

**AINEETTOMAN PÄÄOMAN ARVONMÄÄRITYS
OSANA YRITYSKAUPAN
KOKONAISARVONMÄÄRITYSTÄ**

**Jyväskylän yliopisto
Kauppakorkeakoulu**

Pro gradu -tutkielma

2020

**Tekijä: Kristian Stenbacka
Oppiaine: Laskentatoimi
Ohjaaja: Antti Rautiainen**



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

TIIVISTELMÄ

Tekijä: Kristian Stenbacka	
Työn nimi: Aineettoman pääoman arvonmääritys osana yrityskaupan kokonaisarvonmääritystä	
Oppiaine: Laskentatoimi	Työn laji: Pro gradu -tutkielma
Aika (pvm.) 01.12.2020	Sivumäärä: 85
Tiivistelmä - Abstract	
<p>Nykyisessä tietotaito- ja teknologiavaltaisessa nopeasti muuttuvassa toimintaympäristössä aineettoman pääoman rooli korostuu entistä enemmän yritysten arvonmuodotuksessa ja kilpailuedun hankkimisessa. Yrityskauppojen taustalla on usein tarve hankkia aineettomia resursseja. Aineettoman pääoman roolin kasvettua yrityskaupan arvonmäärityksessä tulisi kiinnittää enemmän huomiota myös aineettoman pääoman arvonmääritykseen.</p> <p>Tämän pro gradu -työn tavoitteena on tutkia yrityksen arvonmääritysprosessia, aineettoman pääoman arvonmääritystä yrityskaupassa, aineettoman pääoman arvonmääritykseen käytettäviä menetelmiä ja IFRS-standardien vaikutusta aineettoman pääoman arvonmääritykseen. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys rakentuu yrityksen kokonaisarvonmäärityksestä yrityskaupassa, aineettoman pääoman arvonmäärityksestä ja arvonmääritysmenetelmistä sekä aineettomaan pääomaan liittyvistä IFRS-standardista. Tutkimuksen empiirinen aineisto koottiin haastattelemalla kuudessa haastattelussa seitsemää yrityskauppoihin ja arvonmääritykseen erikoistunutta asiantuntijaa. Haastattelut analysoitiin aineistolähtöisellä sisällönanalyysillä.</p> <p>Tutkimusten tulosten mukaan aineeton pääoma on yksi keskeinen yrityksen arvoajuri. Lisäksi IFRS-säädösten myötä aineettoman pääoman merkitys yrityskaupan arvonmäärityksessä on kasvanut. Aineettoman pääoman arvonmääritykseen keskeisesti liittyvä IFRS 3 -standardi on asettanut aineettoman pääoman arvonmääritykselle tietyt suuntaviivat, joiden pohjalta sen arvonmääritykselle on vakiintunut tiettyjä käytäntöjä. Aineettoman pääoman arvonmäärityksessä on tiettyjä eroavaisuuksia verrattuna yrityksen kokonaisarvonmääritykseen ja siinä käytetään aineettomille omaisuuserille ominaisia arvonmääritysmenetelmiä. Arvonmäärityksen haasteina ovat aineettomista omaisuuseristä niukasti saatava informaatio ja niiden moninaisuus sekä aineettomaan omaisuuteen liittyvän riskin huomiointi. Aineettoman pääoman arvonmäärityksen ansiosta yrityskaupan arvonmäärityksen läpinäkyvyys lisääntyy ja yrityskaupassa nähdään paremmin, mistä yrityksen arvo koostuu ja mitkä ovat sen keskeiset arvoajurit.</p>	
Asiasanat: arvonmääritys, aineeton pääoma, yrityskauppa, IFRS 3	
Säilytyspaikka	Jyväskylän yliopiston kirjasto

SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	5
1.1	Tutkimuksen tausta.....	5
1.2	Tutkimuksen tavoitteet, tutkimuskysymykset ja rajoitukset.....	7
1.3	Keskeiset käsitteet.....	9
1.4	Tutkielman rakenne.....	11
2	YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS YRITYSKAUPASSA.....	12
2.1	Motiivit yritysoston taustalla.....	12
2.2	Arvonmääritysprosessi.....	13
2.2.1	Strategian ja liiketoiminnan analyysi.....	15
2.2.2	Tilinpäätösanalyysi.....	16
2.2.3	Tulevan kehityksen arviointi.....	17
2.2.4	Yrityksen riskiarvio sekä Due Diligence -tarkastus.....	17
2.3	Yrityksen arvonmääritysmenetelmät.....	19
2.3.1	Lisäarvomalli (EVA, Economic Value Added).....	19
2.3.2	Diskontatun kassavirran menetelmä (Discounted Cash Flow, DCF).....	20
2.3.3	Markkina-arvomenetelmät.....	22
2.3.4	Reaaliopiot.....	25
3	AINEETTOMAN PÄÄOMAN ARVONMÄÄRITYS YRITYSKAUPASSA.....	28
3.1	Aineeton pääoma ja sen kolmijako.....	28
3.1.1	Inhimillinen pääoma.....	29
3.1.2	Rakennepääoma.....	30
3.1.3	Suhdepääoma.....	30
3.2	Aineeton pääoma IAS 38 (aineettomat hyödykkeet) ja IFRS 3 (liiketoimintojen yhdistäminen) standardien näkökulmasta.....	31
3.3	Aineettoman pääoman arvonmääritys ja eri lähestymistavat.....	33
3.3.1	Markkinaperusteinen lähestymistapa.....	35
3.3.2	Tuottoperusteinen lähestymistapa.....	36
3.3.3	Kustannusperusteinen lähestymistapa.....	39
3.3.4	Calculated Intangible Value, CIV.....	40
4	AINEISTO JA MENETELMÄ.....	42
5	TUTKIMUKSEN TULOKSET.....	45
5.1	Yrityksen arvonmääritys yrityskaupassa.....	45
5.2	Aineettoman pääoman arvonmääritys yrityskaupassa.....	49
5.3	Aineettoman pääoman arvonmääritysmenetelmät.....	53
5.4	IFRS 3 -standardi ja aineettoman pääoman arvonmääritys.....	56
5.5	Aineettoman pääoman arvonmääritykseen liittyvät haasteet.....	58
5.6	Yhteenveto empiirisestä osiosta.....	60

6	JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI.....	63
6.1	Yrityksen arvonmääritysprosessi ja yleisimmin käytetyt arvonmääritysmenetelmät.....	64
6.2	Keskeiset asiat aineettoman pääoman arvonmäärityksessä.....	66
6.3	Aineettoman pääoman arvonmääritykseen vaikuttavat IFRS-standardit.....	69
6.4	Aineettoman pääoman arvonmääritykseen liittyvät haasteet.....	70
6.5	Pohdinta.....	72
6.6	Tutkimuksen arviointi.....	74
6.7	Jatkotutkimusehdotukset.....	75
	LÄHTEET.....	76

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen tausta

Nykyinen tietotaito- ja teknologiavaltainen, nopeasti muuttuva intensiivinen talous vaatii entistä enemmän panostuksia henkilöstövoimavaroihin, IT:hen, kehitys- ja tutkimustoimintaan sekä mainontaan, jotta yritykset pystyvät säilyttämään kilpailuetunsa ja varmistamaan toimintakykynsä myös tulevaisuudessa. (Cañibano, Garcia-Ayuso & Sanchez, 2000, 102). Nykyisin talouskasvu perustuu enemmässä määrin aineettomaan pääomaan ja aineettoman pääoman hyödyntäminen tuo tavanomaista suurempia voittoja ja hallitsevaa kilpailuetua yrityksille. (Lev 2001, 1). Aineeton pääoma onkin yksi tärkeimmistä yritysten arvoajureista ja kilpailun lähteistä. (Canibano 2018, 1). Syitä tälle ovat olleet teknologian kehitys, teollisuuden rakennemuutos, tiedon ja osaamisen merkitys tuotannontekijöinä, palvelusektorin kasvu sekä globalisaatio ja uudet innovatiiviset liiketoimintarakenteet (Roos, Fernström, Piponius & Rastas 2006, 7.) Yritykset panostavat entistä enemmän aineettomaan pääomaan, kuten esimerkiksi johtamisprosessien, henkilöstövoimavarojen ja uusien työskentelytapojen kehittämiseen. (Canibano 2018, 1). Yrityksissä on myös alettu kiinnittää huomiota enemmän aineettoman pääoman arvostamiseen, koska aineeton pääoma kasvattaa yrityksen arvoa samalla tavalla kuin aineellinen pääoma ja monesti enemmän kuin aineellinen pääoma. (Aