinaan, kuitenkin osana yrityskaupprosessia. Arvonmäärittäminen on monivaiheinen ja perustuu laajalti arvonmäärittäjän tekijän kokemukseen sekä näkemykseen taloudesta ja toimialasta. Tutkielmassa olenkin kiinnittänyt huomioita arvonmäärittäminen prosessina, en vain yksittäisinä arvonmäärittämissä, vaikka kyseisillä malleilla suuri merkitys nykypäivän arvonmäärittämisessä on ja vaikka mallit yksityiskohtaisesti tutkielmassa esitellään. Tärkeää on mielestäni ajatella arvonmäärittäminen prosessina, koska ilman näkemystä toimialasta ja taloudesta sekä ilman taloudellista osaamista, ei arvonmäärittämisestä teoreettisten mallien avulla tule mitään.

Tutkielmassani tarkastelen yrityskauppaa omistajanvaihdoksen keinona. Yrityskauppa on monivaiheinen prosessi johon arvonmäärittäminen olennaisena liittyy. Yrityskaupprosessiin liittyy myös rahoitukseen liittyvät kysymykset sekä yrityskaupan muotoon sekä verotukseen liittyvät kysymykset. Lisäksi yrityskauppaa on tarkasteltava strategisesta sekä investointiteoreettisesta näkökulmasta.

Tutkimusongelmana tässä tutkielmassa on, onko arvonmäärittämisellä merkitystä pk-yritysten yrityskaupoissa. Tutkimusongelmaan on haettu vastausta yrityskaupprosessin sekä arvonmäärittäminen prosessin ja arvonmäärittämissä teorioiden kuvauksella. Lisäselvitystä tutkimusongelmaan on haettu työn empiirisellä osuudella, jonka muodostavat teemahaastattelut. Haastateltavia oli yhteensä 4, kaikki yrityskauppojen asiantuntijoita. Haastattelujen avulla on pyritty selvittämään yrityskauppa- sekä arvonmäärittäminen prosessien käytäntöjä sekä teoreettisten arvonmäärittämissä käytöä. Haastatteluisissa käytetyt kysymykset ja teemat löytyvät liitteestä 1.

Tutkimusongelmani näkökulmana ovat erityisesti pienet ja keskisuuret yritykset, vaikka yrityskauppoja ja yritysten arvonmäärittäminen tehdään kaiken kokoisille yrityksille. Näkökulmani valinta johtuu pk-yritysten suuresta osuudesta, 99,8 %, Suomen yritys-kannassa (Tilastokeskus 2006). Määrittäminen (Tilastokeskus 2006) mukaan pienenä ja keskisuurena yrityksenä pidetään yritystä, joka työllistää vähemmän kuin 250 työntekijää.

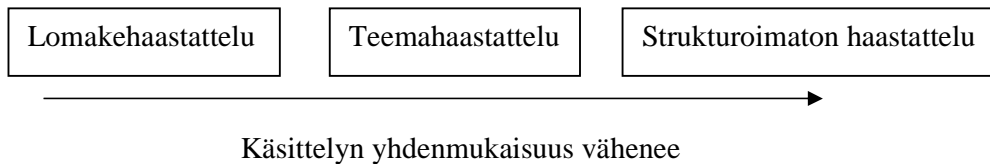
1.3 Tutkimusmenetelmä

Tutkielman tutkimusmenetelmä on tulkinta. Tulkinnalla tarkoitetaan sitä, että tutkija pohdii analyysin tuloksia ja tekee niistä omia johtopäätöksiä. Tulkinta on myös aineiston analyysissä esiin nousevien merkitysten selkiyttämistä ja pohdintaa. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 1997, 211.) Eskolan ja Suorannan (1998, 147) mukaan tulkinta on laadullisen tutkimuksen ongelmallinen vaihe. Tulkintojen hedelmällisyys ja osuvuus on lopulta kiinni tutkijan tieteellisestä mielikuvituksesta.

Laadulliseen analyysiin ja tulkintojen tekemiseen on olemassa kaksi periaatteellista lähestymistapaa. On mahdollista pitäytyä tiukasti aineistossa, analysoida sitä niin sanotun grounded-mallin mukaisesti ja rakentaa tulkintoja tiiviisti aineistosta käsin. Tutkimusaineistosta pyritään luomaan teoreettinen kokonaisuus eikä aikaisemilla havainnoilla, tiedoilla tai teorioilla pitäisi olla mitään tekemistä analyysin toteuttamisen tai lopputuloksen kanssa, koska analyysin oletetaan olevan aineistolähtöistä. Toinen tapa on pitää aineistoa tutkijan teoreettisen ajattelun lähtökohtana, apuvälineenä tai lähtökohtana tulkinnoille. Tällöin puhutaan teoriasidonnaisesta tai teorialähtöisestä analyysistä. Teoriasidonnaisessa analyysissä on tiettyjä teoreettisia kytkentöjä, jotka eivät pohjautu suoraan teoriaan. Kaikkiaan analyysistä on tunnistettavissa aikaisemman tiedon vaikutus, mutta aikaisemman tiedon merkitys ei ole teoriaa testaava vaan paremminkin uusia ajatusuria aukova. Teorialähtöinen analyysi nojaa johonkin tiettyyn teoriaan, malliin tai auktoriteetin esittämään ajatteluun. Tutkimuksessa kuvaillaan tämä malli ja sen mukaan määritellään muun muassa tutkimuksessa kiinnostavat käsitteet. (Eskola & Suoranta 1998, 146; Tuomi & Sarajärvi 2002, 97 – 99.)

Valitsemani tapa analysoida tutkimuksen aineistoa nojautuu teoriapohjaiseen analyysiin. Yrityskaupan ja yrityksen arvonmäärityksen teorit ja teoreettiset käsitteet ohjasivat tutkimusta jo aineistonkeruuvaiheessa. Aineistonkeruumenetelmänä on käytetty teemahaastattelua. Teemahaastattelut perustuvat tutkimaani teoriaan. Teemahaastattelu on puolistrukturoitu haastattelu, joka yksityiskohtaisten kysymysten sijaan etenee tiettyjen keskeisten teemojen varassa. Se on puolistrukturoitu menetelmä siksi, että yksi haastattelun aspekti, haastattelun aihepiirit, teema-alueet, ovat kaikille sama. Teemahaastattelun teemat toimivat siten luontevasti aineiston jäsentämisen ja teemoittelun

apuvälineenä. Teemahaastattelu on lähempänä strukturoimatonta kuin strukturoitua haastattelua, koska siitä puuttuu strukturoidulle lomakehaastattelulle luonteenomainen kysymysten tarkka muoto ja järjestys, mutta se ei ole täysin vapaa niin kuin syvähaastattelu. (Hirsjärvi & Hurme 2000, 48). Kuvio 1 havainnollista miten teemahaastattelu sijoittuu suhteessa lomake- ja strukturoimattomaan haastatteluun.

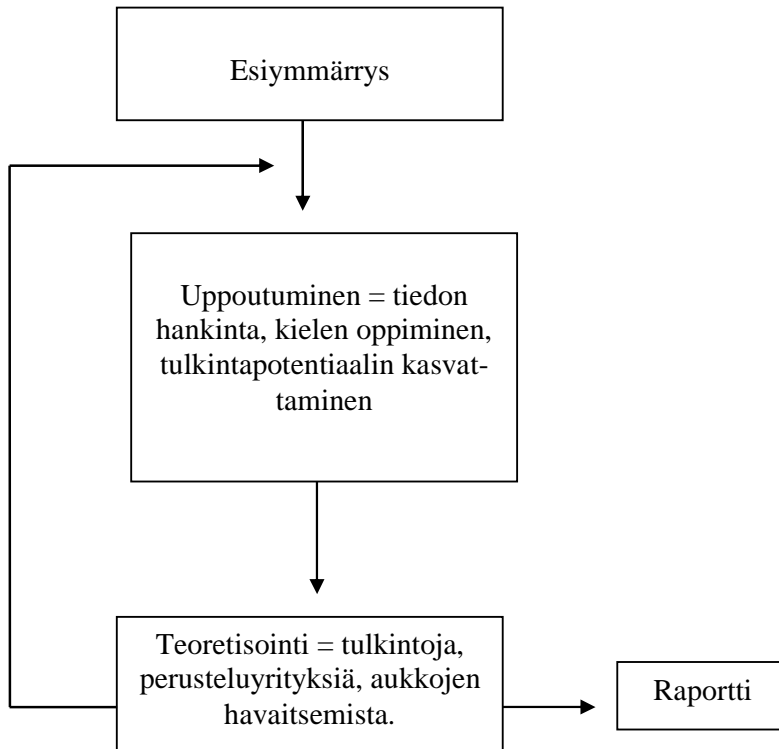


Kuvio 1: Teemahaastattelu suhteessa lomake- ja strukturoimattomaan haastatteluun
Lähde: Hirsjärvi & Hurme 2000, 44.

Yksi aineistonkeruun perusongelma laadullisessa tutkimuksessa on, milloin aineisto sitten on riittävän suuri? Aineistoa on riittävästi, kun uudet tapaukset eivät tuota enää mitään tutkimusongelman kannalta uutta tietoa. Puhutaan aineiston kylläntymisestä eli saturaatiosta. Saturaation ajatus perustuu ideaan, että tietty määrä aineistoa riittää tuomaan esiin sen teoreettisen peruskuvion, mikä tutkimuskohteesta on mahdollisuus saada. Lisääaineiston kerääminen ei näytä tuottavan kohteesta uutta informaatiota ja aineiston tietty peruslogiikka alkaa toistua. Kuitenkin on selvää, että minkäänlaista saturaatiota ei voi saavuttaa ellei ole selvillä siitä mitä aineistostaan hakee. (Eskola & Suoranta 1998, 62 – 63; Hirsjärvi ym. 1997, 169.)

Tutkielmani kulkua voidaan kuvailla Tammisen (1993, 89 - 90) esittämän hermeneuttisen kehän avulla. Aluksi tutkijalla on esiymmärrys, jonka perusteella hän luo kontaktin tutkittavaan kohteeseen. Sitten hän pyrkii hankkimaan tietoa eli uppoutumaan kohteeseen. Ensimmäisen kierroksen perusteella hän vetäytyy miettimään materiaalinsa perusteella mitä on saanut selville, mitä oppinut ja minkälaisia tulkintavaihtoehtoja alkaa ilmetä. Hän koettaa perustella tulkintamahdollisuuksia ja huomaa ennen pitkää mitä hänen on yritettävä kohteestaan selvittää voidakseen perustella paremmin tai hylätä tulkinnan. Tätä vaihetta kutsutaan teoretisoinniksi. Teoretisoinnin tuloksena syntyy parantunut ymmärrys, joka usein johtaa kohteen lähestymiseen uudelleen joko eri tavalla tai tarkentaen jotain kohtaa. Lopulta tutkija kokee tulkintansa niin mielenkiintoiseksi ja perustelluksi, että hän irtautuu prosessista kirjoittamaan raportin. Siinä hän yrittää osoittaa tutkimuksensa pätevyyden eli validisuuden. Hermeneuttista kehää havainnollistaa

kuvio 2. Esiymmärrys tässä tutkielmassa käsiteltävään aiheeseen on luoto kandidaatin tutkielman laatimisen yhteydessä, jossa tarkastelin yrityksen arvonmäärittystä. Tässä tutkielmassa olen asiantuntijoiden haastattelujen jälkeen palannut tutkielman teoriaosuuteen ja tarkentanut sitä suhteessa haastatteluissa esille nousseisiin näkökulmiin. Näin hermeneuttinen kehä on toteutunut käytännössä.



Kuvio 2: Hermeneuttinen kehä

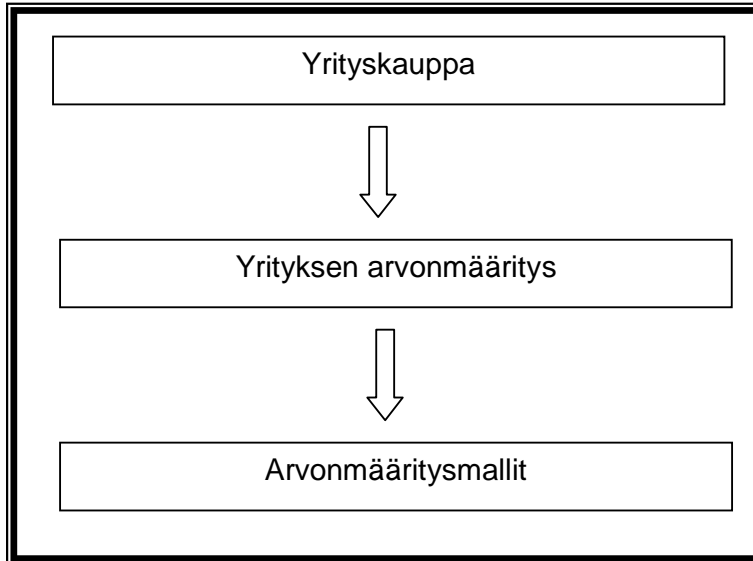
Lähde: Tamminen 1993, 90.

1.4 Tutkielman rakenne ja viitekehys

Tutkielma koostuu viidestä luvusta. Ensimmäisessä luvussa esitellään tutkielman aihe, tutkimusongelma, tutkimusmenetelmä, tutkielman rakenne ja viitekehys sekä tutustutaan aikaisempiin tutkimuksiin. Toisessa luvussa käydään läpi yrityskauppaprosessia sekä yrityskaupan muotoja ja verotusta. Tutkielman kolmas luku, arvonmäärittämisen teoria, on jaettu kahteen osaan. Ensimmäinen osa käsittelee arvonmäärittämisprosessia ja toinen osa teoreettisia arvonmäärittäsmalleja. Arvonmäärittäsmalleista tutkielmassa on käsitelty osinkoperusteisesta, vapaan kassavirran ja lisäarvomallia sekä substanssiarvoa. Tutkielman neljäs luku sisältää empiirisen osuuden toteutuksen läpikäynnin. Empiiraa tutkielmaan on tuotu haastattelemalla yrityskauppojen asiantuntijoita. Heidän haas-

tattelujaan käydään siis läpi neljännessä luvussa. Viides luku sisältää tutkielman kirjoittamisen aikana esiin nousseita johtopäätöksiä aiheesta. Tutkielman lopussa on lähteet ja liitetiedot.

Tutkielman viitekehystä havainnollistaa kuvio 3. Tutkielmassa lähdetään yrityskaupan käsitteestä. Arvonmäärittämistä ja arvonmäärittämismalleja tarkastellaan osana sitä. Tutkielman viitekehystenä on siis yrityskauppa.



Kuvio 3. Tutkielman viitekehys

1.5 Aikaisempia tutkimuksia

1.5.1 Arvonmäärittäsmalleihin liittyvät tutkimukset

Francis, Olsson ja Oswald (2000, 45 – 70) vertailivat tutkimuksessaan osinkoperusteista mallia, vapaan kassavirran mallia ja lisäarvomallia. Tutkimus käsitti 554 – 607 julkisesti noteerattua yhtiötä vuosina 1989 – 1993. Tutkimukseen sisällytettiin kolmannen neljänneksen vuosiennusteet seuraavalta viideltä vuodelta, jolloin tutkimus käsitti yhteensä noin 3000 toimintavuotta. Tutkimuksen mukaan lisäarvomalli on osinkoperusteista ja vapaan kassavirran mallia huomattavasti tarkempi. Ennustetun lisäarvon keskivirhe tutkimuksen mukaan oli 30 prosenttia, vapaan kassavirran virheen ollessa 41 prosenttia ja osinkoperusteisen mallin virheen ollessa jopa 69 prosenttia. Lisäksi lisäarvomallin mukaiset ennusteet selittävät nykyisestä hinnan vaihtelusta jopa 71 prosenttia,

vapaan kassavirran mallin jäädessä 51 prosenttiin ja osinkoperusteisen mallin jäädessä 35 prosenttiin.

Näin ollen Francis ym. (2000, 46 – 47) tulivat siihen tulokseen, että lisäarvomalli on huomattavasti osinkoperusteista ja vapaan kassavirran mallia tarkempi. Tämän väitteen he kuitenkin perustavat olettamuksiin, että vääristymät kirja-arvossa kirjanpitomenettelyjen ja arvostusratkaisujen seurauksena ovat vähäisemmät kuin ennuste- ja mittausvirheistä johtuvat vääristymät tuottovaatimuksessa ja kasvussa. Lisäarvomallin ennusteiden luotettavuutta lisää myös se, että kirja-arvo selittää suuren osan yrityksen nettoarvosta (intrinsic value) eikä yrityksen laskentapolitiikalla tai -käytännöillä ole suurta vaikutusta lisäarvomallin mukaisten ennusteiden tarkkuuteen ja luotettavuuteen.

1.5.2 Yrityskauppoihin liittyvät tutkimukset

Böckerman ja Lehto (2006) tarkastelevat artikkelissaan yrityskauppojen työllisyysvaikutuksia Suomessa vuosina 1989 – 2003. He jakavat yrityskaupat kansainvälisiin kauppoihin, jolloin ostaja on ulkomaalainen; kotimaisiin kauppoihin, jolloin ostaja on kotimainen tai ulkomainen yritys, jolla on sivuliike Suomessa sekä sisäisiin yritysjärjestelyihin. Yrityskauppojen vaikutuksia tarkastellaan vielä erikseen valmistus, rakennus ja muut palvelut sekä kaupan toimialoilla. Valmistus sisältää alkutuotannon sekä sähkön, kaasun ja veden jakelun. Kauppa sisältää moottoriajoneuvojen myynnin ja huollon, vähittäiskaupan, tukkukaupan sekä ravitsemis- ja majoitustoiminnan.

Tutkimukseen on otettu mukaan yrityskaupat, joissa omistusosuus on ollut vähintään 50 %. Tutkimus perustuu *Talouselämä* -lehden ylläpitämään yrityskaupparekisteriin. Mukana eivät ole yrityskaupat, joissa ostajan tai ostettavan liikevaihto on alle 510 000 euroa. Lisäksi tarkastelussa eivät ole mukana yritykset, jotka ovat olleet yrityskauppojen kohteina enemmän kuin kerran saman vuoden aikana. Koko tutkimus on tehty tarkastellen yrityskauppoja liiketoimintakauppoina eikä koko yritysten kauppoina, koska samaan yritykseen kuuluvat eri liiketoiminnot menestyvät eri tavalla. Liiketoimintoja, jotka joutuivat yrityskauppojen kohteeksi, oli yhteensä 7289 vuosina 1989 – 2003. Suurin osa, 4735, ostetuista liiketoiminnoista olivat osia kotimaisissa yrityskaupoissa. Näistä 285 olivat sellaisia, joissa ostaja oli suomalainen, mutta ulkomaalaisomisteinen yhtiö. Samaan aikaan tehtyjä kansainvälisiä yrityskauppoja oli yhteensä 765, joten kansainvä-

liset yrityskaupat kattoivat noin 10 % kaikista yrityskaupoista. Sisäisten muutosten kohteina olevia yrityksiä oli yhteensä 1789.

Tutkimuksessa erottuu selkeää vaihtelua yrityskauppojen määrässä ajoittain ja toimialoittain. Suurin määrä kotimaisia yrityskauppoja ajoittuu vuodelle 1993, joka johtui laman aiheuttamasta pankkisektorin uudelleenjärjestelystä. Tämä pankkisektorin uudelleenjärjestely näkyy myös toimialoittain jaetussa yrityskauppajaottelussa. Pankkitoimialan lisäksi yrityskauppoja on tehty ahkerasti myös tukkukauppasektorilla. Molemmilla toimialoilla kotimaiset kaupat ovat olleet yleisimpiä. Rajat ylittävät yrityskaupat ovat olleet yleisimpiä tukkukaupan lisäksi kuljetuksessa ja kiinteistöliiketoiminnassa. Tutkimuksen mukaan suuret yritykset joutuvat todennäköisimmin kansainvälisten yrityskauppojen kohteiksi. Samoin myös vientiä harjoittavat yritykset. Myös korkeasti koulutettu henkilökunta on lisännyt todennäköisyyttä joutua kansainvälisen yrityskaupan osapuoleksi. Kotimaisista yrityskaupoissa yrityksen korkea ikä lisää todennäköisyyttä joutua yrityskaupan kohteeksi. Toisin kuin kansainvälisissä yrityskaupoissa, henkilöstön koulutuksella on pienempi merkitys kotimaisissa yrityskaupoissa. Yrityksen korkea ikä sen sijaan lisää sisäisiä yritysjärjestelyjä.

Toimialoista valmistuksessa kansainvälisten yrityskauppojen vaikutus työllisyyteen on voimakas. Kaksi vuotta yrityskaupan jälkeen, on työllisyys laskenut keskimäärin 14 %. Myös rakentamisessa ja muissa palveluissa työllisyyden lasku on voimakasta. Työpaikkojen menetyksiltä eivät säily kaupanalan yrityksetkään, vaikka vielä vuosi yrityskaupan jälkeen niiden työpaikat olivat jopa lisääntyneet. Kotimaisilla yrityskaupoilla (ostaja kotimainen) on merkittävät negatiiviset vaikutukset työllisyyteen kaikilla toimialoilla. Vuosi kotimaisen yrityskaupan jälkeen, keskimääräinen työllisyys on laskenut noin 9 % kaupan alalla. Rakentamisessa ja muissa palveluissa työllisyys putoaa noin 20 % 2 vuodessa siitä, kun yrityskauppa on tapahtunut.

Jos ostaja kotimaisissa yrityskaupoissa on ulkomaalaisomisteinen, on työllisyyden laskua havaittavissa erityisesti rakentamisessa ja muissa palveluissa sekä kaupan alalla. Sisäiset järjestelyt sen sijaan vaikuttavat eniten työllisyyttä laskevasti kaupan alalla. Tutkimuksen perusteella voidaan siis yleisesti todeta, että yrityskaupat laskevat työllisyyttä kaikilla toimialoilla.

2 YRITYSKAUPPA: PROSESSI, MUODOT JA VEROTUS

Yrityskauppaa koskeva päätös on investointipäätös. Yrityskauppoihin tulee siten soveltaa samoja päätöksenteon menetelmiä ja kriteereitä kuin muihinkin investointeihin. Yrityskauppojen osalta on aina olemassa vaara siitä, että huomio kiinnittyy varsinaisen investoinnin kannalta epäolennaisiin seikkoihin. Investoinnin suunnittelu on osa yrityksen strategista suunnittelua. Vain poikkeustapauksessa voi yrityskauppaa koskeva päätös olla muuta kuin strateginen päätös. (Bergroth 1994, 367.)

2.1 Strategiset taustat, yritys investointina

Yrityksen strategia on pitkän ja keskipitkän aikavälin suunnitelma siitä, millä markkinoilla ja millaisten tuotteiden parissa yritys toimii. Ostajan kannalta tarkasteltuna yritysosto liittyy markkinoiden ja/tai tuotteiden laajentamiseen. Siksi yritysosto on pohjimmiltaan strateginen päätös. Yritysosto liittyy tavallisesti jonkin uhan tai mahdollisuuden havaitsemiseen yrityksen strategisessa toimintaympäristössä. Kun yrityksen strategia on hahmoteltu tietyntalaiseksi pidemmällä aikavälillä, saattaa ympäristötekijöiden yllättävä muuttuminen aiheuttaa tarpeen strategian muuttamiseen. Tällaisia uusia strategisia tavoitteita ovat muun muassa (Tenhunen ja Werner 2000, 11):

- pyrkimys tuotelinjan täydentämiseen
- markkinaosuuden kasvattaminen sekä
- tavarantoimittajiin liittyvien sidonnaisuuksien vähentäminen.

Yrityksen olemassa olevat resurssit rajoittavat kuitenkin keinoja, joilla tavoitteisiin pyritään. Yksi voimakkaimmista, mutta myös eniten resursseja vaativista keinoista, on yrityksen kasvattaminen yritysoston avulla. Tällöin on kuitenkin syytä pohtia, onko yritysosto välttämätön tapa toimia vai mahdollisuus, jos kilpailupaine on suuri jo ennestään ja mahdollisesti pienenevät markkinat saattavat sulkea kokonaan pois sisäisen tien eli uuden yrityksen oman valmistus- tai markkinointiyksikön perustamisen yrityksen kasvattamisvaihtoehtona. Eikä myöskään yhteistyötä muiden yritysten kanssa haluta hyödyntää yrityksen koon kasvattamisessa. (Tenhunen & Werner 2000, 12.) Taulukossa 1 tarkastellaan yritysoston ja sisäisen kehittämisen etuja ja haittoja.

	Yritysosto	Sisäinen kehittäminen
Tarvittavat rahavarat	Määrä vaihtelee, Mutta voi olla suuri.	Määrä vaihtelee, mutta yleensä vähemmän ja yleensä säännöllisempää
Riskit	Riskiä ei voi testata etukäteen	Riskiä voidaan arvioida ja se voidaan rajoittaa
Epäonnistumisen Vaikutukset	Yleensä jokin yläraja, joka menetetään	Investointi menee kokonaan hukkaan
Aikataulu	Välitön vaikutus	Yleensä hidas
Vaikutus liiketoimintaan	Saattaa olla erittäin merkittävä	Yleensä pieni monen vuoden ajan

Taulukko 1: Yritysoston ja sisäisen kehittämisen edut ja haitat
Lähde: Tenhunen & Werner 2000, 60

Yritysoston nopeudella ja mittakaavalla saattaa olla ostavalle yritykselle niin paljon merkitystä, että nämä seikat puhuvat yritysoston puolesta sisäiseen kehittämiseen nähden. Olennaista onkin analysoida ostettavaa yritystä siten, että havaitaan, onko ostettavalla yrityksellä sellaisia vahvuuksia ja mahdollisuuksia, joita ei kohtuullisessa ajassa omalle yritykselle voida sisäisesti kehittää. (Tenhunen & Werner 2000, 60 – 61.)

Bergroth (1994, 368) toteaa, että yrityskauppa ei koskaan voi olla yrityksen toiminnan päämäärä, vaan se on aina keino asetettujen päämäärien saavuttamiseksi. Yrityskauppa suunniteltaessa on siten ensin selvitettävä, miten mahdollinen yritysosto liittyy yrityksen strategiaan ja johtaako suunnitteilla oleva kauppa ehkä koko strategian muuttamiseen. Vaihtoehtoisesti voidaan toki aktiivisesti etsiä kiinnostavia ostokohteita, kun strategia edellyttää toiminnan laajentamista jollain liiketoiminta-alueella tai siirtymistä uusille liiketoiminta-alueille. Vasta sen jälkeen, kun kaupan soveltuvuus ostajan strategiaan on selvitetty, tulevat eteen sellaiset kysymykset kuin yrityksen arvon määrittäminen, yrityskaupan rahoitus ja kaupan sopimustekniikka sekä ostettavaan yritykseen ja kauppaan liittyvät verokysymykset.

Syitä siihen miksi yritystä ollaan ostamassa, on Bergrothin (1994, 368 – 369) mukaan useita:

- markkinaosuuden valtaaminen
- jälkimarkkinoiden (huolto, varaosat) kasvattaminen
- kilpailijan eliminoiminen
- siirtyminen uudelle markkina-alueelle
- siirtyminen uusiin tuotteisiin
- tuotantokapasiteetin lisääminen
- avainresurssien varmistaminen
- hankintalähteiden varmistaminen
- uuden teknologian haltuunotto
- pätevän henkilöstön saaminen omaan organisaatioon sekä
- siirtyminen uuteen liiketoimintaan.

Yrityssostot ovat luonteeltaan joko aggressiivisia tai defensiivisiä. Aggressiiviset yrityssostot liittyvät lähinnä mahdollisuuksien hyödyntämiseen ja defensiiviset uhkien torjuntaan. Yrityssostojen onnistumisen kannalta luokittelu horisontaaliseen ja vertikaaliseen yrityssostoon on olennainen. Tällöin osto tapahtuu saman toimialan puitteissa. Yrityssosto on horisontaalinen, kun se kohdistuu ostavan yrityksen kanssa samalla toimialalla ja samassa jalostus- ja jakeluketjun vaiheessa toimivan yrityksen ostamiseen. Vastaavasti yrityssosto on vertikaalinen, kun ostettava yritys toimii ostajan kanssa samalla toimialalla, mutta jalostus- tai jakeluketjun eri vaiheessa. Jos yrityssosto tapahtuu toiselta toimialalta, puhutaan konsentrisesta tai konglomeratiivisesta ostosta. Konsentrisessä yrityssostossa, vaikka ostettava yritys toimii eri toimialalla, ovat sen markkinat ja markkinointi- ja jakelukanavat tai teknologia ja tutkimus- ja kehitystoiminta samankaltaiset kuin ostavan yrityksen. Konglomeratiivisessa yrityssostossa ostava yritys ostaa kokonaan uusiin markkinoihin ja tuotteisiin keskittyneen yrityksen. (Tenhunen & Werner 2000, 12–13.)

Erityyppiset yrityssostot liittyvät erilaisiin strategisiin tavoitteisiin. Horisontaalisella yrityssostolla voidaan pyrkiä markkinavoiman lisäämiseen toimialan sisällä, kun taas konglomeratiivisen yrityssoston tavoitteena voi olla toimintaan liittyvien tulosten vaihteluiden tasoittaminen ja siten riskien vähentäminen turvaamalla toiminta useamman liiketoiminta-alueen varaan. (Tenhunen & Werner 2000, 13.)

Yrityksostoilla on myös kääntöpuolensa. Investointien epäonnistumista koskevat tutkimukset ovat osoittaneet, että erityisesti yrityksen voimakkaaseen laajentumiseen ja uusien markkinoiden saavuttamiseen liittyvät yrityskaupat ovat epäonnistuneet. (Leppiniemi 1999, 23.) Honko, Prihti ja Virtanen (1982) tutkivat investointien onnistumista Suomen 30 suurimmassa teollisuusyrityksessä. Sen mukaan yritysostot olivat toiseksi yleisimmin epäonnistunut investointi.

Investointi	Epäonnistumisprosentti
Kiinteistöinvestoinnit	16,8 %
Kone- ja laiteinvestoinnit	43,4 %
Yritysostot	25,7 %
Aineettomat investoinnit	11,5 %
Henkilöstöinvestoinnit	2,6 %

Taulukko 2: Investointien epäonnistuminen lajeittain

Lähde: Honko ym. 1982, 75.

Investointien epäonnistumisen syyt jaettiin tutkimuksessa kolmeen ryhmään: idea-, suunnittelu- ja toteutusvirheet. Ideavirhe on kyseessä, jos investointi on perustunut strategiseen virhearviointiin. Suunnitteluvirhe on seuraus sinänsä käyttökelpoisen investointi-idean suunnitteluun liittyvistä puutteista ja virheistä suunnitteluprosessin eri vaiheissa. Toteutusvirhe on kyseessä, kun investointipäätöksen jälkeinen investoinnin toimeenpano epäonnistuu. (Honko ym. 1982, 73.)

Epäonnistuneiden yritysostojen syitä ja taustoja voidaan analysoida myös yrityksen konkurssin syihin liittyvien tutkimusten avulla. Konkurssitutkimusten perusteella voidaan päätellä, että riskialttiita ovat erityisesti suuret yritysostot (Prihti 1980, 13 – 18). Liian nopea kasvu johtaa velkaantumiseen ja lopulta rahoituskriisiin. Myös Laitinen (1990; 135, 143, 146) mainitsee yhdeksi konkurssin aiheuttajaksi virheelliset investoinnit.

Syitä yrityksen myyntiin

Syyt yrityksen myyntiin ovat myös strategisia. Jos yrityksen myyjinä ovat yksityishenkilöt, ovat syyt yrityksen myyntiin selvästi erilaiset kuin esimerkiksi suuren monialayhtiön myydessä osan liiketoimintaansa. Kun yrittäjä on myyjänä, voidaan eri tapauksissa ha-

vaita sekä yrityksen ulkoisia että sisäisiä syitä yrityksen myyntiin ja myyntihaluun. Yrityksen sisäisiä syitä ovat tyypillisesti (Tenhunen & Werner 2000,66):

- Yrittäjän sairastuminen.
- Eläkkeelle jääminen.
- Riittävien omien kehitysresurssien puuttuminen.
- Sopivan myyntimahdollisuuden hyväksikäyttö jatkajan puuttuessa.
- Elämäntyön realisointi.
- Tilaisuuden hyväksikäyttö hyvän myyntimahdollisuuden ilmaannuttua.
- Selvät molemminpuoliset strategiset synergiamahdollisuudet ostajan ja ostokohteen kesken.
- Merkittävän lisäpanostuksen saaminen hyvään liikeideaan.

Usein yrityksen sisäisiin syihin liittyy puute sopivasta sukuun kuuluvasta jatkajasta tai sopivasta jatkajasta yrityksen sisällä. Tärkeimpänä ulkoisena syynä voidaan pitää yrityksen ajautumista strategisesti uuteen tilanteeseen, jossa joko ulkoinen mahdollisuus tai ulkoinen uhka muodostuu ratkaisevaksi myyntihaluun vaikuttavaksi tekijäksi. Uhkana voi olla esimerkiksi tärkeimmän myyntikanavan menettäminen kilpailijalle ja mahdollisuutena uuden valmistustekniikan tai patentin saaminen käyttöön yrityskaupan kautta. (Tenhunen & Werner 2000, 66.)

Kun myyjän on suuri yritys tai konserni, syyt liiketoiminnan osan myyntiin poikkeavat yleensä yrittäjän myyntisyistä. Tavallisia syitä konsernitasolla ovat (Tenhunen & Werner 2000, 67):

- Konsernin kehittämisen linjavalinnat ja siihen liittyvät liiketoimintojen karsimiset.
- Yritysryhmän saneeraus.
- Liiketoimintojen vaihto suurten yritysryhmien kesken.
- Yritysryhmien keskeisten synergiamahdollisuuksien hyväksikäyttö.
- Pyrkimys määräävään markkina-asemaan yrityskaupan osapuolten kesken.
- Valmistustoiminnan ja ostotoiminnan keskittäminen.

2.2 Synergiapotentiaali ja kauppahinta

Sekä yrityksiin että yrityskauppoihin liittyy synergian saavuttamisen tavoite (Leppiniemi 2002, 223). Synergiapotentiaali liittyy siihen mahdollisuuteen, että ostavan ja ostettavan yrityksen toiminnallinen tulos on yritysoston tapahduttua ja sopeuttamistoimenpiteiden tapahduttua suurempi kuin yritysten tulosten summa on ollut niiden toimiessa erillään. Synergian syntyminen edellyttää, että ostokohteen toiminnan ja resurssien tulee sopia mahdollisimman hyvin yhteen ostajayrityksen kanssa. (Tenhunen & Werner 2000, 14.)

On huomattava, että negatiivisten synergiavaikutusten – sen, että yhdistetyt yritykset toimivat yhdessä huonommin kuin erikseen – esiintyminen yrityskauppatilanteessa ei ole lainkaan harvinaista. Tämä voi johtua muun muassa lisääntyneestä investointitarpeesta. (Leppiniemi 2002, 223.) Nummenpää (2007, 37) toteaa, että KPMG:n vuonna 1999 toteuttaman tutkimuksen 700 suurimmasta M&A järjestelystä mukaan:

- 17 % loi arvoa yhdistyneelle firmalle
- 30 % oli arvon kannalta neutraaleja, ja
- 53 % tuhosi arvoa

Samoin Nummenpää (2007, 37 - 38) toteaa pitkän aikavälin tutkimusten (yli 10 vuoden aikaväli) osoittavan, että lähes 50 % ostetuista yrityksistä myydään edelleen. Hän toteaa myös, että suurin osa hyödyistä menee ostokohteen osakkeenomistajille, koska kohteesta maksetaan liikaa tai ostaja yliarvioi synergioita. Syitä tähän Nummenpään (2007, 39) mukaan on muun muassa:

1. Yritysjohtajien ylimielisyys. Johtajat uskovat olevansa muita johtajia parempia yritysostojen haltuunotossa ja näin välttävänsä liikaa maksamista. 106 yritysostoa tutkinut tutkimus osoitti, että yli-itsevarmat korkean profiilin toimitusjohtajat maksoivat säännönmukaisesti kohteista liikaa.
2. Biasoitunut arviointiprosessi. Yleensä investointipankin palkkio tulee vasta transaktion toteuttamisesta. Tällöin syntyy intressi liioitella laskelmissa synergiahyötyjä.
3. Yhdistymisen suunnittelun puute. KPMG:n tutkimus osoitti, että useilla ostajilla ei ollut tarkkaa suunnitelmaa synergioiden toteuttamiseksi.

Eräänlaisina peukalosääntöinä synergioiden toteutumisiin Nummenpään (2007, 40) mukaan voitaisiin pitää seuraavaa:

- suuren yhtiön ostaessa pienemmän yhtiön synergioiden toteutumisen todennäköisyys on suurempi kuin tasaveroisten yhtiöiden yhdistyessä
- kustannusten säästö -synergiat toteutuvat todennäköisemmin kuin kasvuun perustuvat synergiat, ja
- yksityisiin yhtiöihin kohdistuvat yritysostot ovat keskimäärin onnistuneempia kuin julkisten yhtiöiden ostaminen.

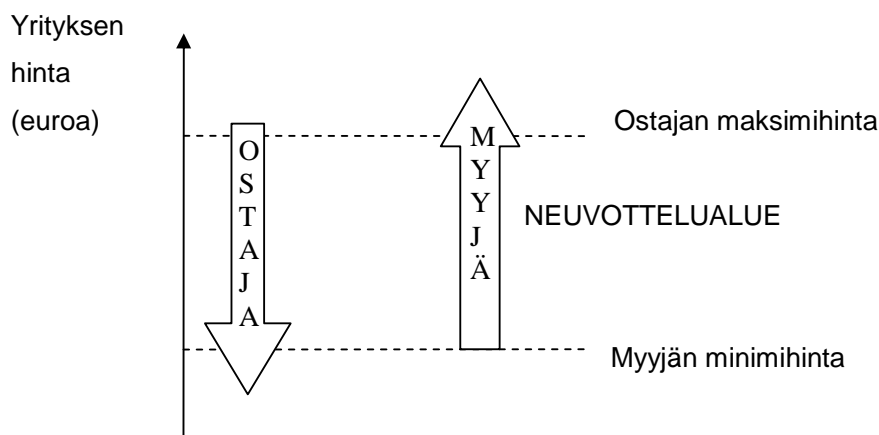
Pienissä yrityksissä olennainen synergiaa luova tekijä on omistajan ja varsinaisen yrittäjän panos. Tästä syystä hänet ja muitakin omistavia avainhenkilöitä pyritään sitomaan yritykseen myös yrityskaupan jälkeen. Sitoutumistavoitetta korostavat kauppakirjoihin liitetyt ehdot vähintään määräaikaisesta työskentelystä yrityksessä omistuksen siirtymisen jälkeen ja esimerkiksi kauppahinnan sitomisesta osittain lähivuosien tulokseen. (Leppiniemi 2002, 224.)

Tenhusen ja Wernerin (2000, 14 – 15) mukaan tyypillisiä käytännön synergialähteitä ovat:

- yrityskaupasta syntyvän suuremman markkinaosuuden hyväksikäytön yrityksen hinnoittelussa.
- yrityskaupasta syntyvän suuremman volyymin hyväksikäyttö raaka-aineiden tai muiden tuotteiden ja palvelujen ostoissa.
- tuotannon tehostuminen yrityksen valmistustoiminnan rationalisoinnin kautta, kun erityyppiset tuotteet voidaan keskitetysti valmistaa eri tuotantolaitoksissa.
- kustannusten karsimisen yrityksen eri toiminnoissa, kun kaksinkertaiset toiminnot eli päällekkäisyydet voidaan poistaa.
- vertikaalisessa yritysostossa kolmannen yrityksen tipauttaminen pois toimittajajoukosta.
- kehitysaskel toisessa yhteen liittyvistä yrityksistä sekä tutkimuksen ja kehityksen että kaupallisten yhteistyökumppaneiden, tavaramerkkien, patenttien tai muiden sellaisten vastaavien aineettomien oikeuksien osalta.

- rahoitukseen, yritys lakipalveluihin, taloudelliseen ohjaukseen ja raportointiin, tietojenkäsittelytekniikkaan tai muihin sellaisiin toimintaa tukeviin aktiviteetteihin liittyvät kehitys- ja säästömahdollisuudet.

Jotta yritysosto olisi kannattava, on synergia vaikutuksen lisäksi arvioitava myös kauppahintaa (Tenhunen & Werner 2000, 18). Koska yritykset ovat yksilöllisiä ja ainutkertaisia, määräytyy hinta ostajan ja myyjän välisissä neuvotteluissa. Neuvottelut voivat onnistua, jos ostajalle kannattava enimmäishinta on myyjälle kannattavaa vähimmäishintaa suurempi. Näin muodostuvaa neuvottelualuetta havainnollistetaan kuviossa 4. (Leppiniemi 2002, 226).



KUVIO 4: Yrityskaupan neuvottelualue

Lähde: Leppiniemi 2002, 226

	Kauppahinta vs. liiketaloudellinen arvo		
	alapuolella	tasalla	yläpuolella
Synergia vaikutuksia ei juuri ole	Osto mahdollinen	Osto ei kannata	Osto ei kannata
Synergia vaikutuksia on runsaasti	Osto on kannattava	Osto on kannattava	Osto mahdollinen

Taulukko 3: Yrityksoston kannattavuus ostajalle

Lähde: Tenhunen & Werner 2000, 19.

Jos myyjän yrityksestä vaatima hinta vastaa yrityksen resurssien liiketaloudellista arvoa, on yritysosto ostajan näkökulmasta kannattava investointi vain, jos sillä saadaan

aikaan merkittäviä synergivaikutuksia. Ilman synergivaikutuksia yrityksen ostaminen on kannattava investointi vain, jos kauppahinta on ostokohteen liiketaloudellista arvoa alhaisempi. Yrityksoston kannattavuutta on havainnollistettu taulukossa 3. (Tenhunen & Werner 2000, 18 – 19.)

Usein etenkin yrittäjävetoisessa yrityksessä omistaja joutuu alusta pitäen antamaan omia vakuuksiaan yrityksensä rahoitustarkoituksiin. Yrityskaupan kannalta tärkeä kysymys onkin, miten kyseiset vakuudet tulee arvioida yrityskaupan yhteydessä. Jos ostajalla ei ole riittävästi vakuusmassaa myyjän vastuiden vapauttamiseksi, tästä seikasta saattaa tulla este koko yrityskaupalle. Kuitenkin tietyissä olosuhteissa rahoittajat mahdollisesti suostuvat riskirahoitukseen. Tällaista päätöstä edesauttaa, jos kauppahinta lasketaan substanssiarvon alapuolelle. (Tenhunen & Werner 2000, 38 - 39.)

	Vastuut alle substanssiarvon	Vastuut ylittävät substanssiarvon
Vastuiden ottaminen ei suuri lisäriski ostajalle	Ei vaikutusta kauppahintaan	Lievä kauppahintaa laskeva vaikutus
Vastuiden ottaminen on suuri lisäriski ostajalle	Selvä kauppahintaa laskeva vaikutus	Merkittävästi kauppahintaa laskeva vaikutus

Taulukko 4: Myyjän vakuuksien vapauttamisen vaikutus yrityksen kauppahintaan.

Lähde: Tenhunen & Werner 2000, 39

Taulukon 4 mukaan myyjän kannalta on siis eduksi löytää yritykselleen ostaja, jolla on riittävästi vakuusmassaa ja jolle vastuiden ottaminen ei ole suuri lisäriski. Tällöin ostajalle on luvassa parempi korvaus myös yrityksen myynnistä. Ostajan kannalta suuret vastuut antavat aina oikeuden vaatia kauppahintaa laskettavaksi, erityisesti silloin kun vastuut ylittävät yrityksen substanssiarvon. Jos vastuiden ottaminen on suuri lisäriski ostajalle, on yrityskauppa monesti monimutkainen ja hidastavia neuvotteluvaiheita syntyy paitsi kauppahintaan liittyen, myös rahoittajien kanssa käytävissä neuvotteluissa. (Tenhunen & Werner 2000, 39 – 40.)

Koska ostaja ei voi tuntea kaupan kohteena olevaa yritystä niin hyvin kuin myyjä, joutuu myyjä vakuuttamaan ostajan siitä, että yritystä koskevat seikat ovat sellaiset, jollaisiksi myyjä on ne yrityskauppaneuvotteluissa kuvannut. Kauppakirjan ehdoilla ostaja turvaa käsityksensä yrityksen tilasta. Onhan myyjä antanut vakuutuksen esimerkiksi sopimussakon tai korvausvelvollisuuden uhalla. (Tenhunen & Werner 2000,40.)

Kun ostajaa turvaavat ehdot ovat sovittu, muodostuu yrityksen lopullinen kauppahinta yhtälöstä (Tenhunen & Werner 2000, 40):

$$\begin{array}{lll} \text{Lopullinen} & \text{Ehdollinen} & \text{Ostajaa turvaavien} \\ \text{yrityksen} & = \text{enimmäis-} & \text{+/- ehtojen perusteella} \\ \text{kauppahinta} & \text{kauppahinta} & \text{suoritetut korjaukset} \end{array}$$

Kauppakirjassa sovittua hintaa nimitetään tässä tapauksessa ehdolliseksi enimmäiskauppahinnaksi, joka sovitaan ja maksetaan tietyillä edellytyksillä, joita ostajaa turvaavat ehdot rajoittavat. Mikäli kaikki ehdot toteutuvat sellaisinaan, lopulliseksi kauppahinnaksi muodostuu sovittu ehdollinen enimmäiskauppahinta. (Tenhunen & Werner 2000, 40.)

Kauppahintaan voidaan vaikuttaa myös pienentämällä myytävänä olevan yhtiön substanssia. Yrityskauppatilanteessa yhtiömies voi ottaa yksityisotoin itselleen tai yhtiö voi myydä sellaisia yhtiön omaisuuseriä, jotka eivät yrityskaupassa ole ostajan liiketoiminnan kannalta elintärkeitä. Näin kauppahintaa saadaan putoamaan joskus huomattavastikin. Vastaavasti osakeyhtiön substanssia voidaan pienentää sovittavalla osingonjaolla myyjälle ennen osakkeiden omistusoikeuden siirtymistä. (Tenhunen & Werner 2000, 96 - 98.)

2.3 Yrityskaupan rahoitus

Yritystoston rahoitus on eräs yrityskaupan olennainen elementti. Useimmat ostohankkeet kaatuvat jo alkuvaiheessa rahoitusongelmiin. Ja vaikka ostohintaan saataisiinkin rahaa eri muodoin, voivat sekä ostajan yhtiö että myyty yritys kaatua lisääntyneiden velkojen aiheuttamiin menoihin, kuten korkoihin ja lainojen lyhennyksiin. Sen vuoksi on

ostajan jo hyvissä ajoin yritysostoa suunnitellessaan mietittävä erilaisia vaihtoehtoja yrityskaupan rahoittamiseksi. (Tenhunen & Werner 2000, 93.)

Virtasen (1979, 136 – 137) mukaan yritysoston rahoitukseen liittyy erityispiirteitä, joiden vaikutuksesta rahoituksen suunnittelun asema muodostuu erilaiseksi kuin tavanomaisessa investointiprosessissa. Rahoituskysymykset ovat yritysoston yhteydessä monitahoisempia kuin muiden investointien kohdalla. Tämä johtuu kahdesta yritysoston rahoitukseen liittyvästä erityisongelmasta:

1. rahoitussidonnaisuusongelmasta
2. rahoitustarpeen epämääräisyysongelmasta

Rahoitussidonnaisuusongelma syntyy kahden osatekijän vaikutuksesta. Muista investointikohteista poiketen ostokohteella on jo oma rahoituksensa ja rahoitusrakenteensa, johon kytkeytyvät maksuvirrat siirtyvät omistajanvaihdoksen yhteydessä ostajan vastattaviksi. Ostokohteen oma rahoitusrakenne vaikuttaakin olennaisesti ostettavan yrityksen oman pääoman osuuden kauppahintaan. Esimerkiksi voimakkaasti velkaantuneen yrityksen osakekannan oston likviditeettivaikutus voi kaupantekohetkellä olla vähäinen oston varsinaisten rahoitusseuraamusten tullessa esille vasta myöhemmin ostokohteen kytkeytyneiden lainojen korkojen ja kuoletusten aiheuttamana rahoitustarpeena. Rahoitussidonnaisuusongelma esiintyy yritysoston yhteydessä myös siten, että maksettava kauppahinta riippuu ostokohteen rahoitusrakenteen ohella sen maksutavasta. Yritysoston yhteydessä kauppahinnan rahoitusmuoto ja rahoitusjärjestelyt saattavat olennaisesti vaikuttaa investoinnin hankintamenoon. Yrityksen kauppahinnan ja sen maksutavan välillä vallitsee molemminpuolinen vuorovaikutus

Rahoitustarpeen epämääräisyysongelma syntyy siitä, että ostokohteen hankintameno ei suunnitteluvaiheessa ole tunnettu, eikä yritysoston rahoitustarvetta näin voida täsmällisesti määrittää. Tavanomaisessa investointiprosessissa rahoituksen suunnittelu-toimenpiteet tapahtuvat pääsääntöisesti niin, että päätöksentekovaiheeseen tuleva investointisuunnitelma sisältää myös jo investoinnin yksityiskohtaisen rahoitussuunnitelman. Yritysoston yksityiskohtainen rahoitussuunnitelma on laadittavissa vasta, kun yritysoston lopullisesta kauppahinnasta ja sen maksujärjestelyistä on yritysoston toteuttamisehtojen neuvottelujen yhteydessä sovittu. Rahoitustarpeen epämääräisyysongelma kytkeytyy siten läheisesti ostokohteen rahoitussidonnaisuusongelmaan.

Hongon (1979, 128 – 129) mukaan yrityksillä on investointien rahoittamiseksi tavallisesti tarjolla joukko vaihtoehtoisia rahoitusmahdollisuuksia. Ne eivät ole suinkaan toisiaan poissulkevia, vaan useiden samanaikainen hyväksikäyttö saattaa tulla kysymykseen ja on tavallistakin. Tärkeimmät rahoituksen lähteet voidaan tässä yhteydessä ryhmitellä seuraavasti:

1. Ulkoinen rahoitus

- Oman pääoman lisäys, esimerkiksi maksullinen osakepääoman korotus osakeyhtiössä.
- Vieraan pääoman lisäys, lyhyt- tai pitkäaikainen.

2. Sisäinen rahoitus

- Yrityksessä pidätetty voitto.
- Desinvestointi eli omaisuuden myynti, varastojen vähentäminen tai saatavien pienentäminen.

Vieraan pääoman lähteinä tulevat lähinnä kysymykseen pankit, vakuutusyhtiöt ja erityisrahoituslaitokset. Pankkien ja vakuutusyhtiöiden osalta on todettava, että niiden myöntämille luotoille edellytetään pääsääntöisesti erittäin hyviä vakuuksia. Tämä korostaa riskiä ottavien erityisrahoituslaitosten, kuten Finnveran, merkitystä. (Viljanen 1994, 6.) Finnvera voi antaa omavelkaisia takauksia yritysten lainojen vakuudeksi tai tehdä riskipääoman sijoituksia. Rahoitusmuotoina riskipääoman sijoituksissa käytetään pääasiassa osakkeiden hankintaa tai vaihtovelkakirjoja. Vastaavanlaisena riskisijoittajana voi toimia myös pääomasijoitusyhtiö. Pääomasijoitusyhtiöt tekevät sijoituksia julkisesti noteeraamattomiin pieniin ja keskisuuriin yrityksiin, joilla on hyvät kehittymismahdollisuudet. Sijoitukset ovat määräaikaaisia ja ne tehdään oman pääoman ehtoisina tai välirahoituksena. Hyvin tavallinen sijoitus muodostuu osakepääomasijoituksen ja vaihtovelkakirjalainan yhdistelmästä. Lisäksi sijoitusyhtiöt käyttävät instrumentteina pääomalainoja, vakuudettomia lainoja tai lainoja optiolla. (Tenhunen & Werner 2000, 101 – 102.)

Kun punnitaan omia mahdollisuuksia ostaa jokin yritys, tulee aina esiin kysymys, miten paljon omaa rahaa pitäisi olla, jotta vieraan pääoman rahoittajat hyväksyisivät rahoituskohteen ja antaisivat myös tarpeelliset lainat. Suomalaisissa oloissa voidaan arvioida, että noin 10 % omarahoitus edustaa suuruudeltaan pienintä määrää, millä kannattaa

lähteä keskustelemaan rahoittajien kanssa. Tällöinkin yrityksen kannattavuusedellytykset pitäisi näyttää lisäksi hyviltä ja varmoilta. Tavallisesti koko oman rahoitusosuuden edellytetään olevan 20 – 30 %. (Viljanen 1994, 4.)

Osakeyhtiöiden tapauksessa yrityskaupan rahoitukseen voidaan käyttää myös omia osakkeita tai osakepääoman korotusta. Omien osakkeiden hankkimisessa olisi omia osakkeita hankittava kaikilta osakkeenomistajilta samassa suhteessa ja samasta hinnasta. Osakkeiden hankkimisesta voidaan kuitenkin sopia toisinkin. Tällöin puhutaan suunnatusta hankkimisesta, josta on säännökset osakeyhtiölain (2006/624) 15 luvun 6 §. Omia osakkeita voidaan hankkia vastikkeellisesti vain voitonjakokelpoisilla varoilla. Kun yhtiö luovuttaa osakkeita, menettely rinnastetaan osakepääoman korottamiseen uusmerkinnällä. Sen vuoksi vanhoilla osakkeenomistajilla on merkintäoikeus. Tämän vuoksi olisi luovutussovituksessa oltava tästä maininta, jos osakkeiden myyjät eivät halua tai vaadi näitä merkintäoikeuksia myöhemmin. Mikäli ostettava osakeyhtiö hankkii omia osakkeitaan, ostajan maksettavaksi ei täten siirry koko osakkeiden kauppahinta, vaan osa siitä rahoitetaan ostettavan yhtiön varoin. Tällöin ostajan hankintameno on pienempi kuin osakkeiden koko kauppahinta. (Tenhunen & Werner 2000, 95 – 96.)

Mikäli osakeyhtiön kaupassa sovitaan siitä, että ostaja tulee osakkaaksi yhtiöön, voidaan omistusjärjestely suorittaa siten, että nostetaan osakepääomaa suunnatulla osakeannilla. Tällöin poiketaan yhtiön aikaisempien osakkeenomistajien etuoikeudesta merkitä osakkeita osakepääomaa korotettaessa. Jos osakepääomaa korotetaan näin normaalijärjestyksessä, on entisillä osakkeenomistajilla etuoikeus merkitä uusia osakkeita. Osakepääoman korotuksen ohella voivat myyjä ja ostaja sopia myös siitä, että tietyn ajan kuluessa ostaja lunastaa loputkin osakeyhtiön osakkeet myyjältä. Tällaista sopimusta kutsutaan osakassopimukseksi ja se on siten kokonaan myyjän ja ostajan välinen ja ei siten kosketa lainkaan osakeyhtiötä. (Tenhunen & Werner 2000, 99 – 100.)

2.4 Due diligence – prosessi

Due Diligence – termi on peräisin angloamerikkalaisesta oikeuspiiristä ja – perinteestä, jossa painotetaan niin sanottua ”caveat tempor” -periaatetta (varokoon ostaja). Tällä tarkoitetaan, että solmittavan kaupan yhteydessä ostajalla on pääsääntöisesti aktiivinen selvittäminen kaupan kohteesta. Due diligence -tutkimuksella tavoitellaan

juuri tätä asiaankuuluvaa huolellisuutta. Käytäntö on johtanut siihen, että due diligence -tutkimuksen avulla ostaja hyvinkin tarkasti tutkii ostettavan yrityksen liiketoiminnan, kirjanpidon ja tilinpäätöksen sekä oikeudellisen tilan. Tarkoituksena on usein tarkastaa, vastaako kohdeyrityksen liiketoiminta siihen liittyvine riskeineen ja mahdollisuuksineen ostajan käsitystä kaupan kohteesta (Blomquist, Blummé, Lumme, Pitkänen & Simonson 2001, 9). Tutkimus saattaa sisältää myös ympäristökysymyksiä ja vakuusteknisiä selvityksiä. (Blomquist, Blummé & Simola 1997, 15.)

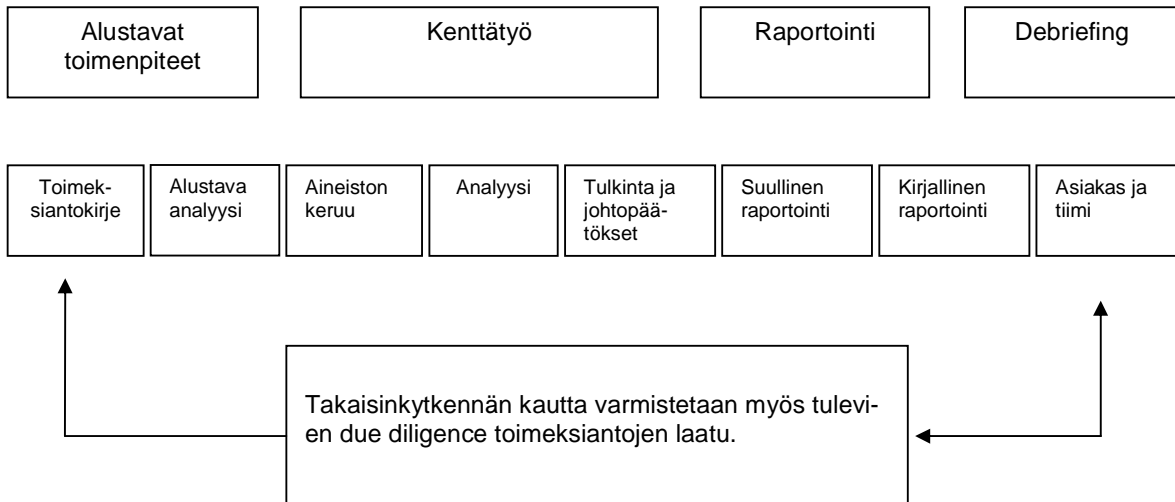
Myyjän osalta due diligence -tutkimuksen sisältö ja laajuus merkitsee sitoutumista oikeiden ja riittävien tietojen antamiseen, mutta myös riittävän kuvan saamista ostajan taloudellisesta ja muusta asemasta sen varmistamiseksi, että ostaja voi täyttää kaupan velvoitteet. (Immonen & Lindgren 2006, 38.)

Due diligence -tutkimuksen tavoitteet voidaan jakaa seuraaviin selvitettäviin asioihin (Blomquist ym. 2001, 19):

1. Asiat, jotka voivat kaataa koko kaupan (deal breakers)
2. Asianhaarat, jotka vaikuttavat hintaan (pricing issues)
3. Asiat, jotka vaikuttavat kaupan rakenteeseen (structuring issue)
4. Asiat, jotka vaikuttavat itse kauppakirjoihin (acquisition agreement issues)
5. Asiat, jotka on syytä huomioida yrityskaupan toteuttamisen jälkeen (post-closing issues).

On myös muita tapoja jaotella due diligence -tutkimuksia; jaottelu voidaan esimerkiksi suorittaa sen mukaan, onko kyseessä liiketoiminta- eli substanssikauppa vai osakekauppa (Blomquist ym. 1997, 10).

Kuvion 5 mukaisella due diligence -prosessilla halutaan korostaa erityisesti vuorovaikutusta, jota prosessin osien välillä jatkuvasti tapahtuu. Samalla on muistettava, että prosessi saattaa painottua eri tavalla eri tilanteissa. Due diligence -prosessi vaihtelee esimerkiksi sen mukaan, missä vaiheessa due diligence -tutkimus kytketään osaksi yrityskauppaprosessia. Joskus due diligence -tutkimus suoritetaan ennen alustavaa sopimusta tai aiesopimusta, joskus vasta kauppakirjan solmimisen jälkeen; useimmiten kuitenkin näiden rajojen välimaastossa. (Blomquist ym. 1997, 11.)



Kuvio 5: Due diligence –prosessi

Lähde: Blomquist ym. 1997, 10.

Vaikka due diligence -tutkimukseen sisältyy useita ja toistuvia vaiheita, se ei kuitenkaan ole mikään täsmällisesti määritelty sarja työmenetelmiä. Due diligence -tutkimuksia suoritetaan yleensä neuvoteltaessa yritysostosta. Ostaja ja hänen neuvonantajansa pyrkivät silloin selvittämään, ovatko oston edellytykset olemassa ja missä muodossa. Jokainen yritysosto on ainutkertainen ja due diligence -tutkimus on sopeutettava kulloisenkin tilanteen vaatimuksiin. Lähtökohtana toimivat ostajan tarpeet ja edellytykset. Kokenut yritysostaja pyrkii yleensä selvittämään seuraavat asiat ennen kuin sitoutuu yrityskauppaan (Blomquist ym. 1997, 20):

- ostokohteen sopivuus yrityksen strategiaan
- toiminnan kaupalliset ja tekniset edellytykset
- kohdeyrityksen laskentatoimen taso
- hinnan kohtuullisuus
- transaktioon liittyvät riskit.

Due diligence -tutkimuksen laajuus, sisältö ja suoritustapa heijastavat usein osapuolten neuvotteluasemia. Due diligence -tutkimus on osa kaupantekoprosessia ja kuten kaupakirjakin, se saa osittain sisältönsä osapuolten voimasuhteiden ja painotusten mukaisesti. Myyjän kannalta due diligence -tutkimus toimii, esimerkiksi siten, ettei myyjän tarvitse antaa ylimääräisiä vakuuksia tai takuita, ja hän voi yleensä lähteä siitä, että tutkimuksen kautta selvitettyt asiat ovat ostajan tiedossa. (Blomquist ym. 1997, 21.)

Due diligence -tutkimus jaetaan yleensä business, legal, financial ja muiden osa-alueiden due diligenceen. Prosessiin voidaan lisätä myös taxation due diligence ja vendors due diligence. (Blomquist ym. 1997, 21; Immonen & Lindgren 2006, 39.)

Business due diligencessä liiketoiminnan olosuhteiden selvittäminen annetaan usein ostajayrityksen johtohenkilöiden ja business controllereiden tehtäväksi. Tämä osa-alue on yrityskaupan onnistumisen kannalta keskeisellä sijalla. On ratkaisevan tärkeää, että ostettava yritys vastaa niitä strategisia ja kaupallisia tavoitteita, joita ostajalla kauppiaan nähdessä on. Perussyöt yrityskauppojen epäonnistumisiin löytyvät yleensä tältä sektorilta. Kokemus on osoittanut, että tutkimuksessa on panostettava huomattavasti kilpailuolosuhteiden selvittämiseen, budjettiedellytyksiin, informaatiojärjestelmien tarkoituksenmukaisuuteen ja toimivuuteen sekä oikeudellisiin ja ympäristöön liittyviin tekijöihin. (Blomquist ym. 1997, 21.)

Legal due diligence -tutkimuksen suorittajana toimii usein suurehko asianajotoimisto, jolla on asettaa tarvittavat resurssit ostajayhtiön käyttöön. Riskien kartoituksessa he keskittyvät niihin vastuuasioihin, jotka eivät yleensä ilmene taseesta tai sen liitteestä. Tilintarkastajien ja lakimiesten välinen yhteistyö due diligence -tutkimuksissa on erityisen tärkeää, jotta riskit tulisivat monipuolisesti selvitettyiksi ja jotta välttyttäisiin päällekkäiseltä työltä. (Blomquist ym. 1997, 22 – 23.)

Financial due diligence -tutkimus kattaa useimmiten tilinpäätöstiedot sekä laskentatöiden tason kohdeyrityksessä. Tavallista on kytkeä niin sanottu taxation due diligence eli verotukseen liittyvien asioiden läpikäynti osaksi financial due diligence -tutkimusta. Osittain verot sisältyvät myös legal due diligence -tutkimukseen. Taxation due diligencessä voidaan tutkia muun muassa sitä millaisia verovaikutuksia yrityskaupalla on myyjälle sekä ostajalle sekä voidaanko tähän verokohteluun vaikuttaa kaupan rakenteella tai ajoituksella (Immonen & Lindgren 2006, 39). Samoin budjetointi- ja suunnittelujärjestelmät sisältyvät financial due diligence -tutkimukseen kuten myös tulos- ja muut ennusteet. (Blomquist ym. 1997, 23.)

On varsin tavallista, että teetetään myös niin sanottu environmental due diligence. Tämän suorittavat useimmiten teknisen koulutuksen saaneet asiantuntijat, jolloin tutkimus kohdistuu ympäristöasioiden hoitoon yleisesti sekä riskitekijöiden tunnistamiseen ja riskien hallintaan liittyviin seikkoihin ja toimenpiteisiin. (Blomquist ym. 1997, 23.)

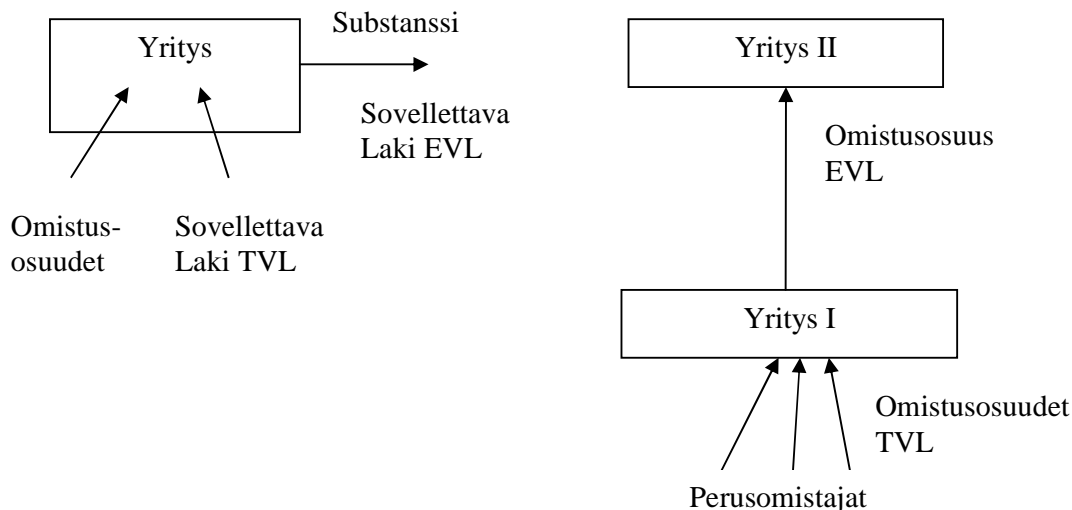
Myös myyntiprosessi voi sinänsä vaikuttaa due diligence -tutkimuksen suoritustapaan. Puhutaan vendors due diligence -tutkimuksesta. Yritysmyynti on usein järjestetty siten, että tarjousmenettelyn kautta haetaan ostajakandidaatit, jotka saavat tutustua myyjien valmistamaan aineistoon data-room ympäristössä. Tällä tarkoitetaan tilaa, jossa kohdeyrityksestä kerätty ja systematisoitu aineisto on ostajakandidaattien käytössä tiettyinä sovittuna aikana ja jossa myyjien edustajia – yleensä myytävän yrityksen tai yksikön johtoa – voidaan samalla haastatella. Tällöin ei välttämättä päästä haastattelemaan muita yrityksen tai yksikön edustajia tai henkilökuntaa. Jos lisätietoja tarvitaan, myyjä järjestää lisäinformaation pyynnöstä ja asetettujen tarjousmenettelysäännösten puitteissa. Fyysisesti data-room voi sijaita myyjäyhtiön tiloissa tai useimmiten myyjän käyttämän asianajotoimiston tai tilintarkastustoimiston tiloissa. Koska menettely on voimakkaasti myyjän ohjauksessa ja valvonnassa, johon myös myyjän valitsemat asiantuntijat usein osallistuvat ja jossa laaditaan tarjousesite ja suoritetaan ostajan mahdollisia tarpeita ajatellen myyjän puolesta due diligence, on tätä menettelyä ruvettu kutsumaan vendors due diligenceksi. (Blomquist ym. 1997, 23 – 24.)

2.5 Yrityskaupan muodot ja verotus

Yrityskauppa voidaan toteuttaa joko myymällä yrityksen liikeomaisuus ja liiketoiminta oikeuksineen ja velvoitteineen eli substanssikaupalla tai myymällä yrityksen osakkeet ja osuudet (Bergroth 1994, 372). Substanssikaupassa kaupan kohteena on yrityksen koko liiketoiminta varoineen ja velkoineen tai osa yrityksen liikeomaisuudesta. Yritys voi olla muodoltaan yksityisliike, henkilöyhtiö tai osakeyhtiö. Substanssikaupassa myyjänä on yritys itse. (Manninen 2001, 273.) Kun kaupan kohteena ovat ostettavan yhtiön osakkeet tai osuudet, voi kaupan kohteena olla koko yritys, enemmistö osakkeista tai osuuksista tai merkittävä vähemmistöosuus. (Bergroth 1994, 373.)

Yrityksen rakennetta voi olla tarpeen muokata ennen yrityskauppaa yritysrakenteen selkiyttämiseksi. Tällöin joudutaan turvautumaan erilaisiin yritysjärjestelyihin. Yritysjärjestelyistä myyjän kannalta mielekkäimpiä ovat sellaiset, jotka johtavat niiden liikearvojen mahdollisimman alhaisiin verokustannuksiin, joita ei haluta realisoida varsinaisessa yrityskaupassa. Tällöin kyseeseen tulevat verovapaiksi säädetyt yritysjärjestelydirektiiviin perustuvat elinkeinoverolain (1968/360) 52 § mukainen fuusio, jakautuminen, liiketoimintasiirto ja osakevaihto. (Manninen 2001, 226.) Kyseisiä säännöksiä ei ole tarkas-

teltu tarkemmin tässä tutkielmassa niiden laajuuden vuoksi, vaan olen tyytynyt viittamaan niihin tarvittaessa. Se mitä lakia yrityskaupassa sovelletaan, määräytyy myytävän yrityksen yritysmuodon ja myyjän oman aseman perusteella (Karppinen, Leppiniemi, Mattila & Pipatti 1986, 54). Tätä havainnollistaa kuvio 6.



Kuvio 6: Sovellettava verolaki yrityskaupassa.

Lähde: Karppinen ym. 1986, 54.

2.5.1 Substanssikauppa

Jos kaupan kohteena on yksityisliike eikä siitä haluta ennen kauppaa muodostaa yhtiötä, on substanssikauppa ainoa kyseeseen tuleva kaupan muoto. Siinä yrittäjä yleensä myy yrityksen kaluston ja muut varat. Tällöin on kysymys liikkeen viimeisestä liiketapah- tumasta. Verotuksessa yksityisliikkeen myyntiä käsitellään liikkeen varallisuuteen kuu- luvien erien, kuten käyttöomaisuuden ja vaihto-omaisuuden, myyntinä. Sillä ei ole mer- kitystä, että kaupan kohteena on koko liike varoineen ja velkoineen. Tämä merkitsee sitä, että sen toiminta-aikana tehdyt varaukset purkautuvat myyntitilikauden veronalai- seksi tuloksi. Mikäli myyntihinta ylittää omaisuuden verotuksessa poistamattoman ar- von, syntyy yritykselle verotettavaa tuloa. (Manninen 2001, 241 – 242.)

Myyntitulo luetaan osaksi myymisvuoden jaettavaa yritystuloa, joka jaetaan verotetta- vaksi pääomatulona tuloverolain (1992/1535) 38§ mukaisesti. Tällöin luovutetun elin- keinotoiminnan käyttöomaisuuteen luettavan kiinteistön tai arvopaperin luovutusvoittoja vastaava osuus katsotaan kokonaan pääomatuloksi. Ansiotulo-osuuteen saattaa yksi-

tyisliikkeen myynnissä tulla sovellettavaksi tuloverolain 128 – 129 § tulontasausta koskevat säännökset. (Bergroth 1994, 372 – 373.) Verosuunnittelun kannalta on liikettä lopetettaessa yleensä syytä pyrkiä kasvattamaan nettovarallisuutta luovutusvuotta edeltäneen verovuoden tilinpäätöksessä, koska se kasvattaa pääomatulo-osuutena verotettavan osuuden määrää luovutusvuonna (Manninen 2001, 243). Pääomatulosta yrittäjä maksaa veroa 28 % (Tuloverolaki 1992/1535 124 §).

Liikkeestä maksettu kauppahinta tulee jakaa kauppakirjassa eri omaisuusryhmiin, kuten vaihto-omaisuuteen, koneisiin ja kalustoon ja kiinteistöjen osalta rakennuksiin ja maapohjiin. Jos kauppahinta on suurempi kuin liikeomaisuuden käyvän arvon ja velkojen erotus, ylimenevä osa kauppahinnasta on goodwilliä eli liikearvoa, jonka ostaja saa kirjanpidossaan ja verotuksessaan aktivoida. Liikearvon hankintameno vähennetään pitkävaikutteisena menona vuotuisin poistoin todennäköisenä vaikutusaikanaan, kuitenkin enintään 10 vuodessa. (Manninen 2001, 243.)

Kauppahinnan jaottelulla on merkitystä sekä ostajan että myyjän kannalta. Ostaja merkitsee hyödykkeet kirjanpitoonsa kauppakirjassa määriteltyn hankintamenuon. Näin ollen kauppahinta muodostaa ostajalle poistopohjan ja ostajan intressissä on kohdistaa mahdollisimman suuri osa kauppahinnasta omaisuuserille, joiden hankintameno on verotuksessa nopeimmin vähennettävissä. Näitä omaisuuseriä ovat vaihto-omaisuus, irtain käyttöomaisuus ja rakennuksen ainesosat, kuten hissit, lämpökeskuksen koneet ja laitteet sekä ilmanvaihto- ja ilmastointilaitteet. (Manninen 2001, 244.)

Myyjän intressissä on taas pyrkiä kohdistamaan mahdollisimman paljon käyttöomaisuuskiinteistöihin ja -arvopapereihin, koska näistä saadut voitot ovat pääomatuloa nettovarallisuudesta riippumatta. Maapohjasta ja arvopapereista ostaja ei voi kuitenkaan tehdä mitään säännönmukaisia poistoja, jolloin kauppahinnan kohdistaminen niihin ei ole ostajan intressissä, ja niistä joudutaan myös maksamaan varainsiirtoveroa. Lisäksi rakennuksista tehtävät poistot ovat varsin pieniä. (Manninen 2001, 244.)

Jos yrittäjä jättää tai kaupassa jää omaisuutta yrittäjälle itselleen, tähän omaisuuteen sovelletaan elinkeinoverolain (1968/360) 51 b § yksityiskäyttönottosäännöstä. Tällöin omaisuuden luovutushinnaksi katsotaan hyödykkeen alkuperäinen hankintameno tai sitä pienempi todennäköinen luovutushinta. Mikäli yrittäjälle jää muuta käyttöomaisuutta tai kiinteistö, tällaisesta omaisuudesta tehdyt poistot palautuvat verotettavaksi tuloksi

alkuperäiseen hankintamenuun asti. Jos tällaisen omaisuuden käypä arvo on pienempi kuin alkuperäinen hankintamenu, poistot palautuvat vain tähän pienempään todennäköiseen luovutushintaan asti. (Siikarla 2001, 316 – 317.) Mikäli kiinteistö tai muu käyttöomaisuus annetaan vuokralle, kyseessä ei ole yksityiskäyttöönnotto vaan tulolähdesiirto elinkeinotulolähteestä henkilökohtaiseen tulolähteeseen, jolloin siirtoarvona käytetään rakennuksen tai muun omaisuuden poistamatonta hankintamenua, eivätkä poistot siten palaudu veronalaiseksi tuloksi. (Manninen 2001, 245.)

Toiminimen myynnistä voi vielä todeta, että sen myynti on myyjälle yleensä aina epäedullisempi kuin henkilöyhtiön tai osakeyhtiön myynti. Tämä johtuu siitä, että myytävänä henkilö- tai osakeyhtiö, yrittäjä myy yhtiöosuuksia, jolloin luovutusvoittoverosäännökset ratkeavat sen mukaan, onko yhtiöosuuksia omistettu yli vai alle 10 vuotta. (Siikarla 2001, 316.) Toiminimen myymisen haittana nähdään erityisesti se, että myymisestä saatu tulo verotetaan osittain yrittäjän ansiotulona. Siksi yrittäjälle onkin edullisempaa, jos kauppahinta verotetaan kokonaan pääomatulona. Tämä on mahdollista, jos myytävä yritys on osake- tai henkilöyhtiö, koska tällöin hankintamenu-olettaman käyttäminen on mahdollista. (Manninen 2001, 253 – 254.) Sen sijaan, jos myyjällä on paljon vahvistettuja tappioita, ei yritysmuotoa kannata muuttaa, koska yksityisessä toiminimessä vahvistetut tappiot eivät siirry ostajalle, vaan myyjä saa vähentää vähentämättä jääneet tappiot pääomatuloistaan seuraavien 10 verovuoden aikana (Siikarla 2001, 317).

2.5.2 Yhtiöosuuksien kauppa

Henkilöyhtiö

Henkilöyhtiöiden koko liikeomaisuuden myyminen substanssikauppana ei ole yleensä verotuksellisesti edullista, jos yhtiömiehinä on yksityishenkilöitä. Syynä tähän on se, että henkilöyhtiöiden yrityskaupasta saatu myyntivoitto jaetaan verotettavaksi yhtiömiesten tulona, kuten yksityisliikkeen tapauksessa on selvitetty. Siksi henkilöyhtiön kauppa on myyjän verotuksen kannalta usein edullisinta toteuttaa yhtiöosuuksien kauppana. Jos henkilöyhtiöllä on vahvistettuja tappioita, erilliset substanssikaupat ennen yhtiöosuuksien myyntiä saattavat olla perusteltuja, koska tappiot saadaan tällöin hyödynnettyä. (Manninen 2001, 275 – 276.)

Avoimessa ja kommandiittiyhtiössä yhtiömiehet eivät omista yhtiön taseessa olevaa omaisuutta, vaan tämän omaisuuden omistaa yhtiö itse. Henkilöyhtiöissä vastuunalaiset yhtiömiehet omistavat yhtiössä ainoastaan henkilöyhtiön yhtiöosuuksia. Kun henkilöyhtiön vastuunalainen yhtiömies myy yhtiöosuuksiaan, hän myy omaa henkilökohtaista irtainta omaisuuttaan eikä yhtiön omaisuutta. Henkilöyhtiön yhtiöosuuksien myyntiin sovelletaan tällöin tuloverolain (1992/1535) 45 § ja 46 § luovutusvoittoverosäännöksiä, jos myyjänä on luonnollinen henkilö tai kotimainen kuolinpesä. Tästä luovutusvoitosta saaja maksaa tuloverolain (1992/1535) 124 § mukaisesti 28 % veroa. Jos myyjänä on osakeyhtiö, sovelletaan käyttöomaisuuden myyntiin elinkeinoverolain (1968/360) 5 § sekä 6 § luovutusvoittoverosäännöksiä. (Siikarla 2001, 321.)

Kun myydään henkilöyhtiön yhtiöosuuksia, tällaisella kaupalla ei pääsääntöisesti ole vaikutusta itse yhtiön omaan verotukseen. Poikkeuksena on henkilöyhtiölle vahvistetut tappiot, jotka menetetään eli ne eivät ole ostajalle tulevaisuudessa vähennyskelpoisia, jos enemmän kuin puolet yhtiöosuuksista vaihtaa omistajaa muun saannon kuin perinnön tai testamentin kautta. (Siikarla 2001, 321.) Henkilöyhtiötä ei myöskään rinnasteta yhteisöön varainsiirtoverotuksessa, eikä henkilöyhtiön luovutuksesta peritä varainsiirtoveroa (Manninen 2001, 287).

Osuuksien luovutus voi tapahtua yhtiömiehen siirtäessä osuutensa toiselle yhtiömiehelle, ulkopuoliselle tai yhtiön lunastaessa sen. Mikäli yhtiö lunastaa yhtiömiehen osuuden, yhtiön suoritus yhtiömiehelle vastaa pääomapanoksen palautusta sijoitusosuuden hankintamenoon asti. Lunastushinnan ylittäessä osuuden käyvän arvon, voidaan ylimenevää osuutta pitää yhtiölle vähennyskeltottomana voitonjakona. Yhtiöosuuden luovutukseen tarvitaan henkilöyhtiöissä muiden yhtiömiesten suostumus, ellei yhtiösopimuksessa ole sovittu toisin. Tämä johtuu laissa olevasta tarpeesta suojata muita yhtiömiehiä. (Manninen 2001, 286 - 287.)

Ennen yhtiöosuuksien luovutusta yhtiömiehet voivat ottaa liikeomaisuutta yksityiskäyttöön. Tällöin kiinteistön, rakennuksen, rakennelman, arvopaperin tai oikeuden siirtoarvona käytetään niiden todennäköistä luovutushintaa. Muun omaisuuden, palvelun tai etuuden veronalaiseksi luovutushinnaksi katsotaan alkuperäinen hankintameno tai sitä alempi todennäköinen luovutushinta. (Manninen 2001, 286.) Liikeomaisuutta voidaan ottaa yksityiskäyttöön yhtiöosuuksien myynnin yhteydessä, jos taseessa on omaisuutta, josta ostaja ei ole kiinnostunut ja joka tulisi sen vuoksi saada taseesta pois ennen yri-

tyskauppaa (Siikarla 2001, 322.) Yksityiskäyttöön ottoon sovelletaan elinkeinoverolain (1968/360) 51 b §.

Avoimen yhtiön yhtiömiesten ja kommandiittiyhtiön vastuunalaisten yhtiömiesten ei tarvitse sijoittaa yhtiötä perustettaessa siihen varsinaista pääomapanosta lainkaan. Ainoastaan kommandiittiyhtiön äänettömän tai äänettömien yhtiömiesten tulee sijoittaa yhtiöön panoksenaan rahaa tai rahanarvoista omaisuutta. Kun myydään sellaisen avoimen tai kommandiittiyhtiön yhtiöosuus, joka on hankittu sijoittamatta yhtiöön perustamisvaiheessa pääomaa, lasketaan luovutusvoitto edellä mainitun tuloverolain (1992/1535) 45 § ja 46 § mukaisesti. Myyntihinnasta saadaan vähentää joko alkuperäinen hankintahinta tai oletettuna hankintamenona 20 % tai 40 % myyntihinnasta sen mukaan, onko yhtiöosuus omistettu yli vai alle 10 vuotta. 10 vuoden määräaika lasketaan yhtiön perustamispäiväyksestä tai siitä kun yhtiöosuudet on hankittu, eikä siitä, kun yhtiö on merkitty kaupparekisteriin. Hankintahetki määräytyy siis kauppakirjan tai yhtiön perustamispareiden päiväyksestä. Mikäli yhtiölle on kertynyt taseeseen omaa pääomaa eivätkä yhtiömiehet nosta sitä verovapaasti ennen yhtiön myyntiä, voidaan tätä pääomaa pitää myytyjen yhtiöosuuksien hankintahintana. (Siikarla 2001, 321 – 322; Manninen 2001, 289.)

Koska henkilöyhtiön yhtiömiehillä on mahdollisuus tehdä yksityisottoja, voi henkilöyhtiön oma pääoma muuttua negatiiviseksi. Tällöin yhtiömiehen yksityisotot ylittävät hänen vuotuisten voitto-osuuksiensa ja yhtiöön tekemiensä sijoitusten yhteismäärän. Tämä ylisuuri yksityisotto lisää henkilöyhtiön osuuden luovutusvoiton laskemisessa luovutusvoittoon. Lisääminen ei edellytä yhtiön oman pääoman negatiivisuutta, vaikka ylisuurret yksityisotot liittyvät yleensä tilanteisiin, joissa yhtiön taseessa on negatiivista omaa pääomaa. Lisäys lasketaan yhtiömieskohtaisesti. Ylisuurten yksityisottojen lisäys tehdään myös silloin, kun ennen lisäystä tai sen jälkeen olisi syntymässä luovutustappio. Tällöin lisäys muuttaa luovutustappion voitoksi tai pienentää sen määrää. Luovutusvoittoa laskettaessa tilikauden nostamatta olevat voittovarot lasketaan vähennykseksi luovutushintaan lisättävästä negatiivisesta omasta pääomasta. (Manninen 2001, 292 – 293.)

Osakeyhtiö

Osakeyhtiön osakkeet ovat arvopapereita ja samalla irtainta omaisuutta. Myytäessä osakeyhtiön osakkeita kaupan kohteena ovat yksittäisen osakkeenomistajan henkilökohtaista irtainta varallisuutta. Kun myyjänä on luonnollinen henkilö tai kotimainen kuolinpesä, tällaiseen luovutukseen sovelletaan tuloverolain (1992/1535) 45 § ja 46 § luovutusvoittoverosäännöksiä. Tuloverolain 124 § mukaisesti luovutusvoitosta maksetaan veroa 28 % suhteellisen verokannan mukaan. Jos osakeyhtiön osakkaana on toinen yritys, joka myy osakkeet, kyseessä on liikevarallisuuden myynti, johon pääsääntöisesti sovelletaan elinkeinoverolain (1968/360) säännöksiä¹. Kun myydään elinkeinoverolain alaista omaisuutta, myyntihinnasta saadaan vähentää vain myydyn omaisuuden tasearvo. Sen sijaan, kun myydään tuloverolain alaista omaisuutta, luovutusvoittoa laskettaessa saadaan käyttää vähennyksenä joko alkuperäistä hankintahintaa lisätynä mahdollisilla myyntikuluilla tai 20 % tai 40 % hankintameno-olettamaa. Jos käytetään hankintameno-olettamaa, ratkaisevaa on se, onko osakkeet omistettu pidempään kuin 10 vuotta. Ratkaisevaa omistusaikaa laskettaessa on se, milloin yhtiö on perustettu, osakkeet on merkitty tai ostettu, ei se, milloin yhtiö on rekisteröity kaupparekisteriin. (Siikarla 2001, 334.)

Jos osakeomistuksen pohjana on aikaisempi omistus henkilöyhtiössä ja tämä on myöhemmin muutettu osakeyhtiöksi, katsotaan osakkeiden hankinta-ajankohdaksi henkilöyhtiön osuuden hankinta-ajankohta (perustaminen tai osuuden ostoajankohta) siltä osin kuin osuus osakeyhtiössä perustuu entisiin yhtiöosuuksiin. Osakeyhtiöksi muuttaminen ei siis katkaise hankinta-ajankohtaa. Edellytyksenä on, että muutos osakeyhtiöksi tehdään tasejatkuvuutta noudattaen. Jos yksityinen elinkeinonharjoittaja on muuttanut liikkeensä osakeyhtiöksi, lasketaan osakkeiden saantoajankohta osakeyhtiön perustamisesta. (Manninen 2001, 299; Siikarla 2001, 334 – 335.)

Mikäli osakepääomaa on korotettu ilmaisosakeannilla, ilmaisosakeannissa osakkaiden keskinäiset omistussuhteet eivät voi muuttua. Tällöin ilmaisosakeantina saatujen osakkeiden hankintahetkenä pidetään sitä hetkeä jona ilmaisiantia ennen saadut maksulliset osakkeet on hankittu. Mikäli osakepääomaa korotetaan maksullisella osakeannilla ja osakkeet merkitään siinä suhteessa kuin osakkeenomistajat omistavat yhtiössä aiemmin jo osakkeita, myös maksullisessa osakeannissa saadut osakkeet katsotaan hanki-

¹ Erityisesti elinkeinoverolain 5 § 1 kohta sekä 6 § 1 momentin 1 kohta.

tuksi sitä edeltäneen maksullisen osakepääoman hankinnan yhteydessä. Jos joku kuitenkin merkitsee maksullisia osakkeita enemmän kuin hänen aikaisemman omistuksensa suhteessa kuului, tältä osin alkaa kulua uusi määräaika. (Manninen 2001, 299 – 300; Siikarla 2001, 334.)

2.5.3 Sisäinen yrityskauppa ja taseyhtiökauppa

Normaalin osakekaupan sijasta varoja voidaan pyrkiä irrottamaan osakkaille sisäisellä osakekaupalla, jossa myyjä ja ostaja ovat toisilleen läheisiä henkilötahoja. Sisäisen kaupan yksinkertainen perusmuoto on se, että yrittäjä myy omistamansa yhtiön osakkeet hallitsemalleen toiselle yhtiölle. Osakkeiden myyntiä voidaan käyttää myös jakautumisen vaihtoehtona. Jakautuminenhan voi olla yrityskaupan esitoimena siten, että toiseen yhtiöön siirretään elinkeinotoimintaan kuuluva varallisuus ja toiseen varallisuus, jota ei tarvita varsinaisen elinkeinotoiminnan harjoittamisessa. Sisäisen yrityskaupan hinnoittelulta edellytetään markkinaehtoisuutta. Jos sisäisen kauppajärjestelyn tarkoituksena on rahastaa myyjälle varoja tämän intressiyrityksistä eikä järjestelyllä voida osoittaa olevan aitoja liiketaloudellisia syitä, saatetaan kauppaan puuttua peitelty osingonjaon keinoin. (Miettinen 2004, 76; Blummé, Pitkänen, Raunio & Äärilä 2001, 143 - 144.) Sisäiset omistusjärjestelyt ovat tavallisia ennen ulkopuolisen ostajan kanssa tehtävää yrityskauppaa. Myyjä saattaa joutua eriyttämään kaupan kohteen muista toiminnoistaan tai selkiyttämään kohdetta. Toimet ovat usein välttämättömiä ulosmyynnin toteuttamiseksi. (Blummé ym. 2001, 144.)

Taseyhtiökauppa on eräs sisäisen kaupan ilmentymä, joka toteutetaan usein sarjatoimena. Taseyhtiö syntyy toimivan yhtiön liiketoiminta myymällä. Liiketoiminnan myynnin jälkeen myyjäyhtiön taseen varat käsittävät vain rahavaroja ja saatavia. Tämän jälkeen myyjäyhtiön osakekanta myydään jollekin toiselle yhtiölle, jonka jälkeen taseyhtiö jakaa varat osinkoina ostajayhtiölle. Kauppahinta maksetaan yleensä taseyhtiön varoilla suoraan, osinkojen kautta taikka lyhytaikaisella ulkopuolisella rahoituksella. (Miettinen 2004, 78.)

Taseyhtiöiden käytöllä saavutettavat veroedut perustuvat siihen, että yrityskauppatilanteita silmällä pitäen on pyritty eriyttämään yhtiön varsinainen liiketoiminta ja yhtiöön kertyneet voittovarot. Tasekaupassa ulkopuolinen yhtiö ostaa taseyhtiön osakkeet, tyhjen-

tää sen osingonjaolla ja eliminoi osingonjaon vaikutukset omassa verotuksessaan. Taseyhtiökaupan lopputuloksena voi olla tilanne, jossa alkuperäinen omistaja omistaa edelleen liiketoimintaa harjoittavan yhtiönsä, jonka toiminnassa ei ole tapahtunut mitään muutoksia. (Miettinen 2004, 78.)

3 ARVONMÄÄRITTÄMISEN TEORIA

3.1 Arvonmäärittäminen prosessi

3.1.1 Arvonmäärittäminen prosessin taustaa

Leppiniemen (2002, 226 – 227) mukaan yrityksen arvosta puhuttaessa käytetään usein kolmea apukäsitettä; markkinahintaa, substanssiarvoa ja tuottoarvoa. Silloin, kun yritys on osakeyhtiö ja sen osakkeilla käydään kauppaa arvopaperipörssissä, yrityksen arvo voidaan pyrkiä johtamaan osakkeiden markkinahinnan avulla. Markkinoilla myytävät osakkeet edustavat yleensä finanssisijoitusta eli ajatusta siitä, että yrityksen toiminta jatkuu entiseen tapaan. Yritysosostossa on kuitenkin usein kysymys siitä, että ostava yritys arvelee kahden yrityksen resurssien yhdistämisen synnyttävän uudenlaisia toiminnallisia mahdollisuuksia ja myös arvon nousua.

Markkina-arvo on yrityksen omaisuuden arvo eli hinta, jonka sijoittajat olisivat yhteensä valmiita maksamaan yrityksen omasta pääomasta ja veloista. Tätä asiaa havainnollistetaan markkinaperusteisen taseen avulla taulukossa 5. (Niskanen & Niskanen 2003, 271.)

Yritysomaisuuden markkina-arvo = A (market value of assets) = koko yrityksen arvo V (value of the firm)	Oman pääoman markkina-arvo = E (market value of equity) Velan markkina-arvo = D (market value of debt)
--	---

$$V = A$$

$$V = D + E$$

Taulukko 5: Yrityksen markkinaperusteinen tase

Lähde: Niskanen & Niskanen 2003, 271

Markkinaperusteinen tase muistuttaa muodoltaan liikekirjanpidon tasetta, mutta eroaa siitä siinä, että historiallisten arvojen sijasta siinä esiintyy pelkästään markkina-arvoja. Oman pääoman markkina-arvo on luotettavasti selvitettävissä niiden yritysten kohdalla,

jotka ovat noteerattu pörssissä, mutta velkojen markkina-arvolle ei Suomessa edes isojen yritysten kohdalla löydy julkisia noteerauksia. Joka tapauksessa erot velkojen tasearvojen ja markkina-arvojen välillä ovat yleensä pienet verrattuina oman pääoman markkina- ja tasearvojen välisiin eroihin. (Niskanen & Niskanen 2003, 271 – 272.)

Markkinaperusteisen taseen on liikekirjanpidon taseen tavoin mentävä tasan eli $\text{debet} = \text{kredit} - \text{säännön täytyy pitää paikkansa}$ (Niskanen & Niskanen 2003, 272). Tällöin yllä olevan markkinaperusteisen taseen perusteella voidaan kirjoittaa taseyhtälö, $V = E + D$, jonka mukaan koko yrityksen markkina-arvo on sen oman pääoman E ja velkojen D markkina-arvojen summa (Modigliani & Miller 1958, 268).

Yrityksen substanssiarvolla tarkoitetaan sen varojen ja velkojen välistä erotusta. Substanssiarvo on se rahamäärä, joka jäisi, jos yrityksen toiminta lopetettaisiin, sen tuotantekijät myytäisiin erillisesti ja velat maksettaisiin pois. Vastaavasti yrityksen tuottoarvo on yrityksen tuotto-odotusten nykyarvo. Tuottoarvo perustuu yrityksen toiminnan jatkumiseen. (Leppiniemi 2002, 227.)

Substanssiarvo ja tuottoarvo ovat vaihtoehtoisia arvonmäärittämissä periaatteita. Yleensä sellaiset arvonmäärittämissä menetelmät ovat perusteettomia, joissa näistä arvoista laskeaan painotettuja tai painottamattomia keskiarvoja. Tämä johtuu siitä, että toiminnan lopettaminen ja jatkaminen ovat yleensä vaihtoehtoja, eivät yhtä aikaa toteutettavissa olevia mahdollisuuksia. (Leppiniemi 2002, 227.)

Toimivan yrityksen hinnoittelun ja arvonmäärittämissä lähtökohtana on yleensä tuottoarvo, mutta lähes poikkeuksetta selvitetään myös substanssiarvo. Substanssiarvoa pidetään yleensä hinnan alarajana. Substanssiarvoa selvittäessä tulee ottaa huomioon tuotantekijöiden realisoinnista ja realisointiajanjaksosta aiheutuvat menot. (Leppiniemi 2002, 227.) Tuottoarvon määrittämissä (Kallunki & Niemelä 2004, 102 – 126; Leppiniemi 1999, 26) käytettäviä arvonmäärittämissä malleja ovat:

- Osinkoperusteinen malli
- Vapaan kassavirran malli
- Lisäarvomalli

Yrityksen substanssiarvoa ja tuottoarvoa voidaan käyttää hyväksi myös yrityksen liikearvon eli goodwillin arvottamisessa. Liikearvo kertoo millainen tuotto-odotus yritykseen kohdistuu (Pasonen, Hiltunen & Turunen 2000, 61). Tuottoarvon ja substanssiarvon välistä positiivista erotusta kutsutaan goodwill - arvoksi. Jos taas substanssiarvo on suurempi kuin tuottoarvo, erotusta kutsutaan yrityksen badwill – arvoksi. Kulloinenkin goodwill – arvo kertoo sen edun, joka on aikaansaatu organisoimalla yksittäiset tuotannon tekijät yrityksen muotoon ja harjoittamalla jatkuvaa toimintaa. Badwill – arvo kertoo vastaavasti sen menetyksen, joka aiheutuu yrityksen toiminnan jatkamisesta verrattuna siihen, että toiminta lopetetaan. (Leppiniemi 2002, 227 – 228.)

Liikearvo on olemassa vain, jos ostaja näkee yrityksellä olevan edellytyksiä tuottaa tulevaisuudessa enemmän kuin mitä yrityksen omaisuuden välittömästä realisoinnista velkojen maksun jälkeen jäisi käteen. Liikearvoon sisältyy kaikki yrityksellä oleva ei-materiaalinen omaisuus, jota ei ole taseessa: asiakassuhteet, markkina-asema, maine, imago, sisäiset toimintatavat, tuote-design'it ja henkilöstön osaaminen. (Pasonen ym. 2000, 62.)

Ajankohtaiseksi yrityksen arvonmääritys voi tulla, jos kyseessä on (Lindell 1997, 203):

- Yrityksen osto tai myynti
- Fuusio
- Sijoitustoimintaa harjoitettaessa
- Luotonantoa varten
- Riskipääoman hankinta
- Listautuminen pörssiin
- Tytär- tai osakkuusyhtiön arvon määrittämisessä emoyhtiön tilinpäätöksessä
- Selvitystila edellytysten selvittäminen
- Osakkeiden lunastus (pakkolunastus tai lunastustarjous).

Fernández (2004, 3) lisää listaan vielä:

- Perinnön
- Johdon palkitsemisen
- Arvotekijöiden tunnistamisen ja
- Strategisen suunnittelun.

Arvonmääritysprosessin vaiheet

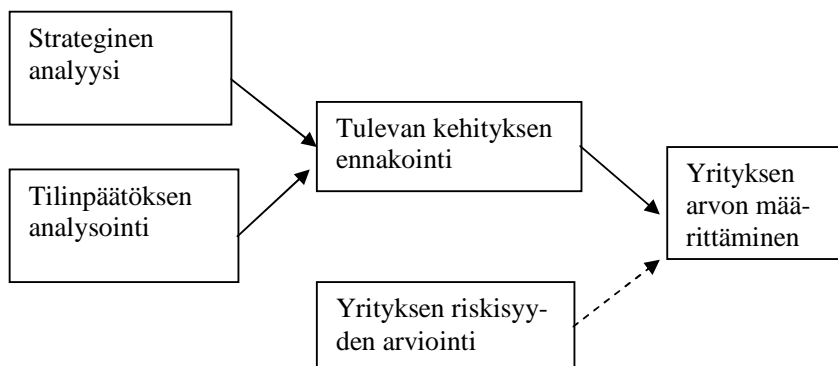
Kallunki ja Niemelä (2004, 23 – 24) jakavat yrityksen arvonmääritysprosessin kolmeen päävaiheeseen:

- strategiseen analyysiin
- tilinpäätöksen analysointiin ja
- tulevan kehityksen ennakkointiin.

Copelandin, Kollerin & Murrinin (2000, 157 – 295) mukaan arvonmääritysprosessi jakautuu:

- menneen kehityksen analysointiin
- pääoman tuottovaatimuksen arviointiin
- tulevan kehityksen ennakkointiin
- jäännösarvon määrittämiseen
- yrityksen arvon laskemiseen ja tuloksen tulkintaan

Yrityksen arvoon vaikuttaa paitsi yritys itsessään myös ympäröivän yhteiskunnan kehitys. Kokonaisvaltaisen analyysin tekemiseksi tarvitaan riittävä tietämys toimialasta ja yrityksen asemasta markkinoilla. Lisäksi yrityksen historiallisen kehityksen ja nykyisen tilanteen analysointi tilinpäätösten avulla on keskeistä. Koska yrityksen arvosta usein merkittävä osa muodostuu tulevaisuuden odotuksista, yrityksen tulevan kehityksen ennakoiminen on arvonmäärittämisessä välttämätöntä. (Kallunki & Niemelä 2004, 24.) Näitä arvon määrittämisen päävaiheita havainnollistetaan kuviossa 7.



KUVIO 7: Yrityksen arvon määrittämisen päävaiheet

Lähde: Kallunki & Niemelä 2004, 24

3.1.2 Strateginen analyysi

Kallungin ja Niemelän (2004, 24 - 25) mukaan strategisen analyysin eli liiketoiminnan analyysin tavoitteena on tunnistaa yrityksen taloudelliseen menestykseen vaikuttavat tekijät. Strategisen analyysin avulla saadaan selville yrityksen voittoja ja kassavirtoja yleisellä tasolla määräävät tekijät. Analyysissa otetaan myös huomioon yrityksen keskeiset riskitekijät. Strateginen analyysi jakautuu yrityksen sisäiseen ja ulkoiseen analyysiin.

Lindell (1997, 205) viittaa samantyylliseen analyysiin arvonmäärityksen alussa yrityksestä ja sen ympäristöstä kuin Kallunki ja Niemelä. Hänen mukaan tällainen analyysi sisältää soveltuvien osien seuraavat osat:

- Historiikki ja liiketoiminta
- Organisaatio ja johto
- Taloudellinen ohjaus
- Henkilöstö
- Tuotantoprosessi
- Tutkimus ja tuotekehitys
- Investointitarpeet
- Tuotteet ja markkinat
- Kilpailijat
- Juridiset asiat ja sopimukset
- Yhteiskunnallinen ja poliittinen ympäristö

Kallungin ja Niemelän (2004, 25) mainitseman yrityksen liiketoiminnan sisäisen analyysin avulla pyritään selvittämään muun muassa yrityksen tuotteisiin, niiden hinnoitteluun, tuotantoprosessiin, osaamiseen ja henkilöstöön liittyvät tekijät, jotka vaikuttavat yrityksen taloudelliseen menestymiseen ja siten yrityksen arvoon. Sisäisen analyysin tavoitteena on analysoida muun muassa

- liikeideaa ja sen toimivuutta
- palvelujen ja tuotteiden kilpailukykyisyyttä, kilpailuetua ja sen ajallista kestävyyttä
- tuotteiden elinkaarta, patenteja sekä keksintöjä

- hinnoittelupolitiikkaa ja tuotteiden differointia eri asiakassegmenteille
- myynti- ja markkinointistrategiaa
- jakeluteitä
- henkilöstöä
- investointimahdollisuuksia ja tehtyjen investointien kannattavuutta
- rahoituksellista tilannetta.

Ulkoisen analyysi tarkastelee kilpailijoiden, toimialan, yleisen taloudellisen ja teknologisen kehityksen sekä muiden yrityksen ulkopuolisten tekijöiden vaikutusta yrityksen menestymiseen ja arvoon (Kallunki & Niemelä 2004, 25.) Ulkoisen analyysin kohteena ovat yrityksen toimintaympäristön tekijät, joihin yritys ei itse voi suoraan vaikuttaa, mutta joihin sen täytyy sopeutua (Kallunki & Niemelä 2004, 27.) Kallunki ja Niemelä (2004, 28) jakavat ulkoisen analyysin seuraaviin osa-alueisiin:

- maailman- ja kansantaloudellinen analyysi
- toimiala-analyysi
- kilpailija-analyysi

Maailmantaloudellinen analyysi sisältää arvioita muun muassa keskeisten maailmantaloudellisten indikaattoreiden kehityksestä. Näitä ovat esimerkiksi maailmantalouden kasvuennusteet ja ennusteet korkotason ja kysynnän muutoksista. Kansantaloudellisen analyysin tarve sen sijaan on vähentynyt euroalueen rahataloudellisen yhteistyön myötä. Siitä huolimatta bruttokansantuotteen ja työttömyysasteen ennusteet ovat usein käytettyjä mittareita, kun arvioidaan eri kansantalouksien tulevaa kehitystä. Kansantalouden tulevan kehityksen arvioinnissa huomioidaan myös inflaatio, joka vaikuttaa toisaalta yritysten tuloksentelekykyyn mutta myös korkotasoon. (Kallunki & Niemelä 2004, 28 – 29.)

Yrityksen arvonmäärityksessä toimiala-analyysillä arvioidaan toimialan kilpailukykyisyyttä suhteessa muihin toimialoihin ja toimialan sisäistä kilpailutilannetta. Toimialojen vertailussa huomioidaan markkinoiden kasvun lisäksi muun muassa toimialojen syklisyys eli se, miten herkästi yritysten taloudellinen tila heilahtelee eri toimialoilla kansantaloudellisten muutosten seurauksena. Toimiala-analyysin merkitys on korostunut Euroopan rahataloudellisen yhteistyön myötä. Yhteistyön seurauksena maakohtainen toimiala-analyysi ei ole enää relevanttia vaan yhä useammin suomalaisten yritysten kan-

nattavuutta ja taloudellista menestystä verrataan niiden toimialan keskimääräiseen menestykseen Euroopassa ja muualla maailmassa. Tämä on seurausta pääomavirtojen liikkumisesta entistä vapaammin maasta toiseen. (Kallunki & Niemelä 2004, 29.)

Yrityksen liikeidean analysoinnin tarkoituksena on arvioida, onko yrityksen liiketoiminnan lähtökohta toimiva ja onko sen avulla ylipäättänsä mahdollista harjoittaa kannattavaa liiketoimintaa. Erityisen tärkeää liikeidean analysointi on silloin, kun liikeidea on uusi eikä sitä ole vielä testattu markkinoilla. Käytännössä tämä tulee esiin vastaperustettujen yritysten arvonmäärityksessä tai niin sanotuilla uusilla toimialoilla toimivien yritysten arvonmäärityksessä. (Kallunki & Niemelä 2004, 25 – 26.)

3.1.3 Menneen kehityksen analysointi ja tilinpäätöksen oikaisu

Laitisen (2002, 29) mukaan perinteinen tilinpäätösanalyysi tarkoittaa yrityksen taloudellisten toimintaedellytysten arvioimista ja ennustamista lyhyen aikavälin tilinpäätöstietojen avulla. Lindellin (1997, 205) mukaan taloudellisen analyysin tarkoitus on auttaa päätöksentekijää ymmärtämään ja selittämään yrityksen historiallista tuloskehitystä pohjaksi tulevaisuuden arvioimiselle. Analyysissä käsitellään yrityksen kannattavuutta, taloudellista asemaa ja likviditeettiä. Kallungin, Kytösen ja Martikaisen (1998, 11) mukaan tilinpäätösanalyysissä verrataan eri yritysten taloudellista tilaa samalla ajanhetkellä ja yksittäisten yritysten tai yritysjoukon taloudellisen tilan kehittymistä eri ajanjaksoina. Niskasen ja Niskasen (2004, 8) mukaan tilinpäätösanalyysillä tarkoitetaan yrityksen kannattavuuden, rahoituksen ja taloudellisten toimintaedellytysten mittaamista ja kriittistä arviointia tilinpäätösinformaation pohjalta.

Nykyaikainen tilinpäätösanalyysi voidaan jakaa suoriteperusteiseen tilinpäätösanalyysiin, rahavirta-analyysiin ja markkinaperusteiseen analyysiin. Suoriteperusteisessa tilinpäätösanalyysissä tulot ja menot kirjataan niiden syntyessä ja jaksotetaan tarvittaessa eri tilikausille tuotoiksi ja kuluiksi. Rahavirta-analyysissä seurataan rahan liikkeitä eikä menoja ja tuloja kohdisteta eri tilikausille. Markkinaperusteisessa analyysissä tilinpäätösinformaatiota yhdistetään osakemarkkinoilta saatavaan informaatioon. (Kallunki ym. 1998, 11 – 12.)

Niskanen ja Niskanen (2004, 8) toteavat, että tilinpäätösanalyysissä käytetään vertailuperusteena analyysin suorittajan itse asettamia tai valitsema tavoitteita ja toisia saman alan yrityksiä. Parhaimmillaan tilinpäätöksen analysoinnissa yhdistyvät tilinpäätöksen perusteella laskettavat tunnusluvut, niiden muutosten tarkastelu ja muutosten taustalla vaikuttavien syy-seuraussuhteiden analyysi. Pelkkien lukuarvojen lisäksi pyritään siis arvioimaan niihin vaikuttaneita tekijöitä, jolloin voidaan yksityiskohtaisemmin arvioida sitä, ovatko joidenkin tunnuslukujen saamat huonot tai hyvät arvot satunnaisia vai kertovatko ne pidemmän aikavälin muutoksista (Niskanen & Niskanen 2004, 10). Tarkastelun arvoa lisää, jos lukuja voidaan vertailla jonkin muun samaa toimialaa edustavan yrityksen saman vuoden lukuihin tai toimialan keskimääräisiin lukuihin.

Tilinpäätösanalyysin yhtenä pyrkimyksenä on arvioida tuloksen riittävyttä, jolloin puhutaan kannattavuuden arvioinnista. Tuloksen riittävyden lisäksi analyysin tarkoituksena on arvioida kannattavuuden kehittymiseen liittyviä riskejä. Vakavaraisuutta arvioidaan tarkastelemalla erityisesti pitkän aikavälin rahoitusrakenteeseen liittyviä riskejä. Maksuvalmiuden arvioinnilla puolestaan pyritään selvittämään lyhyemmän, yleensä alle vuoden pituisen aikavälin rahoituksen riittävyden riskejä. (Niskanen & Niskanen 2004, 8.)

Copelandin, Kollerin & Murrinin (2000, 157) mukaan vankka yrityksen menneen kehityksen ymmärtäminen on perustana, kun ennakoita yrityksen tulevaa kehitystä. Jotta Copelandin ym. (2000, 173) mukaan voisi ymmärtää yrityksen historiaa, on hyvä tutkia kehitystä vähintään edellisen kymmenen vuoden osalta. Tämä auttaa ymmärtämään kehityksessä tapahtuneita muutoksia ja tunnistamaan ovatko nämä muutokset todellisia vai vain laskennallisia. Lindell (1997, 205) ja Bergroth (1994, 369) suosittelevat analysoimaan yrityksen toimintaa ainakin 3 -5 vuoden perspektiivillä. Lisäksi Lindell (1997, 205) toteaa, että yrityksen suhteellisen tilanteen arviointiin tarvitaan myös vertailuaineistoa vastaavanlaisista yrityksistä ja kilpailijoista sekä toimialatilastoja. Laitinen (2002, 89) puolestaan suosittelee analysoimaan yrityksen historiaa 6 – 8 vuoden ajalta, jolloin saadaan riittävä käsitys yrityksen pitkän tähtäyksen strategisesta käyttäytymisestä, jota taas voidaan hyödyntää tulevaisuuden ennustamisessa.

Koko analyysin Copeland ym. (2000, 157) aloittavat tilinpäätöksen oikaisulla. Tilinpäätös on oikaistava, jotta voidaan arvioida sijoitetun pääoman tuotto (ROIC), vapaa kasavirta (FCF) ja taloudellinen tuotto (Economic profit), jotka heidän mielestään ovat tärkeimmät yksittäiset kehitystä kuvaavat tunnusluvut. Taloudellinen tuotto on tärkeä luku,

koska se yhdistää yrityksen koon ja sijoitetun pääoman tuoton samaan lukuun. Liian usein yritykset keskittyvät kokoon tai pääoman tuottoon. Sijoitetun pääoman tuotto kertoo kuinka paljon investoinnit tuottavat yli niiden tuottovaatimukseen. Kokoon keskittyminen voi tuhota arvoa, jos sijoitetun pääoman tuotto on alle niiden tuottovaatimuksen ja vastaavasti korkea sijoitetun pääoman tuotto kapealla pääomarakenteella voi tarkoittaa menetettyjä mahdollisuuksia. (Copeland ym. 2000, 166.) Taloudellisen tuoton (economic profit) käsitettä tarkastellaan laajemmin kappaleessa 3.2.3, lisäarvomallin yhteydessä. Alla on esitetty sijoitetun pääoman tuoton (ROIC), vapaan kassavirran (FCF) ja taloudellisen tuoton laskukaavat Copelandin ym. (2000, 165 – 168) mukaan².

ROIC = NOPLAT / Invested capital

FCF = NOPLAT – Net investment

Economic profit = Invested capital * (ROIC – WACC)
 = NOPLAT – (Invested capital * WACC)

Kallungin ym. (1998, 27) mukaan tilinpäätös on oikaistava, koska yrityksillä on mahdollisuus vaikuttaa tilinpäätöksen sisältöön harkinnanvaraisten kirjausten kautta ja jotta eri yritysten julkaisemat tilinpäätökset olisivat vertailukelpoisia. Tärkeintä on, että eri vuosille ja eri yrityksille suoritetaan samat oikaisutoimenpiteet. Tarkemmin tilinpäätöksen oikaisemista kuvaillaan Yritystutkimusneuvottelukunnan Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi -oppaassa.

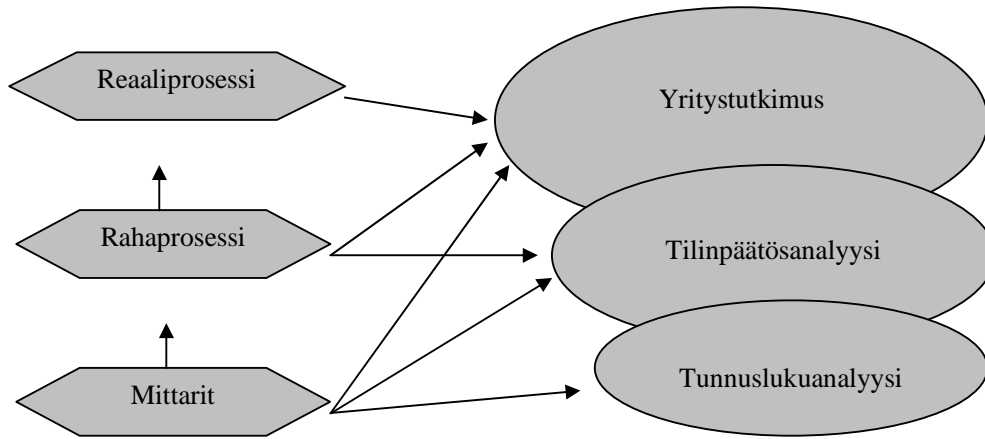
Tunnuslukujen laskeminen

Tilinpäätös on siis oikaistava, jotta yrityksiä voisi luotettavasti vertailla keskenään. Tilinpäätösanalyysissä tutkitaan yritysten taloudellista menestystä erilaisten tekniikoiden ja vertailukohteiden avulla. Yksi tapa vertailla yrityksiä on laskea tunnuslukuja yritysten tuloslaskelmasta ja taseesta. Tätä kutsutaan tunnuslukuanalyysiksi ja siinä mitataan yrityksen menestymisen eri osatekijöitä kuten kannattavuutta, vakavaraisuutta ja maksuvalmiutta. (Niskanen & Niskanen 2003, 47.) Tunnuslukuanalyysi on eri analyysimuodoista suppein. Niiden keskinäistä suhdetta havainnollistaa kuvio 8.

² NOPLAT = Operatiivinen kassavirta, katso kuvio 12 sekä yhtälö 17 kappaleesta 3.2.2

Invested capital = Sijoitettu pääoma

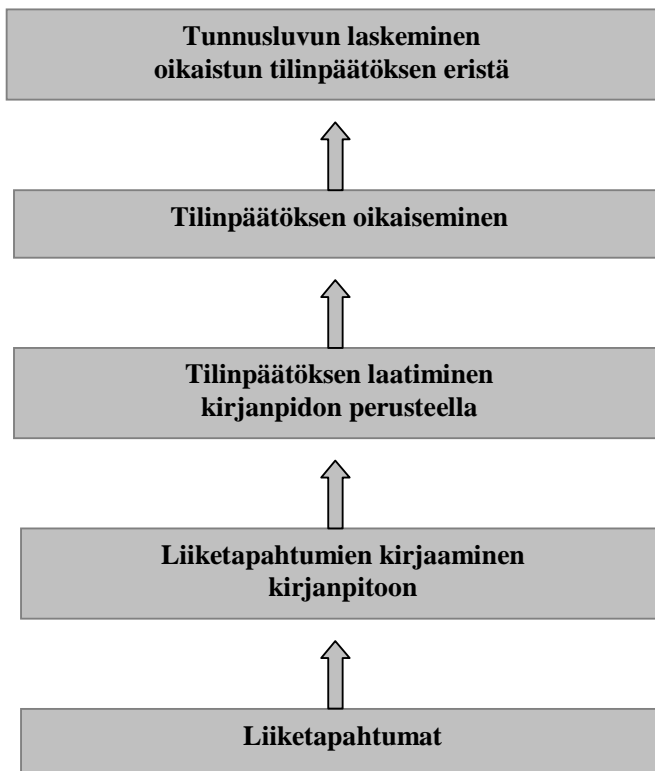
Net investment = Nettoinvestoinnit



KUVIO 8: Tunnuslukuanalyysi, tilinpäätösanalyysi ja yritystutkimus

Lähde: Niskanen & Niskanen 2004, 9.

Tunnuslukuanalyysissa yrityksen taloudellinen tilanne esitetään ja siitä tehdään johtopäätöksiä lähes yksinomaan muutamien tunnuslukujen perusteella. Tunnuslukuanalyysin tuottamaa informaatiota käytetään myös yksityiskohtaisempien analyysimuotojen kuten tilinpäätösanalyysin ja yritystutkimuksen osana. Tunnuslukuanalyysi voidaan nähdä myös eräänlaisena varsinaisen tilinpäätösanalyysin tiivistelmänä. (Niskanen & Niskanen 2004, 9.)



KUVIO 9: Mittaussääntöjen monitasoisuus

Lähde: Laitinen 2002, 39.

Laitinen (2002, 38) toteaa, että tunnuslukujen laskeminen perustuu liiketapahtumien kirjaamista koskeviin neljän tasoisiin mittaussääntöihin, joiden suhdetta on havainnollistettu kuviossa 9. Mittaussääntöjä Laitinen kuvaa seuraavasti:

0. Liiketapahtumat
1. Kirjanpitoa liiketapahtumista pidetään kirjanpitolain ja -asetuksen mukaisesti.
2. Tilinpäätös tehdään kirjanpidon perusteella.
3. Tilinpäätöslaskelmien erät oikaistaan taloudellisen informaation perusteella.
4. Tunnusluku lasketaan oikaistun tilinpäätöksen perusteella.

3.1.4 Pääoman tuottovaatimus arvonnäilyksessä

Yrityksen liiketoimintaan hankittu omaisuus rahoitetaan joko vieraalla tai omalla pääomalla. Sekä oman että vieraan pääoman sijoittajat saavat sijoitukselleen tuoton tulevaisuudessa, minkä vuoksi eri aikoina saatujen rahavirtojen aika-arvo on otettava huomioon yrityksen arvoa määritettäessä. Pääoman tuottovaatimusta tarvitaan muuttamaan eri aikoina tulevaisuudessa saatavat kassavirrat yhteismitallisiksi eli diskonttaamaan ne nykyhetkeen. Pääoman tuottovaatimus on sijoittajalle vaihtoehtokustannus, jolla hän olisi valmis sijoittamaan varansa johonkin toiseen vastaavan riskin sisältävään sijoituskohteeseen. (Kallunki & Niemelä 2004, 129.) Yrityksen näkökulmasta pääoman kustannus on se hinta, jolla yritys saa rahoitusmarkkinoilta pääomia investointiensa tai yritysostojensa rahoittamiseen (Kallunki & Niemelä 2004, 133).

Arvonnäilyksmallien lisäksi yritys tarvitsee pääoman tuottovaatimusta arvioidessaan investointien kannattavuutta sekä uusien tilinpäätösstandardien mukaisesti myös tilinpäätöserien arvostaminen edellyttää, että tarkasteltavaan omaisuuserän tai liiketoimintaan sovelletaan oikeansuuruista pääoman kustannusta. (Kallunki & Niemelä 2004, 127 – 128.) Yrityskauppoihin liittyvissä arvonnäilyksissä käytetään yleensä korkeaa tuottovaatimusta, 10 – 15 prosenttia ja riskipitoisten yritysten kaupoissa tuottovaatimus saattaa olla jopa 30 prosenttia (Aho 2004, 26). Pasosen ym. (2000, 64) mukaan eri hankkeiden tuottovaatimuksesta voidaan antaa seuraava karkea arvio:

- sijoittaminen pitkiin valtion papereihin: 6 %
- sijoittaminen vakiintuneeseen perusteellisuuteen: 10 %

- sijoittaminen elektroniikkayritykseen: 15 %
- sijoittaminen ohjelmistoyritykseen: 20 %
- sijoittaminen alkavaan korkean teknologian yritykseen: 30 – 40 %

Vieraan pääoman tuottovaatimus

Vieraan pääoman tuottovaatimus on tuotto, jonka yrityksen vieraan pääoman sijoittajat vaativat yrityksen luotoille. Vieraan pääoman tuottovaatimus tai vieraan pääoman kustannus lasketaan joko (Kallunki & Niemelä 2004, 130):

- olemassa olevan vieraan pääoman, esimerkiksi pankkilainat ja pitkäaikaiset joukkovelkakirjalainat, keskiporkona, tai
- uusien lainojen keskiporkona.

Yrityksen vieraan pääoman rahoitus tapahtuu usein joko pankkilainoina tai pitkäaikaisena joukkolainana ja sen hintaan vaikuttaa muun muassa yrityksen luottoluokitus sekä luoton maturiteetti. Pankkilaina voi olla lyhyt- tai pitkäaikaista sekä korkoehdoiltaan esimerkiksi kiinteää tai vaihtuvaa. Jos yritys on laskenut liikkeelle joukkovelkakirjalainoja, on vieraan pääoman tuottovaatimus kyseisten joukkovelkakirjalainojen todellinen tuotto eli yield. Yrityksen joukkolainojen nimellistuottoa eli kuponkikorkoa ei voida käyttää vieraan pääoman tuottovaatimuksen arvona, koska kuponkikorko kertoo ainoastaan, kuinka suuri yrityksen vieraan pääoman tuottovaatimus oli silloin, kun laina laskettiin liikkeelle. Tuottovaatimuksen arvona voidaan käyttää samalla toimialalla toimivan riskiltään vastaavan yrityksen joukkolainojen tuottoa, jos yritys ei ole lähiaikoina laskenut liikkeelle joukkolainoja. (Kallunki & Niemelä 2004, 131.)

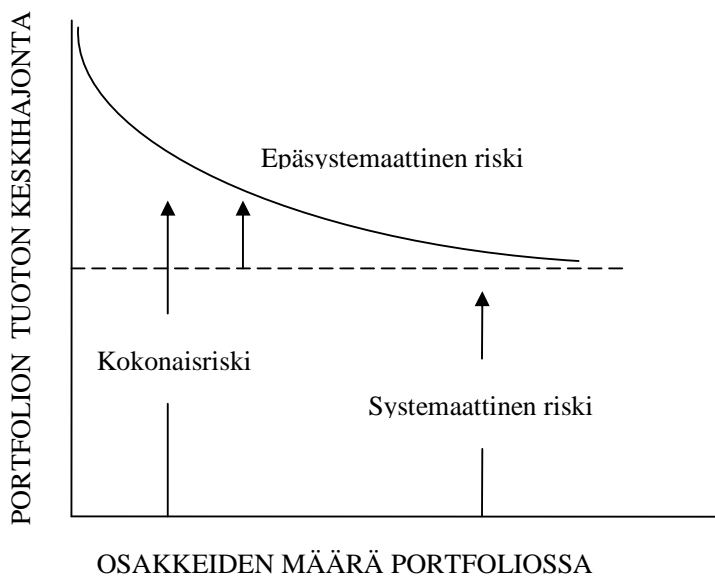
Oman pääoman tuottovaatimus

Yrityksen oman pääoman tuottovaatimuksen suuruuteen vaikuttaa oman pääoman ehtoiseen sijoitukseen liittyvä riski. Rahoitusteorian perusolettamusten mukaan tuottovaatimus määräytyy aina sijoituskohteen riskin mukaan. Mitä suurempi riski on, sitä suuremman tuottovaatimuksen sijoittajat haluavat. Koska oman pääoman sijoittajat eivät saa sijoitukselleen ennalta sovittua tuottoa, kuten vieraan pääoman sijoittajat, ja koska yrityksen konkurssitilanteessa oman pääoman sijoittajat ovat varojen saamisen etuujärjestyksessä viimeisenä, on oman pääoman ehtoisen sijoittamisen riski huomattava.

tavasti suurempi kuin vieraan pääoman ehtoisen sijoittamisen. Siksi oman pääoman tuottovaatimus on korkeampi kuin vieraan pääoman tuottovaatimus. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 1999, 109.)

Oman pääoman tuottovaatimuksen ja riskin välistä yhteyttä havainnollistaa Sharpen (1964, 425 - 426) esittelemä Capital Asset Pricing – malli. Mallin avulla arvioidaan sijoituskohteen tuoton odotusarvon ja riskin välistä riippuvuutta. Mallin mukaan tuottovaatimuksen ja riskin riippuvuus on lineaarista (Kallunki & Niemelä 2004, 135). CAP- mallin keskeinen ajatus on siis siinä, että sijoituksen kokonaisriski jakautuu kahteen osaan: systemaattiseen ja epäsystemaattiseen riskiin (Copeland & Weston 1983, 191; Kallunki ym 1999, 110 – 111; Megginson 1997, 10; Sharpe 1964, 439; Van Horne 1995, 69).

Osakkeen kokonaisriski = systemaattinen riski + epäsystemaattinen riski
(ei voida vaikuttaa) (voidaan vaikuttaa)



KUVIO 10: Kokonais-, epäsystemaattinen ja systemaattinen riski

Lähde: Van Horne 1995, 70; Kidwell ym. 2000, 279.

Sijoittajan tuottovaatimukseen vaikuttaa ainoastaan markkinoiden kokonaisvaihtelusta aiheutuva systemaattinen riski, jota mitataan beeta-kertoimella, β_i . Tätä osaa sijoituksen riskistä ei voida hajauttaa, mutta yrityskohtaisen eli niin sanotun epäsystemaattisen riskin voi sen sijaan poistaa hajauttamalla sijoituksensa useampaan kohteeseen, joten se ei vaikuta tuottovaatimukseen. (Kallunki ym. 1999, 110 – 111; Megginson 1997, 10; Van Horne 1995, 69.) Van Horne (1995, 69 - 70) toteaa, että epäsystemaattista riskiä

voidaan poistaa huomattavasti jo hajautuksella 15 – 20 eri osakkeeseen. Tyypillisesti epäsystemaattinen riski selittää 75 prosenttia osakkeen arvon kokonaisvaihtelusta. Näin systemaattiselle riskin osuudeksi jää vain 25 prosenttia. Riskin hajautusta havainnollistaa yllä oleva kuvio 10.

Beeta siis kuvaa osakkeen systemaattista riskiä ja tarkoittaa sijoituksen, R_i , tuoton ja markkinaportfolion, R_m , tuoton välistä korrelaatiota jaettuna markkinaportfolion varianssilla (Megginson 1997, 109; Copeland & Weston 1983, 190) ja lasketaan yhtälön 1 mukaan:

$$(1) \quad \beta_i = \text{Cov}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m)$$

Koska hyvin hajautetussa portfoliossa epäsystemaattinen riski ei näytele merkittävää roolia, voidaan portfolion kokonaisriskin olettaa olevan vain systemaattista riskiä. Tällöin portfolion kokonaisriski on painotettu keskiarvo portfolion muodostavien osakkeiden systemaattisista riskeistä. (Van Horne 1995, 71.) Beeta-kerroin saa arvon yksi, jos osake vastaa riskisyydeltään markkinoiden keskimääräistä riskisyyttä. Jos osake sen sijaan on vähäriskisempi kuin markkinat keskimäärin, on beeta-kerroin alle yksi. Markkinoita riskisemmän osakkeen beeta on vastaavasti suurempi kuin yksi. Riskittömän sijoituskohteen beeta on nolla. (Kallunki & Martikainen 2004, 135 -136; Drury 2004, 555; Brealey & Myers 2003, 173 -174.)

CAP - mallin mukaan sijoituskohteen tuottovaatimus koostuu riskittömästä tuotosta ja riskilisästä (Megginson 1997, 11; Rappaport 1998, 39):

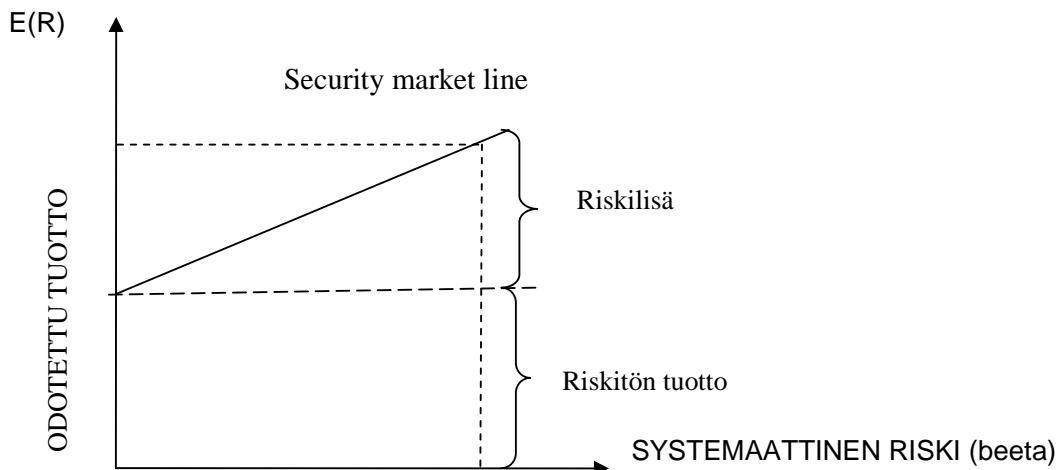
$$\text{Oman pääoman tuottovaatimus} = \text{Riskitön tuotto} + \text{Oman pääoman riskilisa}$$

Riskitön tuotto on se korvaus, jonka sijoittajat saavat sijoittaessaan varojaan riskittömiin arvopapereihin, kuten esimerkiksi valtion obligaatioihin. Tyypillisesti riskittömänä tuotona käytetään valtion 10 vuoden joukkovelkakirjalainan tuottoa (Paavola ym. 1997, 54). Se sisältää myös odotetun inflaation, jolloin riskitön tuotto koostuu reaalikorosta ja odotetusta inflaatiosta (Rappaport 1998, 39). Riskilisa on siten sitä suurempi, mitä riskisemmästä sijoituskohteesta on kyse. (Kallunki ym. 1999, 109 - 110.) Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämistä CAP-mallin mukaan havainnollistaa yhtälö 2. (Megginson 1997, 109; Drury 2004, 555.)

$$(2) \quad E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Termi $E(R_m) - R_f$ kuvaa riskittömän tuoton ylittävää osaa eli riskilisää (Kallunki & Niemelä 2004, 135; Van Horne 1995, 71; Brealey & Myers 2003, 195). Riskilistä määritetään joko historiallisen kehityksen perusteella olettaen, että tulevaisuus pysyy muuttumattomana tai ennakkolaskelmilla, joilla yritetään ennakoida tulevaisuutta. Tulevaisuuden ennakointi perustuu osakkeen tämän hetkisen arvon suhteeseen ennakoituihin tuottoihin tai kassavirtoihin. (Copeland ym. 2000, 216 - 221)

Rappaportin (1998, 39) mukaan riskilisen pitää perustua odotettuihin tuottoihin enemmän kuin historiallisiin tuottoihin. Tämä sen vuoksi, että korkojen epävakauden seurauksena joukkolainojen suhteellinen riski on lisääntynyt, jonka seurauksena markkinoiden riskilistä on laskenut 3 – 5 prosenttiin. Jos riskilistä laskettaisiin historiallisten tuottojen perusteella vertaamalla sitä kuinka paljon osakkeet ovat tuottaneet enemmän suhteessa valtion obligaatioihin, päädyttäisiin noin 7 – 9 prosentin suuruiseen riskiliseen ja seurauksena olisi aliarvostus yrityksen arvonmäärityksessä. Tämä historiallisiin tuottoihin perustuva riskilisen määrittäminen jättää huomioimatta sen, että riskilistä vaihtelee ajan mittaan.



KUVIO 11: Riskin vaikutus osakkeen tuottovaatimukseen

Lähde: Kallunki ym. 1999, 111; Copeland & Weston 1983, 190; Van Horne 1995, 75

Kuvio 11 havainnollistaa CAP-mallin mukaista oman pääoman tuottovaatimuksen, $E(R)$ ja riskin, beeta, välistä lineaarista riippuvuutta. Arvopaperimarkkinasuora (Security Market Line) havainnollistaa Capital Asset Pricing – yhtälöä, jolloin suhde yksittäisen

arvopaperin odotetun tuoton ja systemaattisen riskin välillä on lineaarinen (Copeland & Weston 1983, 189; Van Horne 1995, 73). Van Hornen (1995, 74 -75) mukaan, jos yksittäinen arvopaperi on aliarvostettu markkinoilla, eli se tuottaa enemmän suhteessa riskeensä, se sijoittuu kuviossa Arvopaperimarkkinasuoran (Security market line) yläpuolelle. Tämän seurauksena arvopaperin kysyntä lisääntyy ja odotetut tuotot laskevat, jolloin tuottovaatimuksen kasvun seurauksena arvopaperi sijaitsee jälleen Arvopaperimarkkinasuoralla. Vastaavasti yliarvostettu arvopaperi sijaitsee Arvopaperimarkkinasuoran alapuolella. Tällainen arvopaperi ei ole houkutteleva ja sen kysyntä on vähäistä. Tämän seurauksena arvopaperin hinta laskee ja odotetut tuotot nousevat kunnes tuottovaatimuksen ja hinnoittelun välillä vallitsee tasapaino.

Koko pääoman tuottovaatimus

Oman ja vieraan pääoman tuottovaatimukset ovat koko pääoman tuottovaatimuksen määrittämisen lähtökohdaksi. Koska oman ja vieraan pääoman sijoittajat haluavat sijoituksilleen erilaisen tuoton erilaisen riskin vuoksi, lasketaan koko pääoman tuottovaatimus oman ja vieraan pääoman tuottovaatimuksen painotettuna keskiarvona. Painokertoimina käytetään oman ja vieraan pääoman osuuksia yrityksen kokonaispääomasta. Näin pääomalajien tuottovaatimukset vaikuttavat koko pääoman tuottovaatimukseen samassa suhteessa kuin missä niitä on yrityksen kokonaispääomassa. (Kallunki & Niemelä 2004, 175.)

Kallunki & Martikainen (2004, 176) lähestyvät pääoman painokertoimia eli pääomarakennetta kolmella eri tavalla:

- kirjanpidollisiin arvoihin perustuen
- markkina-arvoihin perustuen ja
- tavoitteelliseen pääomarakenteeseen perustuen

Kallunki & Martikainen (2004, 176) ja Copeland ym. (2000, 202 - 203) toteavat, että pääomarakennetta arvotettaessa tulisi käyttää oman ja vieraan pääoman markkina-arvoja, koska kirjanpidolliset arvot kuvaavat usein ainoastaan vieraan pääoman markkina-arvoja, mutta eivät useinkaan oman pääoman todellista taloudellista arvoa. He toteavat myös, että markkina-arvojen ohella toinen mielekäs tapa painottaa pääomia on pääomalajien painottaminen tavoitepääomarakenteen perusteella. Tämä siksi, että ar-

vonmäärityksessä on oleellista yrityksen käyttämä pääomarakenne ennakoidulla periodilla.

Koko pääoman tuottovaatimusta määritettäessä on otettava huomioon myös verotuksen vaikutus. Yritykset voivat vähentää vieraan pääoman korkomaksut verotuksessaan, mikä käytännössä tarkoittaa, että verottaja maksaa yrityksen korkomaksuista veroprosentin suuruisen osuuden. Tätä kutsutaan vieraan pääoman veroeduksi, joka täytyy ottaa laskelmissa huomioon vieraan pääoman tuottovaatimusta pienentävänä tekijänä. (Kallunki & Martikainen 2004, 177.)

Kallunki ja Martikainen (2004, 179) toteavat myös vieraan pääoman määrän alentavan tavallisesti koko pääoman tuottovaatimusta kahdella tavalla. Ensinnäkin vieraan pääoman hinta eli siitä maksettava korko ennen veroja on alempi kuin oman pääoman, ja toiseksi vieraan pääoman verovaikutus alentaa pääoman keskimääräisiä kustannuksia, koska keskimääräiskustannukset lasketaan verojen jälkeen.

Kun oman ja vieraan pääoman tuottovaatimukset ja markkina-arvot on määritetty, saadaan koko pääoman tuottovaatimus WACC (Weighted Average Cost of Capital) laskettua yhtälön 3 perusteella (Kallunki & Martikainen 2004, 177; Drury 2004, 556 - 557).

$$(3) \quad WACC = (E/V) * R_E + (D/V) * R_D * (1-T_C)$$

Missä,
 E = yrityksen oman pääoman markkina-arvo
 D = vieraan pääoman markkina-arvo
 V = koko pääoman markkina-arvo
 R_E = oman pääoman tuottovaatimus -%
 R_D = vieraan pääoman tuottovaatimus -%
 T_C = yhtiöverokanta -%

Modiglianin ja Millerin (1956, 268 - 269) mukaan yrityksen arvo on riippumaton sen pääomarakenteesta. Jos x_j kuvaa yrityksen kokopääoman odotettuja tuottoja ja v_j sen markkina-arvoa, joka on velkojen, d_j , ja osakkeiden, s_j , markkina-arvojen summa, eli $v_j = s_j + d_j$, tällöin yrityksen markkina-arvo v_j on odotettujen tuottojen, x_j , nykyarvo, kun diskonttaustekijänä on pääoman keskimääräinen kustannus p_k . Näin ollen yrityksen markkina-arvo on riippumaton sen pääomarakenteesta. Sama yhtälö voidaan lausua

vastaavalla tavalla yrityksen keskimääräisen pääoman tuottovaatimuksen, $x_j / v_j = p_k$, avulla. Tällöin yrityksen keskimääräiset pääoman kustannukset ovat riippumattomat yrityksen pääomarakenteesta ja ovat yhtä kuin puhtaan oman pääoman ehtoisen sijoituksen tuottovaatimus. Kuitenkin Modigliani ja Miller (1956, 271) tulevat siihen johtopäätökseen, että velka lisää pääoman tuottovaatimusta. Tätä kuvaa yhtälö 4.

$$(4) \quad i_j = p_k + (p_k - r) * d_j / s_j$$

missä,
 i_j = pääoman tuottovaatimus
 p_k = oman pääoman tuottovaatimus
 r = vieraan pääoman tuottovaatimus
 d_j = vieraan pääoman määrä
 s_j = oman pääoman määrä

Oletuksena Modiglianilla ja Millerillä on täydelliset pääomamarkkinat, jolloin veroja ei ole (Modigliani & Miller 1956, 267). Copelandin ym. (2000, 146 – 147) mukaan tämän seurauksena pääoman painotetut keskimääräiset kustannukset (WACC) ovat vakio riippumatta yrityksen pääomarakenteesta. Tällainen oletus pitää paikkansa vain, jos yrityksen arvo on kiinteä ja jos vapaa kassavirta on riippumaton pääomarakenteesta. Tällöin pääomarakenne voi vaikuttaa yrityksen arvoon vain verojen ja erilaisten markkinoiden epätäydellisyyksien kautta.

3.1.5 Tulevan kehityksen ennakointi

Koska arvonmäärityksen keskeisenä lähtökohtana on yrityksen odotettu taloudellinen menestyminen, on tulevaisuuden ennakkoinnilla keskeinen rooli. (Kallunki & Niemelä 2004, 31.) Copeland ym. (2000, 233) mukaan tärkeintä on ennustaa kuinka yritys tulee menestymään tärkeimmillä arvoa tuottavilla tekijöillä, kasvulla ja sijoitetun pääoman tuotolla, mitattuna. Lisäksi he jakavat tulevan kehityksen ennakkoinnin viiteen eri vaiheeseen. Nämä vaiheet ovat toistuvia enemmän kuin peräkkäisiä:

1. Määritä ennusteen pituus ja tarkkuus. Copeland ym. suosivat kaksivaiheista lähestymistä, jossa on yksityiskohtainen ennuste lähitulevaisuudelle ja yhteenvetäjä omainen ennuste pitkälle aikavälille.

2. Kehitä strateginen näkökulma yrityksen tulevasta kehityksestä. Harkitse sekä teollisuuden ominaispiirteitä että yrityksen kilpailuetuja ja heikkouksia.
3. Käännä strateginen näkökulma talousennusteeksi: tulosennusteeksi, taaseksi, vapaan kassavirran laskelmaksi ja arvotekijöiksi.
4. Kehitä vaihtoehtoisia skenaarioita sen lähtökohdan perusteella, jonka kehitit kohdissa 2 ja 3.
5. Tarkista ennusteen sisäinen eheys (sijoitetun pääoman tuotto, myynti ja tuloksen kasvu) ja että se on linjassa strategisen suunnitelmasi kanssa.

Määritä ennusteen pituus ja tarkkuus

Copelandin ym. (2000, 234) mukaan ensimmäinen vaihe on määrittää kuinka tarkka ennuste on ja kuinka pitkän jakson se kattaa. Yleensä ennuste on selkeä ja yksityiskohdainen muutamalle ensimmäiselle vuodelle, jonka jälkeen seuraa yksinkertaistettu ennuste jakson loppuun. Tätä yksinkertaistettua ennustetta kutsutaan yrityksen jäännösarvoksi. Jäännösarvon kehitys perustuu olettamukselle yrityksen tasaisesta tulevasta kehityksestä. Jäännösarvoa käsitellään kappaleessa 3.1.6. Ennusteen tarkan jakson tulee kuitenkin olla riittävän pitkä, jotta yrityksen toiminta ehtii tasaantua. Tasaista vaihetta Copeland ym. kuvailevat seuraavasti:

- Yritys ansaitsee tasaisen tuoton kaikelle sijoittamalleen uudelle pääomalle jäännösarvon jakson aikana.
- Yritys ansaitsee tasaisen tuoton korvausinvestoinneilleen.
- Yritys kasvaa tasaisella vauhdilla ja investoi uudelleen kiinteän osuuden käyttökatteestaan liiketoimintaan joka vuosi.

Ennusteen pitäisi olla tarpeeksi pitkä, jotta jäännösarvon kasvun ennustaminen lähelle talouskasvua on mielekästä. Paljon suurempi kasvu johtaisi yritysten kasvuun epärealistisesti suuremmiksi suhteessa talouteen. Copeland ym. (2000, 234) suosittelivat ennusteen pituudeksi 10 – 15 vuotta. Korkean kasvun yritykset voivat tarvita jopa pidemmän ajan saavuttaakseen kypsän vaiheen. Lyhyen ennustejakson, 3 – 5 vuotta, käyttäminen johtaa huomattaviin aliarvostuksiin tai epärealistisen suurten kasvuoletusten käyttämiseen jäännösarvon määrittämisessä. 10 – 15 vuotta pitkän ennustejakson käyttäminen aiheuttaa myös omat ongelmansa, koska niin pitkälle eteenpäin ennustaminen on vaikeaa. Siksi Copeland ym. (2000, 234) jakavat ennusteen kahteen jaksoon:

1. 3 -5 vuotta pitkään yksikohtaiseen ennusteeseen, joka sisältää täydelliset taseet ja tuloslaskelmat, joista vastaavasti löytyy yhteys esimerkiksi todelliseen ennustettuun myyntiin.
2. Yksinkertaistettu ennuste loppuvuosille, joka keskittyy muutamaan tärkeään muuttujaan, kuten liikevaihdon kasvuun, katteisiin ja pääoman kiertonopeuteen.

Kehitä strateginen näkökulma

Strategisen näkökulman kehittäminen tarkoittaa uskottavan tarinan kehittämistä yrityksen tulevaisuudesta. Esimerkkinä Copeland ym. (2000, 235) esittävät seuraavaa:

'Kysyntä kasvaa voimakkaasti väestörakenteen muutoksen vuoksi, mutta toimialan kilpailurakenteen vuoksi hinnat pysyvät muuttumattomana. Yrityksen kilpailutilanne huomioon ottaen, sen pitäisi pystyä lisäämään markkinaosuuttaan, vaikka kannattavuus pysyy muuttumattomana.'

Copelandin ym. (2000, 235) mukaan yrityksen arvoa lisää arvonmäärittäjän käsitys siitä kuinka pitkään ja kuinka paljon yritys tulee ansaitsemaan voittoja yli pääoman kustannusten. Jotta tällainen olisi mahdollista, yritysten on kehitettävä ja käytettävä hyväksien kilpailuetua. Ilman kilpailuetua, kilpailu pakottaa yritykset ansaitsemaan vain pääomakustannusten verran tai pahimmassa tapauksessa niiden alle. Kilpailuedun, jonka ansiosta sijoitetun pääoman tuotto ylittää pääoman painotetut keskimääräiset kustannukset, Copeland ym. (2000, 235) jakavat:

1. Ylivoimaisen edun tuottamiseen asiakkaalle hinta ja tuote ominaisuuksien kautta, jota kilpailijat eivät voi kopioida. Tällaiset ominaisuudet voivat olla aineellisia tai aineettomia.
2. Pienempiin kustannuksiin kuin kilpailijoilla.
3. Pääoman tehokkaampaan käyttöön kuin kilpailijoilla.

Käännä strateginen näkökulma talousennusteeksi

Talousennusteen tekeminen on hyvä aloittaa yhdistetystä taseesta ja tuloslaskelmasta. Vapaa kassavirta ja sijoitetun pääoman tuotto voidaan sitten johtaa tuloslaskelmasta ja

taseesta. Taseen perusteella voidaan myös tehdä päätelmiä rahoitusrakenteesta. Se näyttää kuinka paljon pääomia pitää kerätä ja kuinka paljon ylimääräistä käteistä on käytettävissä. (Copeland ym. 2000, 240).

Copelandin ym. (2000, 240 – 241) mukaan yleisin tapa ennustaa tuloslaskelmaa ja tasetta on kysyntälähtöinen ennustus. Kysyntälähtöinen ennustus lähtee myynnistä. Monet muut tekijät, kuten kulut ja käyttöpääoma, johdetaan sitten myyntiennusteesta. Taseen tekijöiden ennustamisessa on päätettävä, ennustetaanko tase suoraan (varastot) vai epäsuorasti (virrat) taseessa tapahtuneiden muutosten kautta. Varastolähestyminen ennustaisi loppuvuoden varastoja vuoden liikevaihdon funktiona. Vastavasti virta -lähestyminen kuvaa varaston muutosta liikevaihdon muutoksen funktiona. Copeland ym. (2000, 241) suosittelevat käyttämään varasto-lähestymistä, koska suhde taseen tilien ja tuottojen välillä on vakaampi kuin suhde taseen muutosten ja tuottojen kasvun välillä.

Vastaavalla tavalla Copelandin ym. (2000, 241 - 242) mukaan yleisesti ennustetaan taseen käyttöomaisuus. Yleinen käytäntö on ennustaa käyttöomaisuuden lisäys prosentteina liikevaihdosta, mikä johtaa usein huomattaviin lisäyksiin tai vähennyksiin pääoman kiertonopeudessa. Vielä kun tutkitaan yrityksiä pitkällä aikavälillä, huomataan että nettokäyttöomaisuus suhteessa liikevaihtoon on usein kiinteä. Täten Copeland ym. (2000, 242) suosittelevat käyttöomaisuuden ennustamisessa seuraavaa:

1. Ennusta käyttöomaisuus nettona liikevaihdosta.
2. Ennusta poistot, tyypillisesti prosenttina brutto käyttöomaisuudesta.
3. Investoinnit käyttöomaisuuteen ovat tällöin poistot lisättynä nettokäyttöomaisuuden muutoksella.

Kun perusteet yksittäisten tuloslaskelman ja taseen erien ennustamiselle ovat valmiit, tulee itse laskelmissa huomioida myös inflaatio. Jatkuvuuden kannalta on olennaista, että sekä talousennuste että pääoman kustannukset perustuvat samaan odotettuun inflaation tasoon. Copeland ym. (2000, 242) suosittelevat että ennusteet ja pääoman kustannukset määritetään nimellisin, ei reaaliarvoihin perustuen.

Odotettu inflaation taso voidaan yleensä johtaa esimerkiksi valtion obligaatiosta. Valtion obligaatioiden nimellinen korkotaso kuvaa sijoittajien vaatimusta yli reaalikorkotason.

Odotettu inflaatio on tällöin sijoittajien tuottovaatimus yli reaalikoron. Reaalikorko on Copelandin ym. (2000, 243) mukaan useimmissa arvostuslaskelmissa noin 3 – 4 prosenttia. Odotettu inflaatio voidaan siten arvioida yhtälön 5 mukaisesti (Copeland ym. 2000, 242 – 243):

$$(5) \quad \text{Odotettu inflaatio} = [(1 + \text{nimelliskorko}) / (1 + \text{reaalikorko})] - 1$$

Kehitä vaihtoehtoisia skenaarioita

Tähän mennessä yrityksen tulevasta kehityksestä on tehty vain yksi ennuste, joka useimmiten voi olla todennäköisin. Kuitenkin skenaarioiden käyttö on tapa tunnustaa, että taloudellisen tulevaisuuden ennustaminen on vain koulutettu arvaus. Eri skenaarioiden avulla voidaan kaventaa erilaisten tulevaisuuden näkymien mahdollisuutta. Copeland ym. (2000, 244) ovat sitä mieltä, että on parempi kehittää yritykselle useampia skenaarioita ja ymmärtää yrityksen arvon muutosta eri skenaarioiden mukaan kuin rakentaa vain yksi skenaario ja olettaa yksi arvo yritykselle. Kun skenaariot on kehitetty, voidaan yrityksen arvo määrittää. Yrityksen arvo on todennäköisyyksillä painotettu keskiarvo eri skenaarioiden mukaisista yrityksen arvoista. Tästä on esimerkki taulukossa 6.

Skenaario	Yrityksen arvo (\$ miljoonia)	Velat (\$ miljoonia)	Omapääoma (\$ miljoonia)	Skenaarion todennäköisyys (prosenttia)	Painotettu omana-pää- oman arvo (\$ miljoonia)
Pessimistinen	2662	2520	142	15	
Perusskenaario	3694	2520	1174	65	1228
Optimistinen	4736	2520	2216	20	

Taulukko 6: Skenaarioiden vaikutus yrityksen arvoon

Lähde: Copeland ym. 2000, 245

Viimeinen vaihe tulevaisuuden ennakkoinnissa on ennusteen sisäisen eheyden tarkistaminen. Se tarkoittaa vapaan kassavirran ja arvotekijöiden, sijoitetun pääoman tuotto ja kasvu, määrittämistä tuloslaskelmasta ja taseesta. Ennusteen tekemisessä on hyvä muistaa, että yritykset ovat harvoin tuottoisampia kuin niiden kilpailijat pitkällä aikavälillä. Tällä Copeland ym. (2000, 246) tahtovat muistuttaa siitä, että arvostuksen tekijän ei aina pidä olettaa yrityksen suoriutuvan paremmin kuin toimiala keskimäärin. Lisäksi

yrittäjien suorituskyky vaihtelee suuresti toimialan keskiarvosta ja monesti toimialan sijoitetun pääoman tuoton ja kasvun keskiarvo ovat yhteydessä talouden perustekijöihin. Tällä Copeland ym. (2000, 248) tahtovat tarkoittaa sitä, että jollakin toimialalla on mahdollisuus ansaita suurempia sijoitetun pääoman tuottoja, kuten lääketeollisuudessa patenteilla, lainsäädännön turvin. Olennaista tässä vaiheessa on myös ennusteen analysointi. Ennuste pitäisi analysoida samalla tavoin kuin tilinpäätös hetkeä aikaisemmin. (Copeland ym. 2000, 245 - 248).

3.1.6 Jäännösarvo arvonmäärityksessä

Copeland ym. (2000, 267) mukaan yrityksen arvo muodostuu seuraavasti:

$$\text{Company Value} = \begin{array}{l} \text{Present value of cash} \\ \text{flow during explicit} \\ \text{forecast period} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Present value of cash} \\ \text{flow after explicit} \\ \text{forecast period} \end{array}$$

Näistä jälkimmäinen termi on jäännösarvo, mikä tarkoittaa osuutta yrityksen arvosta lyhyemmän, tarkan, ennustejakson jälkeen. Tarkka arvio jäännösarvosta on tarpeen sillä jäännösarvo kattaa usein suuren osan yrityksen kokonaisarvosta, jopa 56 – 125 prosenttia (Copeland ym. 2000, 267). Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että suurin osa yritysten arvosta realisoituisi aina jäännösarvona vaan yleensä se tarkoittaa, että yrityksen ensimmäisten toimintavuosien aikana menot ovat tuloja suuremmat johtuen investoinneista käyttöomaisuuteen ja käyttöpääomaan. (Copeland ym. 2000, 267).

Copeland ym. (2000, 269 - 272) esittelevät kaksi tapaa määrittää jäännösarvo. Toinen malleista soveltuu vapaan kassavirran arvonmäärityksen yhteyteen ja toinen taloudellisen tuoton arvonmäärityksen yhteyteen. Vapaan kassavirran arvonmäärityksen yhteydessä jäännösarvo määritetään yhtälön 6 mukaisesti.

$$(6) \quad \text{Continuing Value} = \frac{\text{NOPLAT}_{T+1}(1-g/\text{ROIC})}{\text{WACC}-g}$$

missä, NOPLAT_{T+1} = Operatiivinen kassavirta (NOPLAT) 1.vuonna tarkan ennustejakson jälkeen

ROIC = Sijoitetun pääoman tuotto -%

g	= Operatiivisen kassavirran (NOPLAT) kasvu -%
WACC	= Pääoman painotettu keskimääräinen kustannus -%

Copeland ym. (2000, 269) kutsuvat yllä esitettyä yhtälöä arvotekijöiden yhtälöksi, koska se sisältää kaikki tärkeimmät arvoa tuottavat tekijät eli kasvun, sijoitetun pääoman tuoton ja pääoman painotetun keskimääräisen kustannuksen. Yhtälö on johdettu diskonttaamalla kassavirrat ikuisuuteen pääoman painotetulla keskimääräisellä kustannuksella seuraavien yksinkertaistavien oletusten vallitessa:

- Yritys ansaitsee tasaisen tuoton sijoittamalleen pääomalle.
- Yrityksen liikevaihto ja NOPLAT kasvavat tasaisesti ja yritys investoi liiketoimintaan kiinteän osuuden bruttokassavirrastaan joka vuosi.
- Yritys ansaitsee tasaisen tuoton kaikelle uudelle sijoittamalleen pääomalle.

Copeland ym. (2000, 269 – 270) esittelevät myös toisen vapaaseen kassavirtaan perustuvan jäännösarvon laskentamallin.

$$(7) \quad \text{Continuing value} = \text{FCF}_{T+1} / \text{WACC} - g$$

missä,	FCF_{T+1}	= Vapaa kassavirta 1.vuonna tarkan ennustejakson jälkeen
	WACC	= Pääoman painotettu keskimääräinen kustannus -%
	g	= Vapaan kassavirran kasvu -%

Molemmilla edellä esitellyillä yhtälöillä päädytään samaan tulokseen, mutta Copeland ym. (2000, 270) suosittelevat arvotekijöiden yhtälön (yhtälö 6) käyttöä, koska yleinen virhe kassavirtayhtälöä (yhtälö 7) käytettäessä on väärin arvioitu vapaan kassavirran määrä suhteessa ennakoituun kasvunopeuteen.

Jäännösarvoa määritettäessä taloudellisen tuoton yhteydessä, poikkeaa itse jäännösarvon käsite vapaan kassavirran määritelmästä. Taloudellisen tuoton yhteydessä jäännösarvo ei tarkoita yrityksen arvoa tarkan ennustejakson jälkeen vaan yrityksen sijoitetun pääoman lisäarvoa tarkan ennustejakson lopussa (Copeland ym. 2000, 271), mikä seuraavassa yrityksen arvoa kuvaavassa yhtälössä on viimeinen tekijä (Copeland ym. 2000, 272). Näin ollen yrityksen kokonaisarvo muodostuu jo yritykseen sijoitetusta pääomasta sekä ennakoituista lisäarvoista.

Value =	Invested capital at beginning of forecast	+	Present value of forecasted economic profit during explicit forecast period	+	Present value of forecasted economic profit after the explicit forecast period
---------	---	---	---	---	--

Jäännösarvon määrittämisessä taloudellisen tuoton yhteydessä Copeland ym. (2000, 272) suosittavat käyttämään yhtälöä 8.

$$(8) \quad CV = \frac{\text{Economic profit}_{T+1}}{WACC} + \frac{(\text{NOPLAT}_{T+1})(g/\text{ROIC})(\text{ROIC} - WACC)}{WACC(WACC - g)}$$

Missä ³ ,	CV	= Jäännösarvo
	Economic Profit _{T+1}	= Taloudellinen tuotto 1.vuonna tarkan ennustejakson jälkeen
	NOPLAT _{T+1}	= Operatiivinen kassavirta (NOPLAT) 1.vuonna tarkan ennustejakson jälkeen
	g	= Operatiivisen kassavirran (NOPLAT) kasvu -%
	ROIC	= Sijoitetun pääoman tuotto -%
	WACC	= Pääoman painotettu keskimääräinen kustannus -%

Yhtälön (8) mukaan taloudellisen tuoton arvo tarkan ennustejakson jälkeen eli jäännösarvo on yhtä suuri kuin taloudellisen tuoton nykyarvo ensimmäisenä vuonna tarkan ennustejakson jälkeen lisättynä kyseisen vuoden jälkeen saatavilla pääoman kustannukset ylittävillä lisätuotoilla. Jos kuitenkin uusien nettoinvestointien odotettu tuotto, ROIC, on yhtä suuri kuin pääoman painotetut keskimääräiset kustannukset, WACC, yllä olevan yhtälön jälkimmäinen osa on nolla ja taloudellisen tuoton jäännösarvo on ensimmäisen vuoden taloudellisen tuoton arvo diskontattuna ikuisuuteen. (Copeland ym. 2000, 272).

Copeland ym. (2000, 273) mukaan tarkan ennustejakson pituudella ei ole merkitystä yrityksen arvoon. Se ei vaikuta yrityksen arvoon, vaan yrityksen arvon jakautumiseen tarkan ennustejakson ja sen jälkeisen aikajakson, jäännösarvon, kesken.

³ Economic profit = Invested capital * (ROIC – WACC)

Noplat = operatiivinen kassavirta. Katso kuvio 12 ja yhtälö 17 kappaleesta 3.2.2.

Ahon (2004, 24) mukaan jäännösarvon kehityksestä tehdään yleensä vakiona käsiteltävä vapaan kassavirran kasvuoletus. Jäännösarvolle voidaan tehdä oma vaikutusai-kaoletus tai sen voidaan olettaa jatkuvan ikuisesti. Sen kasvutekijän kehityksestä voi- daan tehdä kaksi- tai useampivaiheisia oletuksia. Kaksivaiheinen kasvu sisältää ennus- tejakson jälkeisistä alkuvuosista tietyn vapaan kassavirran kehitysoletuksen ja sen jäl- keen toisen tasoisen, yleensä hitaamman kasvuoletuksen. Tästä on esimerkkinä Cope- landin ym. (2000, 285) esittelemä muunnelmä aikaisemmin mainitusta arvotekijäyhtä- löstä. Yhtälö 9 sallii siis kaksivaiheisia oletuksia kasvusta, g , ja sijoitetun pääoman tuo- tosta, ROIC. Oletuksena yhtälössä kuitenkin on, että g_B on pienempi kuin WACC. Yh- tenä jäännösarvon kasvutekijänä voidaan Ahon (2004, 25) mukaan käyttää bruttokan- santuotteen pitkän aikavälin nimelliskasvua.

$$(9) \quad CV = \left[\frac{NOPLAT_{T+1}(1 - g_A / ROIC_A)}{WACC - g_A} \right] \left[1 - \left(\frac{1 + g_A}{1 + WACC} \right)^{N-1} \right] \\ + \left[\frac{NOPLAT_{T+1}(1 + g_A)^{N-1}(1 - g_B / ROIC_B)}{(WACC - g_B)(1 + WACC)^{N-1}} \right]$$

missä, N = 1. ennustejakson vuosien määrä.

g_A = Operatiivisen kassavirran kasvu -% 1.ennustejaksolla

g_B = Operatiivisen kassavirran kasvu -% 2.ennustejaksolla

$ROIC_A$ = Sijoitetun pääoman tuotto -% 1. ennustejaksolla

$ROIC_B$ = Sijoitetun pääoman tuotto -% 2. ennustejaksolla

3.1.7 Yrityksen arvon laskeminen

Yrityksen arvonmäärittämisprosessin viimeinen vaihe on arvon laskeminen ja se koostuu viidestä vaiheesta (Copeland ym. 2000, 289 – 290):

1. Diskonttaa ennustetut vapaat kassavirrat, FCF, tai taloudelliset tuotot (Economic profit) nykyhetkeen pääoman painotetuilla keskimääräisillä kustannuksilla, WACC.
2. Diskonttaa jäännösarvo nykyhetkeen pääoman painotetuilla keskimääräisillä kustannuksilla. Huomioi kuitenkin, että jäännösarvo ilmaistaan tarkan ennuste- jakson lopussa, jolloin jäännösarvo on diskontattava vielä tarkan ennustejakson alkuun.

3. Laske toimintojen arvo lisäämällä tarkan ennustejakson nykyarvo jäännösarvon nykyarvoon. Taloudellisen tuoton mallissa pitää lisätä myös sijoitettu pääoma ennustejakson alussa.
4. Lisää liiketoiminnan muiden tuottojen arvo, joiden kassavirtavaikutus oli poistettu vapaasta kassavirrasta ja taloudellisesta tuotosta. Tällaisten varojen arvo pitäisi arvioida niiden odotettujen tuottojen ja pääoman kustannuksen tai mahdollisen markkina-arvon perusteella.
5. Arvioi oman pääoman arvo vähentämällä velkojen markkina-arvo koko yrityksen arvosta.

Tämän prosessin jälkeen Copeland ym. (2000, 290) kehottavat varmistamaan, että arvonmäärityksen tekijä ymmärtää arvoa tuottavat tekijät. Jos yrityksen on ennakoitu ansaitsevan sijoittamalleen pääomalle huomattavasti pääoman keskimääräisten kustannusten ylittäviä tuottoja, pitäisi myös yrityksen arvon olla sen kirja-arvoa huomattavasti suurempi ja jos yrityksen arvioitu arvo poikkeaa huomattavasti sen markkina-arvosta, on arvostuksen tekijän hyvä selvittää syyt tähän eroon niin tarkasti kuin mahdollista. Ennen todennäköisimmän arvon määrittämistä Copeland ym. (2000, 290) kehottavat myös arvioimaan ennusteen taloudellisia näkökulmia. Jos velat tai arvopaperit ylittävät yrityksen tavoitteet, on pohdittava miten yritys selvittää tämän epätasapainon. Viimeisenä arvonmäärityksen vaiheena lasketaan yrityksen arvo, joka perustuu ennakoituihin skenaarioihin ja niiden todennäköisyyksiin. Jokaisen skenaarion mukainen yrityksen arvo kerrotaan skenaarion todennäköisyydellä, jonka perusteella saadaan todennäköisin yrityksen arvo laskemalla nämä todennäköisyyksillä painotetut arvot yhteen. (Copeland ym. 2000, 291). Skenaarioiden vaikutuksesta yrityksen arvoon on esimerkki kappaleessa 3.1.5, tulevan kehityksen ennakointi.

Copelandin ym. (2000, 292 – 293) mukaan yrityksen arvonmääritys on taidetta siinä missä tiede yleensäkin ja siten epätarkkaa. Jotta yrityksen arvo tulee määritettyä oikein, tulee ymmärtää arvioitavaa liiketoimintaa, toimialaa ja taloutta yleisesti. Ymmärtäminen on edellytyksenä sille ennusteelle, joka on arvonmäärityksen pohjana ja täten herkkä pienille muutoksille tulevaisuuden oletusten suhteen. Tärkeää arvonmäärityksessä on tarkoituksenmukaisen arvostusmallin luominen, joka sisältää täydellisen tuloslaskelman, taseen, rahoituslaskelman sekä tärkeimmät suorituskykyä kuvaavat tunnusluvut kuten sijoitetun pääoman tuoton, katteen ja pääoman kiertonopeuden, jonka lisäksi mallin tulee perustua tilinpäätösanalyysiin ainakin 5 – 10 edelliseltä vuodelta. Tämä on

edellytyksenä sille, että ennustetta voidaan analysoida menneen kehityksen avulla ja että ennuste todellakin perustuu tosiasioihin.

3.2 Arvonmääritysmallit

Arvonmääritysmallien perusidea on, että yrityksen arvo on sen tulevien vuosien rahamääräisen taloudellisen menestymisen kokonaisarvo. Menestymistä voidaan mitata esimerkiksi osinkoina (Kallunki 2000, 585), jonka yrityksen osakkeenomistajat saavat vuosittain korvaukseksi sijoittamastaan pääomasta (Kallunki & Niemelä 2004, 102), tai vapaina kassavirtoina (Kallunki 2000, 585) tai taloudellisina lisävoittona (Kallunki & Niemelä 2004, 102). Arvonmääritysmalleissa huomioidaan aina rahan aika-arvo, eli oman pääoman arvo on eri ajanhetkinä saatavien rahamäärien nykyarvo. Yleisimmin käytetyt arvonmääritysmallit ovatkin luonteeltaan nykyarvomalleja. (Kallunki & Niemelä 2004, 103.)

3.2.1 Osinkoperusteinen malli

Perinteinen oman pääoman arvonmääritysmalli on osinkoperusteinen malli. Se on myös lähtökohtana kehittyneimmissä malleissa, kuten vapaan kassavirran mallissa ja lisäarvomallissa. Osinkoperusteisen mallin mukaan osakkeen arvo P_0 on yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen D nykyarvo yhtälön 10 mukaan. (Kallunki & Niemelä 2004, 103.)

$$(10) \quad P_0 = D_1 / (1+r) + D_2 / (1+r)^2 + D_3 / (1+r)^3 + D_4 / (1+r)^4 \dots$$

Mallin perusajatus on, että koska oman pääoman sijoituksella ei ole määräaikaa, osakkeen arvo muodostuu päättymättömästä osinkovirrasta. Tulevien vuosien osinkojen nykyhetkeen diskonttaamisessa käytetty korkokanta r on oman pääoman sijoittajien tuottovaatimus. (Kallunki & Niemelä 2004, 103.)

Niskanen & Niskanen (2003, 161) ja Fernández (2004, 8) esittelevät Nollakasvumallin, joka soveltuu tapauksiin, jossa osinkojen kasvuvauhti $g = 0$. Tällöin osakkeen arvo saadaan yhtälön 11 mukaan.

$$(11) \quad P_0 = D_1 / r$$

missä, $D_1 =$ osinko vuonna 1

$r =$ oman pääoman tuottovaatimus

Siinä tulevaisuudessa saatavat osingot, jotka eivät siis kasva, diskontataan nykyhetkeen oman pääoman tuottovaatimuksella. Niskasen & Niskasen (2003, 161) mukaan Nollakasvumalli soveltuu sellaisten yritysten arvonmääritykseen, jotka jakavat koko voiton ulos osinkoina eivätkä tee lainkaan kasvuinvestointeja. Tällaisia yrityksiä lienee käytännössä harvassa. Poistoista kertyvät rahat riittävät olemassa olevan tuotantokapasiteetin ylläpitoon korvausinvestointien avulla ja näin osingon pitämiseen muuttumattomalla tasolla, mutta uutta kapasiteettia ei synny lainkaan.

Useimmiten käytetty osakkeen arvonmääritysmalli on kuitenkin tasaisen kasvun malli, jota käytetään, kun oletetaan yrityksen jakamien osinkojen kasvavan tasaisesti määrällä g , joka on alle oman pääoman tuottovaatimuksen, r . Kun D_0 tarkoittaa viimeksi saatua osinkoa, saadaan osakkeen arvo, P_0 , yhtälön 12 mukaan (Megginson 1997, 192; Niskanen & Niskanen 2003, 159).

$$(12) \quad P_0 = D_0 (1+g) / r - g = D_1 / r - g$$

Yhtälön 12 mukaan osakkeen tämän hetken arvo on ensi vuoden odotetut osingot jaetuna oman pääoman tuottovaatimuksen, r , ja osinkojen kasvun, g , erotuksella. Käytännössä osinkoperusteisen arvostusmallin ongelma on se, että yritykset jakavat tuloksesta vain osan osinkoina, ja osingonjakosuhte vaihtelee hyvin paljon yrityksittäin, samoin kuin vuosittain. Ongelma on myös se, että osinkoennusteita on mahdollista saada yleensä ainoastaan 1 – 2 vuodelle, kun tulosennusteiden saatavuus on selvästi parempi. (Kallunki & Niemelä 2004, 104.)

Käytännössä osinkovirta ei useinkaan kasva tasaisesti ja koska edellä mainitut mallit eivät salli muutoksia odotetussa kasvussa, voidaan tasaisen kasvun oletusta lieventää laajentamalla mallia siten, että siinä käytetään kahden tai useamman erisuuruisen kasvun jaksoa. Yhtälössä 13 on esimerkki tällaisesta osinkoperusteisesta mallista, jossa vuotuiset osingot arvioidaan erikseen seuraaville t vuosille, jonka jälkeen osinkojen oletetaan kasvavan tasaisesti. (Kallunki & Niemelä 2004, 104; Megginson 1997, 193.)

$$(13) \quad P_0 = D_1 / (1+r) + D_2 / (1+r)^2 + D_3 / (1+r)^3 + \dots + D_t / (1+r)^t + P_t / (1+r)^t$$

Osakkeen arvo vuoden t alussa, P_t , voidaan määrittää diskonttaamalla kyseessä olevasta vuodesta eteenpäin saatavat osingot yhtälön 12 avulla, jolloin yhtälö 13 saa seuraavanlaisen muodon, kun osinkojen kasvuvauhdiksi oletetaan g (Kallunki & Niemelä 2004, 105):

$$(14) \quad P_0 = D_1 / (1+r) + D_2 / (1+r)^2 + D_3 / (1+r)^3 + \dots + D_t / (1+r)^t + D_t (1+g) / r-g$$

Osinkoperusteinen malli on käyttökelpoisin yhtälön 13 mukaisena. Tällöin yrityksen tulevat vuotuiset osingot arvioidaan niin pitkälle eteenpäin kuin luotettavasti mahdollista, ja siitä eteenpäin arvioidaan osinkojen kasvuvauhti. (Kallunki & Niemelä 2004, 105.) Näin ollen osakkeen arvo muodostuu nykyhetken diskontatuista ensimmäisen kasvun periodin tulevista osingoista sekä vuodesta P_t lähtien saatavista, nykyhetken diskontatuista, tasaisen kasvun olettamuksen perusteella kasvavista osingoista.

Kallungin (2000, 586) mukaan osinkoperusteisen arvonmääritysmallin käytännön soveltamiseen liittyy useita vaikeuksia. Tulevien osinkojen luotettava arviointi on ensinnäkin usein vaikeaa ja toisaalta osinkojen pienet ennustevirheet vaikuttavat suuresti mallin antamiin tuloksiin yrityksen arvosta. Näin siksi, että mallin mukaan yrityksen arvo tulee kokonaisuudessaan tulevista osinko-odotuksista. Onhan myös mahdollista, että osinkoja ei makseta ollenkaan tietyllä aikavälillä. Osinkomallin käytössä joudutaan myös tekemään oletuksia osinkojen tasaisesta kasvusta, joten pienetkin osinkojen ennustevirheet vaikuttavat suuresti mallin antamaan lopputulokseen yrityksen arvosta. Fernández (2004, 9) toteaa myös, että yritysten, jotka maksavat enemmän osinkoa, osakkeiden arvo ei kasva osingonjaon tuloksena, koska jaettu osinko on pois kasvuinvestoinneista.

3.2.2 Vapaan kassavirran malli

Kassavirtalaskelmien käyttöä yrityksen arvonmäärityksessä perustellaan sillä, etteivät tilinpäätöksen harkinnanvaraisuudet vaikuta kassavirtoihin. Kun virallisessa tilinpäätöksessä tilikauden tulokseen vaikuttaa menojen ja tulojen jaksottaminen eri tilikausille, erilaiset tilinpäätöskäytännöt, yritysjohtoon mahdollinen tuloksenjärjestely sekä muut

tilinpäätöksen joustokohdat, vaikuttaa kassavirtalaskelmissa pelkästään rahan liikkeit, eli tilikauden aikaiset kassaan ja kassastamaksut. Kassavirtaperusteisen arvonmäärittämissä mallin etuihin kuuluu myös, että sillä voidaan tarkastella yrityksen tuloksen kasvun taustatekijöitä ja tulevan tuloskehityksen edellytyksiä. (Kallunki & Niemelä 2004, 107 – 108.)

Kassavirtaperusteisen mallin mukaan yrityksen arvo on yrityksen tulevien kassavirtojen nykyarvo. Yleisimmin käytetty kassavirtaperusteinen arvonmäärittämissä malli on vapaan kassavirran (free cash flow, FCF) malli. Vapaata kassavirtaa määritettäessä yrityksen pääomarakenne oletetaan velattomaksi, jolloin yrityksellä ei ole korkomaksuja, eikä korkomaksujen verovähennysoikeus pienennä verojen määrää. (Kallunki & Niemelä 2004, 108.)

Oman, vieraan tai koko pääoman arvo

Fernández (2004, 14) esittelee vieraan pääoman kassavirran, CF_d (Debt cash flow). Vieraan pääoman kassavirta on vieraan pääoman rahoittajille maksettujen korkojen ja lainanlyhennysten summa. Vieraan pääoman markkina-arvo saadaan diskonttaamalla vieraan pääoman kassavirta sen tuottovaatimuksella nykyhetkeen. Fernández (2004, 14) toteaa myös, että monissa tapauksissa vieraan pääoman markkina-arvo on lähellä sen kirja-arvoa, joten kirja-arvoa voidaan käyttää riittävänä arviona vieraan pääoman markkina-arvosta.

Vapaan kassavirran mallilla voidaan määrittää oman pääoman arvo (free cash flow to equity, FCFE) tai koko yrityksen arvo (free cash flow to firm, FCFF). Valinta omalle pääomalle tai kokonaispääomalle kohdistuvan kassavirtaperusteisen hinnoittelumallin välillä tulisi pääsääntöisesti suorittaa sen mukaan onko yrityksen rahoitusrakenteessa odotettavissa selkeitä muutoksia. Jos pääomarakenteessa on odotettavissa muutoksia, soveltuu FCFF – malli paremmin arvostuksen lähtökohdaksi, koska se ei edellytä vieraan pääoman erien määrittäystä (korot + lyhennykset) ja on tämän takia vähemmän herkkä ennustevirheille. Mallin hyvänä puolena voidaan pitää myös sitä, että tässä joudutaan tarkemmin ottamaan kantaa yrityksen kassavirtojen luonteeseen. (Kallunki & Niemelä 2004, 108 – 109.)

Oman pääoman kassavirta (ECF = equity cash flow) saadaan vähentämällä korot ja pääoman palautukset vapaasta kassavirrasta ja lisäämällä tähän uusi vieras pääoma. Toisin sanoen, oman pääoman kassavirta on se kassavirta, joka jää yritykseen käyttöomaisuusinvestointien, käyttöpääoman lisäyksen, korkomaksujen ja vieraan pääoman palautusten jälkeen. Tätä havainnollistaa yhtälö 15. (Fernández 2004, 17.)

$$(15) \quad ECF = FCF - [\text{korkomaksut} * (1-T)] - \text{pääoman palautukset} + \text{uusi velka}$$

missä, $FCF =$ vapaa kassavirta

$T =$ yhtiövero -%

Oman pääoman arvo saadaan näin ollen diskonttaamalla osakkeenomistajille kuuluva vapaa kassavirta (FCF) oman pääoman kustannuksella (r_e) yhtälön 16 mukaisesti. (Kallunki & Niemelä 2004, 109.)

$$(16) \quad P_0 = FCF_1 / (1+r_e) + FCF_2 / (1+r_e)^2 + FCF_3 / (1+r_e)^3 + \dots$$

Koko yrityksen arvo saadaan diskonttaamalla koko yrityksen odotetut vapaat kassavirrat nykyhetkeen pääoman keskimääräiskustannuksilla (weighted average cost of capital, WACC). Vaihtoehtoisesti koko yrityksen arvo voidaan laskea oman pääoman ja vieraan pääoman kassavirtojen nykyarvojen summana (Fernández 2004, 14), $V=E+D$. Koko yrityksen vapaa kassavirta saadaan operatiivisten kulujen ja verojen jälkeen, mutta kuitenkin ennen vieraan pääoman maksuja. Koko yritykselle lasketussa vapaassa kassavirrassa ei oteta huomioon rahoituskuluja, kuten korkomaksuja tai osinkoja, sillä nämä huomioidaan vapaiden kassavirtojen diskonttaustekijänä käytettävässä pääoman keskimääräiskustannuksessa. (Kallunki & Niemelä 2004, 109.)

Vapaan kassavirran laskeminen

Vapaata kassavirtaa voidaan mitata joko operatiivisen kassavirran (operating flow) tai rahoitusvirran (financial flow) näkökulmasta. Operatiivinen kassavirta (Niskanen & Niskanen 2003, 70) kuvaa, miten syntynyt kassavirta on jakautunut tulorahoitukseen ja investointeihin. Rahoituskassavirta (Niskanen & Niskanen 2003, 70) kuvaa, miten syntynyt kassavirta on jaettu osakkeenomistajien ja vieraan pääoman rahoittajien kesken. Omistajille kuuluva osuus on eritelty suoraan osakkeenomistajille siirtyneinä erinä, ku-

ten osinkoina tai yritykseen jätettynä rahoitusomaisuuden muutoksena. (Kallunki & Niemelä 2004, 110.)

Operatiivinen kassavirta sisältää kassaperusteiset maksut, joten siitä ei ole vähennetty esimerkiksi käyttöomaisuusinvestointien jaksotuksia eli poistoja. Operatiivisesta kassavirrasta vähennetään kuitenkin verot, sillä ne ovat yrityksen kassastamaksuja. Kassavirta saadaan, kun yrityksen liiketoiminnan tuottamasta operatiivisesta kassavirrasta vähennetään käyttöpääoma- ja käyttöomaisuusinvestointien maksut. (Kallunki & Niemelä 2004, 108.)

Operatiivisen vapaan kassavirran keskeisin erä on yleensä liikevoitto. Se otetaan kassavirtaan sellaisenaan tuloslaskelmasta. Sen jälkeen kassavirtaan lisätään osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta, joka on esitetty tuloslaskelmassa liikevoiton jälkeen. Liiketoiminnan tuloksesta maksettavat verot vähennetään yleensä ennustejaksolle suoraan täysinä veroina liikevoitosta. Koska yritykset eivät ole maksaneet menneiltä vuosilta täysiä veroja, voidaan maksetut nettoverot jakaa täysiin veroihin ja verovelan muutokseen. Rahoituseriin liittyvät verokorjaukset tehdään, jotta rahoituskulujen veroja alentava vaikutus tulisi otettua huomioon. Verojen jälkeen saadaan kassavirtalaskelmassa operatiivinen kassavirta. (Kallunki & Niemelä 2004, 110.)

Tämän jälkeen (Kallunki & Niemelä 2004, 111) operatiiviseen kassavirtaan lisätään tuloslaskelman poistot, koska ne eivät ole kassaperusteisia maksuja. Tuloslaskelman poistot ovat yleensä jaettu käyttöomaisuuden poistoihin ja goodwill-poistoihin. Poistojen jälkeen saadaan laskettua bruttokassavirta, josta vähennetään käyttöpääoman lisäys ja bruttoinvestoinnit. Erityisesti voimakkaasti kasvavissa yrityksissä käyttöpääoman lisäys voi olla merkittävä kassavirtaa vähentävä tekijä. Käyttöpääoman muutokseen tulee vielä mahdollinen korottomien pitkäaikaisten velkojen muutos. Käyttöpääoman muutos sisältää seuraavat erät:

+ Vaihto-omaisuuden lisäys + Myyntisaamisten lisäys <u>- Ostovelkojen lisäys</u> = Käyttöpääoman muutos
--

Bruttoinvestoinnit erä sisältää tilikaudella tapahtuvat käyttöomaisuusinvestoinnit. Käyttöomaisuusinvestointeihin kuuluvat muun muassa investoinnit rakennuksiin, koneisiin ja laitteisiin tai käyttöomaisuusosakkeisiin. Lisäksi näihin luetaan investoinnit aineettomiin oikeuksiin sekä aktivoidut tutkimus- ja tuotekehitysmenot. Bruttoinvestointien ja käyttöomaisuuden muutoksen jälkeen saadaan vapaa operatiivinen kassavirta. Kun vapaaseen operatiiviseen kassavirtaan lisätään vielä muut erät, joilla yleensä tarkoitetaan satunnaisia eriä, saadaan vapaa kassavirta. Muut erät esitetään nettomääräisesti verojen jälkeen. (Kallunki & Niemelä 2004, 111 – 112.) Vapaan kassavirran laskelma kokonaisuudessaan on esitetty kuviossa 12.

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

Kuvio 12: Vapaan kassavirran laskelma

Lähde: Kallunki & Niemelä 2004, 111.

Copelandin ym. (2000, 138) mukaan vapaa kassavirta on bruttokassavirta, josta on vähennetty bruttoinvestoinnit yhtälön 17 mukaisesti.

$$(17)^4 \quad \text{FCF} = \text{Gross cash flow} - \text{gross investment} \\ = (\text{NOPLAT} + \text{depreciation}) - (\text{net investment} + \text{depreciation})$$

⁴ Yhtälön 17 mukaan bruttokassavirta (gross cash flow) = NOPLAT + poistot. Tästä muokkaamalla NOPLAT = bruttokassavirta – poistot, joka kuviossa 12 tarkoittaa operatiivista kassavirtaa.

Pasosen ym. (2000, 63) mukaan vapaa kassavirta lasketaan pelkistetysti seuraavasti:

Liikevoitto

+ poistot ja arvonalennukset

- investoinnit

+/- nettokäyttöpääoman muutos

= vapaa kassavirta

Rahoituksen kassavirta

Kun vapaata kassavirtaa tarkastellaan rahoitusvirran puolelta, jaetaan osakkeenomistajien osuus yhtiöön jätettyyn osuuteen, joka näkyy rahoitusomaisuuden muutoksessa, ja omistajille suoraan siirtyviin eriin. Omistajille vuosittain maksettava kassavirta näkyy osinkovirrassa. Muut eriteltävät erät ovat osakepääoman muutokset sekä verovelan ja varausten muutokset. (Kallunki & Niemelä 2004, 112.)

Vieraan pääoman rahoittajille mennyt rahoitusvirta esitetään korollisten velkojen muutoksena ja maksettuna korkoina. Sekä rahoitusomaisuuden että vieraan pääoman muutoksissa otetaan korollisten erien lisäksi huomioon saadut korkotulot ja maksetut korkotulot. Korkotulot ja -kulut huomioidaan nettomääräisesti eli verojen jälkeen. Mikäli vapaa kassavirta on negatiivinen, kertoo rahoitusvirta, miten negatiivinen kassavirta on rahoitettu. (Kallunki & Niemelä 2004, 112.)

Omistaja-arvo yrityksen arvonmittarina

Aho (2004, 23 - 24) kutsuu vapaan kassavirran nykyarvoa yritysarvoksi (Enterprise Value). Yritysarvo ilmaisee yrityksen liiketoiminnan arvon. Rappaport (1998, 32) kutsuu oman pääoman osuutta yrityksen arvosta omistaja-arvoksi. Näin ollen yrityksen arvo on (Rappaport, 33):

$$\text{Yritysarvo} = \text{Velat} + \text{Omistaja-arvo}$$

Tätä yhtälöä muokkaamalla saadaan omistaja-arvo, joka ilmaisee yrityksen osakekannan tai yhtiöosuuksien arvon (Aho 2004, 24):

$$\text{Omistaja-arvo} = \text{Yritysarvo} - \text{Velat}$$

Omistaja-arvo lasketaan määrittelemällä vapaan kassavirran nykyarvo ja vähentämällä siitä korolliset velat sekä lisäämällä ylimääräinen likviditeetti (Aho 2004, 24). Omistaja-arvon muodostumista havainnollistaa taulukko 7.

Yritysarvo (+)	Korolliset velat (-)
Ylimääräinen likviditeetti (+)	Omistaja-arvo (=)

Taulukko 7: Omistaja-arvon muodostuminen

Lähde: Aho 2004, 24

Jotta omistaja-arvo voidaan määrittää, on ensin määritettävä yritysarvo, johon vaikuttaa (Rappaport 1998, 33):

1. Liiketoimintojen suunnitelmakausien vapaan kassavirran nykyarvo
2. Jäännösarvo, joka kuvastaa liiketoiminnan suunnitelmakausien jälkeisten kassavirtojen nykyarvoa.

Näin yritysarvon määrittely jaetaan kahteen osaan (Aho 2004, 24):

$$\text{Yritysarvo} = \text{Suunnitelmakausien vapaan kassavirran nykyarvo} + \text{Suunnitelmakausien jälkeisen kassavirran nykyarvo}$$

Jotta yritysarvon määrittely olisi tarkka, on yritysarvon yhtälöön sisällytettävä myös ylimääräinen likviditeetti, joka voidaan helposti muuttaa käteiseksi ja joka ei ole liiketoiminnan hoitamisen kannalta olennaista (Rappaport 1998, 33). Ylimääräinen likviditeetti sisältää muun muassa rahoitusarvopaperit ja rahavarat, joita ei siis tarvita liiketoiminnassa (Aho 2004, 24). Vaikka ylimääräistä likviditeettiä ei ole sisällytetty suunnitelmakausien aikaisen vapaan kassavirran arvioon, on sillä tästä huolimatta arvoa ja se on sisällytettävä yritysarvoon (Rappaport 1998, 33). Näin ollen yritysarvo on:

$$\text{Yritysarvo} = \text{Suunnitelma kausien vapaan kassavirran nykyarvo} + \text{Jäännösarvo} + \text{Ylimääräinen likviditeetti}$$

Yrityksen arvoa määritettäessä on tärkeää arvioida kuinka suuri osa yritysarvosta muodostuu suunnitelmakausten kassavirroista. Yritysarvon painottuessa suunnitelmakausten jälkeisen kassavirran nykyarvoon arvonmääritys on epävarmemmalla pohjalla kuin arvon painottuessa lähivuosien kassavirtaan. (Aho 2004, 24.)

3.2.3 Lisäarvomalli

Taloudellisen tuoton käsitteen on Alfred Marshall maininnut jo 1890-luvulla (Copeland ym. 2000, 143). Taloudellinen tuotto on perustana, kun määritetään yrityksen arvo lisäarvomallin perusteella. Lisäarvomalli on tilinpäätösperusteinen arvonmääritysmalli, jonka lähtökohtana on osinkoperusteinen malli. Lisäarvomallia on kehitetty siten, että osinkojen sijaan mallissa diskontataan yrityksen arvioituja tulevia voittoja. Lisäarvomallin mukaan yrityksen arvo P_0 muodostuu oman pääoman kirjanpidollisesta arvosta BV_0 ja tulevista lisävoitoista ae_t yhtälön 18 mukaisesti. (Kallunki & Niemelä 2004, 119.)

$$(18) \quad P_0 = BV_0 + ae_1 / (1+r) + ae_2 / (1+r)^2 + ae_3 / (1+r)^3 + ae_4 / (1+r)^4 + \dots$$

Diskonttaustekijä r on oman pääoman tuottovaatimus. Yrityksen tuottama lisävoitto ae on ennustetun voiton ja sijoittajan vaatiman voiton erotus. Lisävoitto siis mittaa, kuinka paljon yritys pystyy tekemään voittoa sijoittajien tuottovaatimusta enemmän. Jos lisävoitto on positiivinen, yritys pystyy toiminnallaan tuottamaan taloudellista lisäarvoa sijoitetulle omalle pääomalle. Negatiivinen lisävoitto merkitsee, että yritys ei pysty tuottamaan taloudellista lisäarvoa, vaan yrityksen liiketoiminta vähentää omistajan varallisuutta. (Kallunki & Niemelä 2004, 119.)

Copeland ym. (2000, 143) määrittelevät taloudellisen tuoton käsitteen yhtälön 19 avulla.

$$(19) \quad \text{Economic profit} = \text{Invested capital} * (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

missä, $\text{ROIC} = \text{NOPLAT} / \text{Invested capital}$

$\text{WACC} = \text{Weighted average cost of capital}$

Yhtälöstä nähdään, että taloudellista tuottoa syntyy vain, jos pääomainvestoinnit tuottavat enemmän kuin niiden tuottovaatimus on ja jos investointeja yleensä tehdään. Raportti (1998, 37) toteaa myös että investoinnit, jotka tuottavat yli pääoman kustannusten, luovat omistaja-arvoa ja vastaavasti investoinnit, jotka tuottavat vähemmän kuin pääoman kustannukset ovat, tuhoavat omistaja-arvoa.

Copeland ym. (2000, 144) mukaan taloudellinen tuotto voidaan määrittää myös operatiivisen kassavirran ja pääomaveloitusten erotuksena yhtälön 20 mukaisesti.

$$(20) \quad \text{Economic profit} = \text{NOPLAT} - \text{Capital charge} \\ = \text{NOPLAT} - (\text{Invested capital} * \text{WACC})$$

Yhtälö 20 osoittaa, että taloudellinen tuotto on samankaltainen sisällöltään kirjanpidon nettotulon kanssa, mutta siitä näkee selvästi, että yritystä veloitetaan koko sen käyttämän pääoman määrällä, ei vain velan koroilla. (Copeland ym. 2000, 144.)

Näin ollen taloudellisen tuoton lähestymistavan mukaan yrityksen arvo on jo sijoitetun pääoman määrä lisättynä ennakoitujen taloudellisten tuottojen nykyarvolla yhtälön 21 mukaisesti (Copeland ym. 2000, 144):

$$(21) \quad \text{Value} = \text{Invested capital} + \text{Present value of projected economic profit}$$

Paavola ym. (1997, 36) mukaan yritys tuottaa todellista voittoa vain, jos se pystyy tyydyttämään kaikkien sidosryhmiensä tarpeet. Usein omistajat kuitenkin unohdetaan, sillä monia päätöksiä ohjaava kirjanpidon tulos ei mittaa todellista taloudellista tulosta, koska siitä puuttuu omistajien vaatima korvaus sijoittamastaan pääomasta. Vasta kun omistajienkin osuus saadaan katettua, yritys tuottaa taloudellista lisäarvoa eli aitoa voittoa.

Kun taloudellista lisäarvoa lasketaan, yrityksen tuotoista vähennetään liiketoiminnan kulut ja verot sekä liiketoiminnan sitoman pääoman aiheuttama kustannus. Lopputulos kertoo, onko liiketoiminnalla pystytty ylittämään omistajien odotukset ja tuottamaan taloudellista lisäarvoa. (Paavola ym. 1997, 38.) Taloudellisen lisäarvon laskemista havainnollistaa kuvio 13.

<p>Liikevaihto</p> <p>- Liiketoiminnan kulut</p> <p>= Liikevoitto</p> <p>- Liikevoittoa vastaavat verot</p> <p>= Oikaistu liikevoitto (A)</p> <p>Pääoma * Pääoman kustannus</p> <p>= Pääomaveloitus (B)</p> <p>Taloudellinen lisäarvo = A-B</p>

Kuvio 13: Taloudellisen lisäarvon laskeminen.

Lähde: Paavola ym. 1997, 37.

Lisäarvomallilla on tärkeitä etuja perinteisiin arvonmääritysmalleihin verrattuna (Kallunki & Niemelä 2004, 119 – 120):

- Mallin mukaan osakkeen arvo on sen kirjanpidollinen arvo lisättynä yrityksen tulevilla taloudellisilla lisäarvoilla. Tällainen oman pääoman jakaminen tasesubstanssiin ja tuleviin lisävoittoihin mahdollistaa yrityksen arvoprofiilin analysoimisen eli sen mikä osa yrityksen arvosta tulee tulevien vuosien tulosodotuksista ja mikä osa perustuu vastaavasti kertyneeseen tasesubstanssiin (Kallunki 2000, 587 – 588). Suuri osa osakkeen arvosta tulee useilla yrityksillä tilinpäätöksestä saatavasta kirjanpidollisesta arvosta. Tulevien voittojen ennustevirheet eivät tämän vuoksi vaikuta ratkaisevasti mallin antamiin tuloksiin, koska diskontattava virta on tuloksen ja vaadittavan tuloksen (tuottovaatimuksen) erotus.

Toisin kuin lisäarvomallissa, osinkoperusteisessa ja kassavirtaperusteisessa arvonmääritysmallissa osakkeen arvon oletetaan muodostuvan kokonaisuudessaan ennustettujen tulevien virtojen nykyarvosta, jolloin niistä voitaisiin käyttää nimitystä bruttomalli.

- Koska lisäarvomallissa diskontataan nettotuloksen ja vaaditun tuloksen erotusta vuosittaisen bruttovirran sijasta, se merkitsee käytännössä huomattavaa vakautta myös käytetyille kasvunopeuksille. Lisäksi vapaan kassavirran malli on herkkä pääomarakenteen muutoksille, mitä ongelmaa ei esiinny lisäarvomallissa.

- Lisäarvomallissa käytetään arviota yrityksen tulevista voitoista. Yrityksen sisäisessä arvonmäärityksessä arviot voivat perustua yrityksen omiin arvioihin tulevasta tuloskehityksestä. Ulkopuoliset arvonmäärityksen tekijät voivat käyttää esimerkiksi analyytikoiden ennusteita yrityksen tulevista voitoista. Tässä suhteessa lisäarvomallin tärkeä etu on se, että mallissa käytetään tulosennusteita ennustettujen osinkojen tai kassavirtojen sijasta.

3.2.4 Substanssiarvo

Pasosen ym. (2000, 61) mukaan substanssiarvosta puhuttaessa erotetaan toisistaan tasesubstanssi ja markkinahintainen substanssiarvo. Tasesubstanssilla tarkoitetaan substanssiarvoa, joka on laskettu suoraan tase-eristä käyttäen tase-erien kirjanpidollisia arvoja. Yrityksen todellisen substanssiarvon määrittäminen edellyttää kuitenkin varallisuuden arvostamista markkinahintaan eli hintaan, mikä kustakin varallisuuserästä saataisiin, jos se myytäisiin vapailla markkinoilla. Velat voidaan vähentää nimellisarvoiltaan ilman sen kummempia markkina-arvioita. Velkoihin tulee tällöin sisällyttää myös varaukset yrityksen sitoumuksiin liittyvistä riskeistä, kuten jo luovutettuihin, mutta keskenäisiin toimituksiin liittyvät jälkityöt. Markkinahintainen substanssiarvo voi poiketa tasesubstanssista huomattavastikin – ylös tai alaspäin.

Markkinahintaisen substanssiarvon määrittäminen vaatii työtä ja asiantuntemusta. Periaatehan on, että jokaiselle tase-erälle etsitään markkinahinta ja piilevät riskit eliminoidaan. Kiinteän omaisuuden kohdalla pyritään löytämään vertailukelpoisia tiedossa olevia hintoja ja käyttämään niitä. Koneille ja laitteille, jotka ovat pääsääntöisesti jossain määrin käytettyjä, määritetään jälleenmyyntihinnat. Aineettomien omaisuuserien kohdalla markkina-arvojen määrittäminen voi olla vaikeaa. Esimerkiksi aktivoitu tuotekehitys on luonteeltaan sellaista, että markkinahintaa ei välttämättä kokonaisuudesta irrotettuna ole. Tämän erän arvo tahtoo nousta esiin vasta liikearvoa eli tulevaisuuden odotuksia arvoettaessa. Samoin aiempien yritysostojen seurauksena taseeseen sisältyvä liikearvo on vaikea ja arvionvarainen arvostuserä. Vaihto-omaisuuden arvonmäärityksessä käytetään yleisesti periaatetta, jonka mukaan vaihto-omaisuuserät arvostetaan hankinta- tai markkinahintaan siten, että näistä valitaan pienempi. Myynti- ja muiden saamisten kohdalla pyritään arvioimaan, millä todennäköisyydellä saatavat kotiutuvat eräpäivään mennessä. Saataville, joiden kohdalla nähdään riskejä tai jotka ovat jo

erääntyneet maksamattomina, määritetään nimellisarvoaan matalampi arvo, jolloin saatavan epävarmuus tulee otetuksi huomioon. Vanhoille saataville arvo voi olla nolla. Pankkitalletukset arvostetaan yleensä nimellisarvoon, mutta muiden lyhyt- ja pitkäaikaisen sijoitusten kohdalla joudutaan ottamaan huomioon sijoituskohteen riski, mikä saattaa alentaa arvoa alle nimellisarvon. Taseen ulkopuoliset vastuut pyritään mitoittamaan ja muuttamaan rahamääräisiksi. Tällä tavoin ne osaltaan vaikuttavat markkinahintatasoiseen substanssiarvoon. (Pasonen ym. 2000, 61 – 62.) Alla on Pasosen ym. (2000, 61) pelkistetty laskelma tasesubstanssista:

Taseen loppusumma (=yrityksen bruttovarallisuus)

- korolliset velat
 - korottomat velat
 - varaukset
- = Tasesubstanssi

Lindellin (1997, 211) mukaan tärkeä johtopäätös substanssiarvomenetelmästä on se, ettei se yleensä sovellu yrityksen arvon määrittämiseen. Tämä johtuu muun muassa siitä, että yksittäisen omaisuuserän tuottoarvoa on vaikea määrittellä tai laskea. Tämä koskee varsinkin yrityksen liikearvoa. Leppiniemi (1999,15) toteaa kuitenkin, että substanssiarvon merkitys korostuu silloin, kun yritys on tarkoitus lopettaa. Se lasketaan usein tietynlaiseksi vertailuarvoksi tai vähimmäisarvoksi. Ajatus substanssiarvosta yrityksen vähimmäisarvona perustuu ajatukseen, että jos tuottoarvo on substanssiarvoa alempi, yrityksen toimintaa ei kannata jatkaa. Tällaisessa tilanteessa yrityksen lopettamisella päästään edullisempaan tulokseen kuin toimintaa jatkamalla. Substanssiarvoa on myös kutsuttu yrityksen teurasarvoksi.

4. ASiantuntijoiden Näkemyksiä Yrityskaupasta ja Yrityksen Arvonmäärityksestä

4.1 Haastattelujen toteutus ja asiantuntijoiden taustatiedot

Tutkielman empiirisen osuuden muodostavat neljän yrityskauppojen asiantuntijoiden haastattelua. Haastattelut on toteutettu kesän 2008 aikana Keski-Suomessa sekä pääkaupunkiseudulla. Kaikki haastattelut on toteutettu asiantuntijayrityksessä / -organisaatiossa ja ne on nauhoitettu.

Asiantuntijan 1 haastattelu on toteutettu 30.6.2008. Asiantuntija 1 toimii Keski-Suomen alueella yrityskauppojen konsulttina. Ennen asiantuntijan roolia hän on työskennellyt erityisesti metallialan yritysten hallituksissa ja ollut toteuttamassa yritysten ostoja sekä myyntejä. Itsenäisenä yrityskauppojen konsulttina asiantuntija 1 on toiminut 1990-luvun alkupuolelta lähtien. Hän arvioi olleensa toteuttamassa noin 50 yrityskauppaa. Asiantuntija 1 toimii konsulttina pk-yritysten kaupoissa sekä myyjän että ostajan edustajana.

Asiantuntijan 2 haastattelu on toteutettu 7.7.2008. Asiantuntija 2 toimii yritysneuvojana Uusyrittäjäkeskuksessa. Uusyrittäjäkeskus toimii aloittavan yrittäjän neuvojana. Se arvioi liikeideoita sekä niiden kannattavuutta sekä myy starttirahalausuntoja työvoimatoimistolle. Rahoituksensa Uusyrittäjäkeskus saa sekä julkiselta että yksityiseltä sektorilta. Kyseessä on valtakunnallinen verkosto joka käsittää 30 toimipistettä. Uusyrittäjäkeskuksen toiminta perustuu Englannista lähtöisin olevaan Jobs and Society -toimintamalliin ja se on vuodesta 1989 lähtien toiminut Suomessa. Asiantuntija 2 arvioi olleensa mukana 50 – 60 yrityskaupassa. Hän toimii erityisesti pienten yritysten kaupoissa ostajan edustajana.

Asiantuntijoiden 3 ja 4 haastattelut on toteutettu 13.8.2008. Asiantuntija 3 toimii konsulttina yhden maailman suurimman asiantuntijaorganisaation Suomen yksikössä. Toimintaa heillä on Suomessa 6 paikkakunnalla. Asiantuntijan 3 erikoisalaa ovat yritysjärjestelyt. Heidän palveluihin kuuluvat due diligence tutkimukset sekä arvonmääritykset. Asiakkaina ovat kotimaiset ja ulkomaiset pääomasijoittajat sekä teolliset yritykset. Asiantuntija 3 on aikaisemmin työskennellyt KHT -tilintarkastajana, talousjohtotehtävissä se-

kä investointipankissa. Hän on ollut mukana kymmenissä, kaiken kokoisten yritysten, yrityskaupoissa.

Asiantuntija 4 on Helsingissä sijaitsevan asiantuntijayrityksen osakas. Kyseinen yritys on erikoistunut keskikokoisten yritysten kauppoihin. Heidän toimenkuvaan kuuluvat yritys- ja rahoitusjärjestelyjen suunnittelu ja toteutus. He toimivat myyjän ja ostajan neuvonantajina kotimaisissa ja rajat ylittävissä yrityskaupoissa. Asiakkaina heillä on koti- ja ulkomaisia listattuja sekä listaamattomia yrityksiä, kotimaisia kasvuyrityksiä, yritysten omistajia, pääomasijoittajia sekä institutionaalisia sijoittajia. Yritys toimii neuvonantajana yritysostoissa ja -myynneissä, yritysraakenteen kehittämisessä, rahoitusraakenteen suunnittelussa ja rahoituksen hankinnassa. Pienemmissä projekteissa he toteuttavat myös due diligence tutkimuksia, arvonnäytymiä sekä yrityskauppojen kauppakirjoja tai -sopimuksia. Asiantuntija 4 on ennen nykyistä toimenkuvaansa, kv-yrityskauppojen parissa, työskennellyt analyytikkona ja sijoitusjohtajana. Hän arvioi olleensa mukana useassa kymmenessä yrityskaupassa.

4.2. Yrityskauppamuodot ja -prosessi

Asiantuntijoiden 1, 2 ja 3 mukaan yrityskauppa toteutetaan yleisimmin liiketoimintakauppana tai osakekauppana. Asiantuntijan 1 mukaan pienemmissä yrityksissä kaupan muotona on useimmiten osakekauppa, kun taas suurissa yrityksissä liiketoimintakauppa. Ostajan näkökulmasta tilanne on päinvastainen, koska pienten yritysten kaupoissa liiketoimintakauppa on ostajalle rahoitussyistä edullisempi. Sen sijaan suurten yritysten kaupoissa osakekauppa on ostajalle edullisempi, jos osakkeet on omistettu yli 10 vuotta. Tällöin verotusnäkökohdat johtavat parempaan tuottoon, kun hankintamenona saadaan vähentää 40 % hankintameno-olettama. Viime kädessä kuitenkin ostaja on se, joka ratkaisee onko kyseessä liiketoiminta- vai osakekauppa. Usein joudutaan tyytymään myös rahoittajan vaatimuksiin. Asiantuntijan 2 mukaan liiketoiminnan ostaminen on suurimmassa osassa asiakkaan näkökulmasta suotavinta. Asiantuntija 4 jaottelee yrityskaupat sen mukaan halutaanko kaupalla lisää teknologiaa tai osaamista vai markkinaosuutta ja asiakkaita. Hän kuitenkin toteaa, että liiketoiminta on useimmiten oston taustalla. Asiantuntijan 4 mukaan sellaisiakin kauppvoja on tehty, jossa ostaja on luopunut omasta tuotteestaan ja alkanut myydä ostetun yrityksen tuotetta, kun yrityskaupassa on saatu lisää asiakkaita ja omassa yrityksessä on ollut myyntiosaaminen.

Syyt yrityskauppaan voivat olla moninaisia. Yleisimmät syyt yrityskauppoihin, asiantuntijan 1 mukaan, pienemmissä yrityksissä ovat yrittäjän ikääntyminen ja sukupolvenvaihdos. Näin ollen pienten yritysten kaupoissa on kyse lähinnä työpaikoista, kun vastavasti isompien yritysten syyt ovat bisnesmäisempiä, enemmän strategiaan sidoksissa. Suuret yritykset kasvattavat nykyistä liiketoimintaa tai myyvät liiketoiminta-alueita, joihin he eivät halua enää panostaa. Asiantuntijan 2 mukaan yleisimmät syyt yrityskauppaan ovat eläköityminen, yrittäjän jaksaminen, paikkakunnalta muutto, sairastuminen ja yrityksen heikko kannattavuus. Viimeinen syy yrityksen myyntiin kuulostaa ristiriitaiselta, ja tässä tapauksessa asiantuntija 2 totesikin, että ”aina välillä roska yritetään saada jonkin toisen käsiin”. Asiantuntijat 3 ja 4 totesivat yritysten kasvuhakuisuuden olevan yleisin syy yrityskauppoihin.

Asiantuntijan 4 mukaan yrityskaupprosessi lähtee ostokohteiden tai ostajien etsinnästä. Seuraavana on alustavan kommunikoinnin vaihe, jossa tutkitaan onko joku yhtiöistä mahdollista ostaa. Joskus on niin, että omistaja ei haluakaan myydä. Tämä on varsin yleistä etenkin perheyriyksissä. Tämän jälkeen, asiantuntijoiden 3 ja 4 mukaan, kaupan kohteena olevasta yrityksestä laaditaan Information Memorandum, lyhyemmin Info Memo. Se on asiakirja, jossa on yrityksen tiedot. Sen teettää joko ostaja tai sitten myyjä on tehnyt sen jo valmiiksi, jos myyjällä on myyntipuolen neuvonantaja. Info Memo toimii kauppaneuvottelujen tukena. Sen perusteella ostaja arvioi, onko kaupan kohde kiinnostava sekä miettii alustavaa hintaa. Informaation vaihtamisen jälkeen laaditaan aiesopimus. Karkealla tasolla aiesopimus sisältää sen mitkä ovat osapuolten tavoitteet, aikataulut, kauppahinnan ja miten kauppahinta maksetaan eli kaupan pääehdot. Samalla ostaja saa yksinoikeuden neuvotella kaupasta seuraavan 30 - 60 päivän aikana. Tähän asti kauppaa on käyty joko suorana neuvotteluna tai huutokauppana.

Huutokauppa voi olla rajoitettu tai avoin. Rajoitetussa huutokaupassa valitaan pieni määrä (3 -10) ostajakandidaatteja, joille tarjotaan ostomahdollisuutta. Avoimessa huutokaupassa kaikki mahdolliset ostajakandidaatit hyväksytään prosessiin. (Westling 2007.) Asiantuntijan 4 mukaan yksinoikeus neuvotella on ehdollinen due diligence -tutkimukselle. Tässä vaiheessa ostaja tarkastaa, että kaikki on niin kuin on annettu ymmärtää. Seuraavaksi tehdään sopimus ja usein due diligence -tutkimukset vaikuttavat sopimukseen. Sopimusten teon jälkeen tulee closing. Closing sisältää vielä erikseen, closing conditions eli, ehdot, jotka pitää toteutua, jotta kauppa voidaan viedä loppuun. Tämä voi sisältää yhtiöoikeudellisia päätöksiä, kuten esimerkiksi hallituksen hyväksyn-

nän kaupalle. Tämän jälkeen vaihdetaan osakkeita tai rahaa, riippuen siitä miten kauppa on päätetty rahoittaa. Viimeisenä tulee closingin loppuunvienti, joka sisältää muun muassa Kaupparekisteri-ilmoitusten tekoa. Asiantuntijan 4 mukaan yrityskauppaprosessi sisältää siis seuraavat vaiheet:

- ostokohteiden tai ostajien etsintä
- alustava kommunikointi
- Information Memorandum
- Aiesopimus
- Due diligence
- Sopimus
- Closing conditions
- Closing, omistusoikeuden siirto
- Closingin loppuunvienti

Jotta yrityskauppa voisi onnistua, on sen, asiantuntijan 1 mukaisiin, keskeisiin tekijöihin, verotuksen minimointiin ja luovutuksen muokkaamisen sopivaan kuntoon, kiinnitettävä huomiota. Yrityksen muokkaaminen tulee kyseeseen varsinkin, jos yritys on hyvässä kunnossa, jolloin se on niin kallis, ettei sitä saada myytyä. Yrityksen muokkaaminen on prosessi, joka vie aikaa ja puoli vuotta on verraten lyhyt aika. Kauppahintaa voidaan keventää joko yksityisotoilla tai osingonjaolla. Jakautuminen on myös tullut useasti eteen. Omistaja-yrittäjä voi ottaa esimerkiksi kiinteistöt itselleen ja vuokrata ne sitten takaisin yhtiölle. On tehty myös niin, että yritys on jaettu kahteen osaan, jolloin yrittäjälle on jäänyt finanssiyhtiö, josta on jaettu osinkoja, vaikka muita tuloja ei ole ollut kuin vuokratuloja. Tällaiset operaatiot ovat myös osa yrityskaupan rahoitusta. Asiantuntijan 2 mukaan keskeistä yrityskauppaprosessissa on se miten ostettavaa yritystä lähdetään kehittämään ostohetkestä eteenpäin. Tässä hyvänä apuna toimii liiketoimintasuunnitelma. Asiantuntijoiden 2 ja 3 mukaan tärkeää pk-yritysten yritysjärjestelyissä on myös, että myyjä olisi yrityksen toiminnassa mukana vielä hetken, jotta osaaminen saadaan siirrettyä uudelle omistajalle. Myös Juutilaisen (2005, 12) mukaan normaali käytäntö on, että myyjä sitoutuu kaupan jälkeen vähintään kolmen kuukauden opastusjaksoon yrityksessä.

Keskeistä yrityskaupassa, asiantuntijoiden 1, 3 ja 4 mukaan, on myös ostettavan yrityksen haltuunotto. Se miten ostetun liiketoiminnan tai yrityksen ottaa haltuun eli integroi omaan yritykseen. Tässä voidaan tehdä virheitä arvioimalla väärin omia aineellisia sekä

henkisiä resursseja. Tärkeää on, että ostettu yritys saadaan integroitua riittävän nopeasti. Vaikka integroinnissa olisi vaikeuksia, ei se kuitenkaan tarkoita, ettei kauppa voisi olla kannattava. Integroinnin vaikeuksista hyvänä esimerkkinä voidaan pitää Sampo Pankin it-järjestelmän integrointia Tanskalaisen emoyhtiönsä Danske Bankin järjestelmään. Asiantuntijoiden 1 ja 3 mukaan tärkeää yrityskaupan onnistumisen kannalta on myös se, että ostettava yritys liittyy omaan strategiaan. Jos ostetaan työpaikka (yrittäjänäkökulma), osaaminen pitää olla jo olemassa. Jos ostetaan lisää liiketoimintaa, keskeistä on arvioida markkinoiden kehitystä sekä synergiaa. Jos ennen kauppaa ei ole riittävän tarkasti tutkittu kohdetta ja on yliarvostettu sen tuotteita tai palveluita, eivätkä markkinat kehitykään niin kuin oli ajateltu, maksetaan yrityksestä helposti liikaa. Asiantuntijan 3 mukaan edellä mainitut huutokaupat, joita investointipankit järjestävät, saattavat johtaa siihen, että se joka yrityksen lopulta ostaa, maksaa liikaa. Syynä tähän on yksinkertaisesti huutokaupan luonne. Kun paikalla on paljon sijoittajia ja into tehdä sijoituksia on kova, hinta nousee helposti.

Yrityskauppojen rahoittajana, asiantuntijan 1 kokemuksen mukaan, toimii pääsääntöisesti Finnvera tai pankki. Pankkien myöntämä luotto yrityskauppaan pitää pystyä maksamaan pois noin 3 – 5 vuodessa. Näin kauppahinnan testaaminen on yksinkertaista. Asiantuntija 2 toteaa, että rahoitus on tärkeä, koska yrittäjillä ei useinkaan löydy tarpeeksi omaa pääomaa kaupan rahoitukseen, jolloin ensimmäiseksi tulee vastaan vakuuskysymys eli löytyykö yrittäjältä tarpeeksi vakuuksia pankkilainaan. Pankit korostavat monesti vakuuksia ja takaajia, mutta eivät välitä siitä mikä on liiketoiminnan kannattavuus. Asiantuntijan 2 kokemuksen mukaan Finnvera on paljon tarkempi kannattavan liiketoiminnan arvioinnissa. Asiantuntijoiden 3 ja 4 mukaan teolliset yritykset rahoittavat kaupat pääsääntöisesti käteisellä ja pankkilainalla. Yleistä on myös, että käteishintaan lisätään jokin jälkikauppahintamalli, jolla kokonaishintaa myöhemmin tarkastetaan. Tämä lisämaksu voi olla tietty osuus yhtiön tuloksesta. Yleistä on rahoittaa kauppa myös osakevaihdolla, jolloin osakkeet, rahan sijaan, vaihtavat omistajaa. Asiantuntija 3 mainitsee myös välirahoituksen yrityskauppojen rahoituskeinona. Tätä mahdollisuutta käyttävät useasti pääomasijoittajat. Välirahoitus eli erilaiset rahoitusinstrumentit ovat kuitenkin kalliimpi rahoitusmuoto kuin muut edellä mainitut.

Yrityskauppaprosessia vaikeuttavana tekijänä, asiantuntijoiden 1 ja 2 mukaan se, on yrittäjien taipumus suhtautua tunteilevasti yritykseensä. Kun yrittäjä on työskennellyt pitkään, hän haluaa yrityksestään kovan hinnan eikä näe sitä mikä yrityksen realistinen

arvo on. Tässä yrityskauppaprosessia helpottaa, jos yrittäjän odotukset ovat oikeassa suhteessa markkinoiden tarjontaan. Yrityskauppojen asiantuntija voi auttaa odotusten saattamisessa oikealle tasolle, jonka ostajat sitten voivat hyväksyä. Asiantuntijan 2 mukaan yrityskaupan toteutusta vaikeuttaa myös suunnittelun puute. Hänen mukaan yrittäjät eivät yleensäkaan suunnittele yrityskauppaa etukäteen, vaan tekevät työtä niin pitkään kuin jaksavat ja sitten yritys pitäisi saada heti kaupaksi. Tällöin kauppaa vaikeuttaa erityisesti se, että yrittäjä ei jaksakaan enää, jonka seurauksena yrityksen kannattavuus on laskenut. Ja vaikka yritys olisikin kannattava, voi useampi ostaja käydä tutustumassa ostettavaan yritykseen ennen kuin kukaan ostaa. Myös epärealistiset hintapyynnöt hidastavat yrityskaupan toteutumista. Asiantuntijan 3 mukaan konsulttia tarvitaan myös tuottamaan materiaalia ostajan päätöksenteon tueksi. Konsultit käyvät materiaalin läpi etukäteen, jotta se on selkeässä muodossa. Asiantuntijan 3 mukaan pk-yritykset harvemmin palkkaavat investointipankkia toteuttamaan yrityskauppaa. Asiantuntijat 1, 3 ja 4 toteavat, että yrityskaupan toteutusta helpottaa, jos kaupan kohteena oleva yhtiö on hyvin hallinnoitu. Tällä tarkoitetaan sitä, että sopimukset ja muut asiakirjat löytyvät ja taloushallinto on kunnossa. Myyjän kannalta on olennaista, että taloushallinto on kunnossa, koska sen korjaaminen vie aikaa ja se saattaa vaikuttaa myös kauppahintaan, jos tilinpäätöksiin ja ennusteisiin ei voida luottaa.

4.3. Kauppahinta ja arvonmääritys

Historialliset tilinpäätöstiedot ovat lähtökohtana kauppahinnan asettamiselle ja siten tulevaisuuden arvioinnille. Tämän toteavat myös kaikki haastattelemi asiantuntijat. Asiantuntijan 1 mukaan historiallisia tilinpäätöstietoja pitäisi katsoa taaksepäin noin 5 vuoden ajalta. Tätä auttaa se, että pankeilta löytyvät analyysit 5 edelliseltä vuodelta. Asiantuntija 2 mukaan tilinpäätöstietoja vaaditaan 3 edelliseltä vuodelta. Asiantuntijoiden 1 ja 3 mukaan keskeistä on tilinpäätöksen informaation oikeellisuuden varmistaminen ja oikaisujen tekeminen. Asiantuntijan tehtävä on selvittää, ovatko tilinpäätös ja kustannusrakenne kohdallaan sekä huolehtia siitä, että kertaluonteiset erät poistetaan. Tätä tietenkin helpottaa, jos yrityksellä on hyvin hoidettu laskentatoimi, jolloin tilinpäätökset antavat mahdollisimman oikean kuvan varsinaisesta liiketoiminnasta.

Palkat ovat asiantuntijoiden 1, 2 ja 4 mukaan yleisin oikaisua vaativa tilinpäätöserä. Yrittäjä voi nostaa osinkoja eikä kirjauta palkkoja, jolloin tuloslaskelma saattaa näyttää

hyvää nettotulosta. Kun tehdään oikaisu käypiin arvoihin, muutos voi olla suuri. Asiantuntijoiden 2 ja 4 mielestä palkkakorjauksen pitää olla sen suuruinen kuin, jos tekisit työtä jollekin toiselle. Asiantuntijan 1 mukaan oikaisua voi vaatia myös vuokrat. Toimitilat voivat olla yrittäjän omistuksessa, jolloin pitää tarkistaa ovatko vuokrat käypäisiä. Asiantuntijan 2 mukaan yrittäjä on voinut maksaa myös eläkevakuutusta. Eläkevakuutusmenot on oikaistava palkkakirjausten mukaisiksi. Tämän lisäksi tase-erät on oikaistava. Asiantuntijan 2 mukaan kiinteistöjen ja käyttöomaisuuden arvot vaativat oikaisua, koska kiinteistöt voivat olla taseessa aliarvostettuina ja käyttöomaisuus yliarvostettuna. Taseessa voi olla myös arvottomia myyntisaamisia sekä vaihto-omaisuutta. Asiantuntijan 4 mukaan myös satunnaiset erät on oikaistava, koska ne eivät ole jatkossa vaikuttamassa tulokseen.

Tilinpäätösten oikaisujen lisäksi myös yrityskaupan tuottovaatimus on määriteltävä. Tuottovaatimuksen suuruuteen, asiantuntijan 1 mukaan, vaikuttaa toimialan luonne. Jos toimiala on vakaa, silloin käytetään pienempää tuottovaatimusta. Sen sijaan, jos toimiala on epävarma, jonka kehityksestä ei oikein tiedetä ja kasvupyrkimykset ovat kovat, on tuottovaatimus suurempi. Yleensä tuottovaatimus on noin 10 – 20 % sen mukaan onko kyseessä vakiintuneempi vai riskialttiimpi toimiala. Mukana on usein myös toimialatuntemuksen ja kokemuksen mukana tullutta sormituntumaa tuottovaatimuksen tasosta. Saman totesi myös asiantuntija 3. Pienyritysten edustajana asiantuntija 2 totesi, ettei tuottovaatimusprosentteja lasketa vaan yrityksiin lähdetään yrittäjiksi, jolloin tuottovaatimusta oleellisempaa on se, missä ajassa kauppahinta saadaan voittoina takaisin. Tavallisimmin kauppahinta pitäisi pystyä kattamaan kohtuullisessa ajassa, noin 3 - 5 vuodessa. Asiantuntijoiden 3 ja 4 mukaan pääoman tuottovaatimuksen perustana isoissa yrityksissä on WACC laskelma. Tästä vieraan pääoman tuottovaatimus on helpompi laskea ja oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämisen avuksi on olemassa erilaisia julkisia lähteitä, joiden avulla voi arvioida yksityisen yrityksen oman pääoman tuottovaatimuksen.

Perinteisesti yrityksen arvonmääritys perustuu tulevaisuuden kassavirtojen diskonttaamiseen nykyhetkeen, mutta eräänlaisia nyrkkisääntöjäkin löytyy. Asiantuntijoiden 3 ja 4 mukaan yrityksen tällainen arvostus on aina jollain tavalla liitoksissa siihen mikä on yritysten yleinen arvostustaso. Asiantuntijan 4 mukaan kauppahinta on tällaisessa tapauksessa aika usein $5 - 8 * \text{EBIT}$ ja asiantuntijan 3 mukaan $7 - 8 * \text{käyttökate}$ tai $5 * \text{liikevoitto}$. Tällaisesta arvostuksesta käytetään nimitystä vertailuyhtiöanalyysi ja asiantuntijan 3 mukaan tällaiset kertoimet ovat kuitenkin hieman vaarallisia ja niitä tulee

lähestyä vain toimialakohtaisesti. Juutilaisen (2005, 12) mukaan eräänlaisena nyrkkisääntönä yrityksen arvonmäärityksessä voidaan pitää myös viiden edellisen vuoden nettotulosta.

Jos vertailuyhtiöanalyysiä ei pitäisi tehdä kuin toimialakohtaisesti, ei arvonmääritystään pitäisi tehdä toimialalla, jota ei tunne. Asiantuntijan 1 mukaan toimialatuntemus on tärkeää ja arvonmääritys toimialalla, jota ei tunne, menee melko varovaiseksi. Toimialatuntemuksen pitää siis näkyä arvonmäärityksessä. Pitäisi miettiä sitä meneekö yrityksellä toimialan kehityksen mukaisesti ja jos ei, niin miksi. Ovatko syyt sellaisia, että ne ovat vaikuttamassa tulevaisuuteen? Asiantuntijan 4 mukaan ostaja on yleensä samalta toimialalta ja tuntee siksi kohdeyrityksen markkinan. Jos ostettavan yrityksen johto sanoo odottavansa seuraavalta vuodelta tiettyä kasvua ja katetasoa, niin ostajalla on yleensä hyvä käsitys siitä onko se realistista vai ei. Ostajalla tulee olla myös joku käsitys synergioista. Siitä tuottaako ostettava yritys integroituna paremmin kuin se erillään olisi tuottanut.

Nykyisin yrityksen arvostus perustuu vapaan kassavirran mukaiseen arvoon. Siitä käytetään myös nimitystä free cash flow -malli eli FCF -malli. Vapaan kassavirran mallissa oikaistujen historiallisten tilinpäätösten perusteella ennustetaan tulevaisuuden vapaata kassavirtaa ja diskontataan ne pääoman tuottovaatimuksella nykyhetkeen. Tästä käytetään myös nimitystä tuottoarvo. Kaikki asiantuntijat mainitsivat tuottoarvon nykyaikaisen arvonmäärityksen perustana. Tuottoarvo muodostaa yrityksen maksimihinnan ja pohjainnaksi lasketaan yrityksen substanssiarvo. Asiantuntijat 1 ja 2 korostavat substanssiarvon määrityksessä omaisuuden käypää arvoa, etenkin varaston ja käyttöomaisuuden. Ne pitää pystyä tarvittaessa muuttamaan rahaksi. Tämän jälkeen katsotaan onko yrityksessä tuottoarvoa. Monesti pienyritysten kohdalla ei jää tuottoarvoa, kun tuloslaskelman oikaisun yhteydessä tehdään palkkakorjaukset, vaan yrittäjä saa elantonsa yritystoiminnasta. Asiantuntija 2 halusikin painottaa, että ei ole järkeä lähteä ostamaan itselleen työpaikkaa, jos mitään ei jää lainan maksuun. Asiantuntijan 1 mukaan välillä tulee vastaan tapauksia, joissa nettovarallisuuden arvo on suurempi kuin tuottoarvo. Tällöin kaupan kohdetta joudutaan jalostamaan ja se on usein aikaa vievä projekti. Pelkkä omaisuuden myyminen ei riitä vaan myös tulos pitää saada kuntoon. Tämä voi vaatia myös uutta liikkeenjohdollista osaamista. Asiantuntijan 1 mukaan usein on myös niin, että mitään ihmeellistä arvo ei oikeasti ole, mutta jotain yrittäjän elämäntyöstä pitää kuitenkin maksaa, jolloin substanssin päälle lasketaan jokin goodwill. Asiantuntijan

3 mukaan tuottoarvo ja substanssiarvo muodostavat kauppahinnan rajat, mutta lopullinen kauppahinta on aina neuvottelujen tulos. Kauppahinta riippuu myös sopimuksen ehdoista.

5 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää onko arvonmäärityksellä merkitystä pk-yritysten yrityskauppatilanteessa.

Kuten teoriassa, myös asiantuntijoiden haastatteluissa tuli selväksi, että yleisin tapa tehdä yrityskauppa on liiketoiminta- eli substanssikauppa tai osakkeiden ja osuuksien kauppa. Yrityskaupan muoto on usein riippuvainen kaupan syistä, jotka taas ovat sidoksissa yrityksen kokoon. Yrityskauppojen yleisimpiä syitä tarkastellessa syntyi selvää eroa sen perusteella, oliko kyse pk-yritysten vai suurten yritysten kaupoista. Pienemmissä yrityksissä syyt ovat yleisesti yrittäjän ikääntyminen ja sukupolvenvaihdos. Näin ollen pienten yritysten kaupoissa on kyse lähinnä työpaikoista, jolloin koko yrityksen omistus siirtyy toisalle. Vastaavasti isompien yritysten kauppojen syyt ovat bisnesmäisempiä, enemmän strategiaan sidoksissa, jolloin laajentuminen voi tapahtua ostamalla lisää liiketoimia tai ostamalla kokonainen yritys. Liiketoimien sijaan voidaan ostaa myös asiakkaita, markkina-alueita tai osaamista. Osaamisen ostaminen voi tulla kyseeseen erityisesti asiantuntijayritysten kohdalla. Tällöin on mietittävä, kannattaako ostaa yritystä, jossa osaaminen keskittyy yhteen tai useampaan henkilöön, koska ei ole varmuutta, että asiakkaat seuraavat uutta omistajaa. Jos yritys ostetaan sen vuoksi, että sen henkilökunta halutaan itselleen, on verrattava kyseisten henkilöiden palkkaamisen kustannuksia koko yrityksen ostamiseen.

Yrityskaupan muodon lisäksi rahoitus vaikuttaa selkeästi kaupan toteutukseen. Rahoitus on usein sidoksissa myös kauppahintaan. Erityisesti pienissä yrityksissä, jotka ovat yrittäjävetoisia, ei omistaja-yrittäjällä välttämättä ole tarpeeksi omaa pääomaa, jolla koko kauppa voitaisiin rahoittaa. Näin ollen rahoitusta on haettava muualta ja pk-yritysten rahoittajana toimivat usein Finnvera tai pankki. Haastatteluissa tuli selväksi, että rahoittaja haluaa luoton takaisin noin 3-5 vuodessa. Tämä rajaa siis selkeästi myös kauppahintaa, kun ostettavan yrityksen pitää pystyä tekemään tulosta niin, että pystyy maksamaan luoton takaisin 3-5 vuodessa. Näin kauppahinta rajautuu 3-5 vuoden nettotulokseen. Usein, isojen yritysten kaupoissa, oman ja vieraan pääoman lisäksi on mahdollista käyttää erilaisia välirahoitusinstrumentteja. Kauppa voidaan rahoittaa myös osakevaihdolla. Yritysjärjestelyt liittyvät yrityskauppoihin siten, että niiden avulla yritystä voi-

daan muokata luovutuksen kannalta sopivaan muotoon. Haastatelluista asiantuntijoista asiantuntija 1 mainitsi luovutuksen (yrityksen) muokkaamisen keskeisenä yrityskaupan osatekijänä. Muokkaaminen vaikuttaa erityisesti toiseen yrityskaupan osatekijään, verotukseen. Keskeistähän on verotuksen minimointi. Muokkaamalla yritystä ennen kauppaa, voidaan siis vaikuttaa verotukseen, mutta ennen kaikkea hintaan ja siihen, että kauppa toteutuu. Myymällä ostajan kannalta epäolennainen omaisuus yrityksestä tai irrottamalla se jakautumalla omaksi yritykseksi, saadaan kauppahintaa alaspäin ja näin ollen vaikutetaan kaupan toteutumiseen, kun hinta ostajan tai rahoittajan kannalta asettuu hyväksyttävälle tasolle.

Yrityskaupassa substanssin muokkaaminen, niin että ostaja on sen valmis ostamaan, on vain osa kauppahintaa. Nykyaikaisen arvonmäärityksen perusteena, kun on kassavirtaperusteinen arvonmääritys. Tästä on esimerkkinä vapaan kassavirran malli kappaleessa 3.2.2. Myös kaikki asiantuntijat mainitsivat tulevien kassavirtojen diskonttaamisen nykyhetkeen yritysten hinnoittelun perusteeksi. Asiantuntijat käyttivät tästä myös nimitystä tuottoarvo, jota on käsitelty kappaleessa 3.1.1. Pohjahinnaksi lasketaan kuitenkin substanssiarvo. Näin ollen tutkielmassa esiteltujen lisäarvomallin ja osinkoperusteisen mallin käyttö eivät saaneet haastatteluissa vahvistusta.

Francisin ym. (2000, 45 – 70) mukaan lisäarvomalli on kuitenkin tarkin. Lisäarvomallin vahvuus perustuu siihen, että siinä diskontataan tulevia lisävoittoja jo olemassa olevan tasesubstanssin lisäksi, jolloin myös pääomakustannukset otetaan huomioon. Se että jo olemassa oleva tasesubstanssi huomioidaan, tekee arvonmäärityksestä kestävämmän, koska yrityksen arvoprofiili, se kuinka paljon arvo koostuu jo olemassa olevista voitoista, painottuu enemmän tasesubstanssiin kuin tuleviin lisävoittoihin. Lisäarvomallin etuna on myös se, että siinä huomioidaan pääomakustannukset, jolloin siis diskontataan vain tulevia lisävoittoja. Mallin ongelmana on kuitenkin tulevien voittojen harkinnanvaraisuus. Lisävoittojen määrittäminen ulkopuolisen ostajan tai investointipankin toimesta ei ole mitenkään helppoa. Voittojen laskemiseen liittyy aina harkinnanvaraisuuksia, koska tuottoja ja kuluja voidaan jaksottaa.

Osinkoperusteista mallia voisi verrata asiantuntijoiden 3 ja 4 mainitsemaan vertailevaan arvonmääritykseen, jossa tunnuslukujen perusteella yrityksiä verrataan toisiinsa. Osinkoperusteisen mallina ongelmana on se, että siinä diskontataan nykyhetkeen tulevia osinkoja eikä ole mitenkään varmaa, että yritys tulevaisuudessa maksaa osinkoja. Li-

säksi osinkoperusteinen malli rajautuu vain osakeyhtiöiden arvonmääritykseen. Koska tulevista osingoista ei siis ole varmuutta, antaa maksettujen osinkojen suhteuttaminen yrityksen hintatasoon paremman mahdollisuuden vertailla yhtiöitä keskenään. Tästä tosin muodostuu se ongelma, että kyseistä tunnuslukua, osinkotuottoa, ei voida laskea yksityisille osakeyhtiöille vain ainoastaan julkisille. Lisäksi asiantuntijoiden 3 ja 4 mainitsemat vertailuarvot perustuvat käyttökatteeseen tai liikevoittoon, jolloin niiden vertaaminen osinkotuottoon ei ole mielekäästä, vaikka yhtiöiden vertaaminen toisiinsa pelkän osinkotuoton perusteella olisi. Tällaista vertailuyhtiöanalyysiä en ole käsitellyt tutkielmassani, koska Lindellin (1997, 211) mukaan vertaileva arvostus ei sovi yrityksen arvonmääritykseen, jos yritys on kaupan kohteena. Lisäksi asiantuntijan 3 mukaan tällaisten kertomien vertaileminen on hieman vaarallista ja niitä tulee lähestyä vain toimialakohtaisesti. Tunnuslukujen laskemisesta yhtiökohtaisesti käytetään myös nimitystä tunnuslukuanalyysi, josta on tarkemmin kappaleessa 3.1.3. Tunnuslukuanalyysi tehdään tilinpäätösten oikaisujen jälkeen ja on siten enemmän väline, kun arvioidaan yrityksen tulevia kassavirtoja.

Yrityksen arvonmääritys perustuu siis tulevien kassavirtojen diskonttaamiseen nykyhetkeen. Kassavirtojen perusteena ovat oikaistut tilinpäätökset, jotka asiantuntijoiden sekä Lindellin (1997, 205) ja Bergrothin (1994, 369) mukaan tarvitaan 3 – 5 edelliseltä vuodelta. Laitinen (2002, 89) suosittelee tutkimaan yrityksen tilinpäätöstietoja 6 – 8 vuoden ajalta ja Copeland ym. (2000, 173) viimeiseltä 10 vuodelta. Tällaiset suositukset perustuvat siihen, että havaitaan, jos yrityksen strategiassa on tapahtunut selkeitä muutoksia. Analysoinnin tarvetta näin pitkältä ajalta voi epäillä, koska vastaavan pituisen ennusteen tekeminen tulevaisuuteen tarkkana on epävarmaa. Erityisesti pk-yrityksissä yleisimmiksi oikaisua vaativiksi eriksi osoittautuivat palkat ja vuokrat. Palkkojen korjaaminen suuremmissa yrityksissä voi olla harvinaisempaa, koska niissä omistus ja johto ovat useimmiten erillään. Vuokrien oikaisemiseen vaikuttaa paljon se, toimiiko yritys omissa, vuokratuissa tai omistaja-yrittäjän omistamissa tiloissa. Nykyaikana on kuitenkin varsin yleistä, että yritys toimii vuokratiloissa, jos kiinteistön omistus ei kuulu sen ydinliiketoimintaan. Näin ollen vuokrat eivät välttämättä tarvitse oikaisua.

Olellainen tekijä arvonmäärityksessä on myös tuottovaatimus. Kirjallisuudessa tuottovaatimuksen käsite painottuu paljon painotettuun pääoman tuottovaatimukseen eli WACC sekä Sharpen (1964, 425 - 426) esittelemään Capital Asset Pricing – malliin, jolla määritetään oman pääoman tuottovaatimus. Asiantuntijoiden haastattelujen perus-

teella tuottovaatimus yrityskaupoissa liikkuu 10 – 20 % välillä ja asiantuntijan 2 mukaan pienissä yrityksissä ei tuottovaatimusta lasketa, koska tärkeämpää on se, että yritys pystyy maksamaan velkansa takaisin määrättyssä ajassa. Isoissa yrityksissä WACC laskelmat ovat käytössä, minkä ymmärtää siksi, että niiden oman pääoman tuottovaatimukseen on useasti pörssissä noteerattuja julkisia verrokkeja. Asiantuntijoiden toteamat pääoman tuottovaatimukset ovat samansuuruisia Ahon (2004, 26) ja Pasosen ym. (2000, 64) arvioihin. Heidän arviot pääoman tuottovaatimuksesta liikkuvat 10 – 40 %. Liljeblomin ja Vaihekosken (2004) näkemykset siitä, että pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen suomalaisissa yrityksissä perustuu paljolti myös kokemukseen eli tuntuun tuottovaatimuksen tasosta, saivat vahvistusta myös asiantuntijoilta. Tällainen tuntuun perustuva tuottovaatimuksen taso voi perustua myös siihen, että yritykset odottavat investoinneiltaan tietyn tasoista tuottoa, jota sovelletaan myös yrityskauppoihin. Tällöin mitään tarkempia laskelmia ei tarvita, kun tuottovaatimus muodostuu suoraan tavoitteiden mukaan.

Tekemieni havaintojen pohjalta voin todeta, että yrityskauppa on aikaa vievä ja osaaamista vaativa projekti. Aikaa menee sitä enemmän, mitä vähemmän kauppaa on valmisteltu. Valmistelussa asiantuntijoista on apua, koska heillä on osaaminen. He vievät prosessia eteenpäin ja pitävät sen kasassa. Näin yrittäjä tai yrityksen johtaja, jotka muutenkin ovat kiireisiä, saavat keskittyä liiketoimintaan. Yrityksen arvonmäärittäminen prosessina vaatii osaamisen lisäksi näkemystä. Arvonmäärittäminen sijasta lienee parempi puhua arvoennustamisesta, sillä nykyaikaiset teoreettiset arvonmäärittämismallit perustuvat tulevien kassavirtojen ennusteisiin, joten arvonmäärittäminen ei missään tilanteessa ole mitenkään varmaa. Arvonmäärittäjälle ei riitä, että hän tuntee arvonmäärittämisen perusmenetelmät, vaan menetelmien lisäksi on tunnettava arvonmäärittämisen kohteena oleva yritys, kyseinen toimiala sekä yrityksen, toimialan ja talouden yleiset tulevaisuudennäkymät. Lisäksi on hyvä tuntea millainen johto yrityksellä on. Kun kaikki tämä on hallinnassa, voi tehdä 'koulutetun arvauksen' yrityksen tulevaisuudesta ja määrittää yritykselle arvon. Tätä arvausta yrittäjäpohjaisten pk -yritysten kohdalla helpottaa ainakin se, että niiden hinta on sidoksissa velkaan, joka pitää pystyä maksamaan takaisin 3 – 5 vuodessa. Kun vielä huomioidaan asiantuntijan 1 toteamus siitä, että usein yrityksillä ei ole mitään ihmeellistä arvoa, vaan jotakin yrittäjän elämäntyöstä pitää maksaa substanssin päälle, niin arvonmäärittämiselle ei vaikuttaisi olevan suurta merkitystä pk-yritysten arvonmäärittämisessä yrityskauppatilanteessa.

Mahdolliset jatkotutkimukset

Olennainen osa yrityskauppaa on kaupan sopimus. Koska sopimuksen tekemisen käsitteleminen liittyy osittain kauppaoikeuden piiriin ja koska aihe on niin laaja, että siitä olisi voinut kirjoittaa oman tutkimuksen, en ole käsitellyt yrityskaupan sopimuksen tekemistä tässä tutkielmassa omana kappaleena. Paikoitellen sopimuksen tärkeyteen kuitenkin viitataan. Lisäksi tutkimisen arvoista olisi oman pääoman palautuksen eli osinkojen vähennysoikeuden myöntämisen vaikutus yritysten arvoon, pääomaraken- teeseen ja kotimaiseen omistajuuteen etenkin pörssiyrityksissä. Koska vieraan pää- oman palautukset eli korot saadaan vähentää kulueränä tuloslaskelmassa, asettaa tä- mä oikeus vieraan pääoman rahoittajat edullisempaan asemaan oman pääoman rahoit- tajiin nähden. Tämä suosiollisuus toteutuu erityisesti yrityksen konkurssitilanteessa. Siksi pääomien antajat tulisi asettaa samaan asemaan ja täten tutkia sen vaikutuksia yritysten arvoon ja omistajuuteen. Tosin tämä vaatisi lakimuutoksen toteutumista, jonka jälkeen voisi tutkia mahdollisia muutoksia yrityksissä.

LÄHTEET

- Aho, T. 2004. Yrityksen kassavirtaperusteinen arvonmääritys. Tilintarkastus 2, 23 – 28.
- Bergroth, M. 1994. Yrityskaupan suunnittelu ja yrityksen arvonmääritys. Tilintarkastus 5, 367 – 374.
- Blomquist, L., Blummé, N. & Simola, A-M. 1997. Due diligence ja arvonmääritys yritys-
kaupoissa. Helsinki: KHT-yhdistyksen palvelu.
- Blomquist, L., Blummé, N., Lumme, E., Pitkänen, T. & Simonsen, L. 2001. Due diligen-
ce osana yrityskauppaa. Helsinki: KHT-Media.
- Blummé, N., Pitkänen, T., Raunio, M. & Äärilä, L. 2001. Yritystoiminnan uudelleenjär-
jestely. Helsinki: KHT-Media.
- Brealey, R. & Myers, S. 2003. Principles of Corporate Finance. 7th edition. McGraw-Hill.
- Böckerman, P. & Lehto, E. 2006. Enemy of Labour? Analysing the Employment Effects
of Mergers and Acquisitions. Saatavilla www-muodossa: <URL:
<http://ssrn.com/abstract=929066>> (Luettu 10.6.2008).
- Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. 2000. Valuation: measuring and managing the
value of companies 3rd edition. New York: John Wiley & Sons.
- Copeland, T. E. & Weston, J. F. 1983. Financial theory and corporate policy. 2nd edi-
tion. Addison-Wesley.
- Drury, C. 2004. Management and cost accounting. Sixth edition. London: Thomson
Learning.
- Eskola, J. & Suoranta, J. 1998. Johdatus laadulliseen tutkimukseen. 3. painos. Tam-
pere: Vastapaino.
- Fernández, P. 2004. Company valuation methods. The most common errors in valua-
tions. Saatavilla www-muodossa <URL: <http://ssrn.com/abstract=274973>>
(Luettu 12.7.2006).
- Finnvera. Omistajanvaihdoksen keinot. Saatavilla www-muodossa <URL:
<http://www.finnvera.fi/index.cfm?id=1587>> (Luettu 18.6.2008).
- Francis, J., Olsson P. & Oswald D. R. 2000. Comparing the Accuracy and Explainability
of Dividend, Free Cash Flow and Abnormal Earnings Equity Value Esti-
mates. Journal of Accounting Research. Vol. 38, No. 1, 45 – 70.
- Hirsjärvi, S. & Hurme, H. 2000. Tutkimushaastattelu. Teemahaastattelun teoria ja käy-
töntö. Helsinki: Yliopistopaino.

- Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 1997. Tutki ja kirjoita. 6. painos. Helsinki: Kirjayhtymä.
- Honko, J. 1979. Investointien suunnittelu ja tarkkailu. Viides painos. Porvoo: WSOY.
- Honko, J., Prihti, A. & Virtanen, K. 1982. Yrityksen investointiprosessin kriittiset kohdat. Joensuu: Pohjois-Karjalan Kirjapaino.
- Immonen, R. & Lindgren, J. 2006. Onnistunut sukupolvenvaihdos. 2. painos. Helsinki: Talentum Media.
- Juutilainen, J. 2005. Joka kolmas hakee selvää ylihintaa. Savon Sanomat 22.12.2005, Talous, 12.
- Järvenoja, M. 2003. Yritysjärjestelyjen verotus. Helsinki: WSOY.
- Kallunki, J-P. 2000. Tilinpäätösinformaation käyttö yrityksen arvonmäärittämisessä. Liiketaloudellinen aikauskirja 4, 582 – 588.
- Kallunki, J-P., Kytönen, E. & Martikainen, T. 1998. Uusi tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Talentum.
- Kallunki, J-P., Martikainen, T. & Niemelä, J. 1999. Yrityksen arvonmäärittäminen. Helsinki: Kauppakaari.
- Kallunki, J-P. & Niemelä, J. 2004. Uusi yrityksen arvonmäärittäminen. Helsinki: Talentum.
- Karppinen, T., Leppiniemi, J., Mattila, P. & Pipatti, M. 1986. Yrityskauppaopas. Helsinki: Kauppalehti Business Books.
- Kauppa- ja teollisuusministeriö 2007. Yrittäjyyskatsaus. Saatavilla [www-muodossa <URL: http://www.tem.fi/files/18151/Yrikatsaus2007_Hyrsky_uusi.pdf>](http://www.tem.fi/files/18151/Yrikatsaus2007_Hyrsky_uusi.pdf) (Luettu 28.5.2008).
- Kidwell, D., Peterson, R. & Blackwell, D. 2000. Financial institutions, markets and money. Seventh edition. Orlando: Harcourt.
- Kirjanpitolaki. 1997/1336. Saatavilla [www-muodossa <URL: http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1997/19971336 >](http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1997/19971336) (Luettu 9.2.2007).
- Laitinen, E. K. 1990. Konkurssin ennustaminen. Alajärvi: Vaasan Yritysinformaatio.
- Laitinen, E. K. 2002. Strateginen tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Kauppakaari.
- Laki elinkeinotulon verottamisesta. 1968/360. Saatavilla [www-muodossa <URL: http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1968/19680360>](http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1968/19680360) (Luettu 3.6.2008).
- Leppiniemi, J. 1999. Omaisuuden arvo. Helsinki: Kauppakaari.
- Leppiniemi, J. 2002. Rahoitus. 3. painos. Helsinki: WSOY.

- Liljeblom, E. & Vaiheskoski, M. 2004. Investment Evaluation Methods and Required Rate of Return in Finnish Publicly Listed Companies. *Liiketaloudellinen aikakauskirja* 53, 9 – 24.
- Lindell, G. 1997. Yrityksen arvonmääritys. *Tilintarkastus* 3, 203 – 212.
- Manninen, P. 2001. Yritys vaihtaa omistajaa. Sukupolvenvaihdos ja yrityskauppa käytännössä. Helsinki: WSOY.
- Megginson, W. L. 1997. *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley.
- Miettinen, T. 2004. Veron minimointi yritysjärjestelyissä. Helsinki: Helsingin kauppakorkeakoulu.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. Vol. 48, 261-297.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. 2004. *Tilinpäätösanalyysi*. 2. painos. Helsinki: Edita.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. 2003. *Yritysrahoitus*. 3.painos. Helsinki: Edita.
- Nummenpää, T. 2007. Synergiat yrityskaupoissa. Saatavilla [www-muodossa](http://www.finantec.fi/esittely/documents/Synergiatyryskaupoissa.pdf) <URL: <http://www.finantec.fi/esittely/documents/Synergiatyryskaupoissa.pdf>> (Luettu 14.8.2008)
- Osakeyhtiölaki. 2006/624. Saatavilla [www-muodossa](http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624) <URL: <http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624>> (Luettu 9.7.2008).
- Ossa, J. 2005. Sukupolvenvaihdoksen oikeudellinen sääntely. Teoksessa J. Heinonen (toim.) *Yrityksen sukupolven- ja omistajanvaihdos*. Helsinki: Tietosanoma, 62 – 119.
- Paavola, U., Torppa, P. & Lumijärvi, O-P. 1997. Miten lisätä yrityksen arvoa – menetelmiä omistajien tuotto-odotusten toteuttamiseksi. Porvoo: WSOY.
- Pasonen, E., Hiltunen, M. & Turunen, H. 2000. *Miten myyn yritykseni*. Helsinki: Kauppakaari.
- Prihti, A. 1980. *Yrityksen saneeraus ja toiminnan uudelleensuuntaus*. Espoo: Weilin + Göös.
- Rappaport, A. 1998. *Creating shareholder value. A guide for managers and investors*. 2nd edition. New York: The Free Press.
- Sharpe, W.F. 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*. Vol. 19, 425 – 442.
- Siikarla, P. 2001. *Onnistunut yrityskauppa ja sukupolvenvaihdos*. Helsinki: Yrityskirjat.
- Tamminen, R. 1993. *Tiedettä tekemään!* Jyväskylä: Gummerus.

- Tenhunen, L. & Werner, R. 2000. Yrityskaupan käsikirja. 3.painos. Helsinki: Tietosana.
- Tilastokeskus. 2006. Katsaus yrityksiin ja toimipaikkoihin. Saatavilla www-muodossa <URL: http://www.stat.fi/til/syr/2006/syr_2006_2007-11-29_kat_001.html> (Luettu 18.6.2008).
- Tiusanen, J. 2003. Arvonmäärittämissä käytö ja merkitys yrityskauppatilanteessa. Jyväskylän yliopisto: Pro Gradu – tutkielma.
- Tuloverolaki. 1992/1535. Saatavilla www-muodossa <URL: <http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1992/19921535>> (Luettu 9.2.2007).
- Tuomi, J. & Sarajärvi, A. 2002. Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi. Helsinki: Tammi.
- Van Horne, J. C. 1995. Financial management and policy. 10th edition. Prentice Hall.
- Verohallinto 2004. Yrityksen sukupolvenvaihdos verotuksessa. Saatavilla www-muodossa URL:<http://www.vero.fi/default.asp?article=3135&language=FIN> (Luettu 26.4.2007).
- Viljanen, A. 1994. Rahoitusratkaisusta pk-yritysten yrityskaupoissa. Espoo: Almera.
- Virtanen, K. 1979. Yritysoston suunnittelu prosessina. Helsinki: Helsingin kauppa-keakoulu.
- Westling, A. 2007. Yrityskauppa prosessina. Saatavilla www - muodossa < URL: <http://www.ohjelmistoyrittajat.fi/Evli+Corporate+Finance+presentaatio+Ohje+imistoyritt%E4jille.pdf> > (Luettu 20.8.2007).

Haastattelut:

Asiantuntija 1.	30.6.2008
Asiantuntija 2.	7.7.2008
Asiantuntija 3.	13.8.2008
Asiantuntija 4.	13.8.2008

LIITE 1

Haastattelukysymykset

Soveltuvien osien: Tiusanen, 2003.

I TAUSTATIETOA ASIAANTUNTIJAYRITYKSESTÄ/YHTEISÖSTÄ JA HAASTATELTAVASTA

1. Millainen on yrityksenne rooli yrityskauppojen asiantuntijana?

- Yrityksenne organisaatio, liikevaihto ja henkilöstö lyhyesti kuvailtuna.
- Mikä on yrityksenne rooli yrityskauppojen asiantuntijatahona? Oletteko erikoistuneet tietynlaisiin yrityskauppoihin?
- Kuinka pitkään yrityksenne on toiminut alalla?

2. Millainen on oma taustanne (koulutus, työura)?

- Minkälaista asiantuntijatyötä teette yrityskauppojen yhteydessä?
- Miten pitkä kokemus Teillä on yrityskauppojen parissa?
- Kuinka monen yrityskaupan kanssa olette uranne aikana olleet tekemisissä?

II YRITYSKAUPPAMUODOT JA – PROSESSI

3. Kuvailisitko lyhyesti niitä taustatekijöitä, jotka vaikuttavat yrityskaupan toteutukseen?

- Millaisia yrityskauppoja tehdään? Voidaanko yrityskauppoja jaotella niiden tekotavan mukaan?
- Mitkä ovat mielestänne yleisimmät syyt yrityskauppoihin?

4. Millainen prosessi yleensä käydään läpi yrityskaupassa?

- Mitkä ovat prosessin päävaiheet? Onko tiettyjä vaiheita, jotka käydään jokaisessa yrityskaupassa läpi? Painotetaanko jotakin asiaa / joitain asioita yrityskaupassa?
- Mitkä asiat helpottavat ja mitkä vaikeuttavat yrityskaupan suunnittelua ja toteutusta?
- Vaativatko yrityskaupat jälkihoitoa?
- Mikä merkitys rahoituksella on yrityskauppatilanteessa? Miten yrityskauppa yleisimmin rahoitetaan?

5. Mitkä ovat mielestänne tärkeimmät syyt yrityskaupan epäonnistumiseen?

- Mitkä ovat tärkeimmät tekijät onnistuneessa yrityskaupassa?

III KAUPPAHINTA JA ARVONMÄÄRITYS, TILINPÄÄTÖSINFORMAATION MERKITYS

6. Mikä merkitys tilinpäätösinformaatiolla on kauppahinnan määrittelyssä?

- Miten kohdeyrityksen tilinpäätöstietoja käsitellään yrityksen arvonnäilyksen yhteydessä?
- Onko historiallisella tiedolla merkitystä?

7. Miten kauppahinnan määritystä tulisi lähestyä?

- Onko olemassa nyrkkisääntöjä kauppahinnan muodostukseen?
- Mikä merkitys tulevaisuuden ennustamisella on kauppahinnan määrittämisen yhteydessä? Onko ennustus toimialasidonnaista?
- Mikä merkitys pääoman tuottovaatimuksella on kauppahinnan määrittämisen kannalta? Perustuuko pääoman tuottovaatimus teoreettisiin malleihin vai käytännön ”peukalo” sääntöihin tai toimialatuntemukseen?

8. Miten yrityksen laskennallinen arvo määritetään?

- Käytetäänkö erilaisia arvonmäärittäsmalleja?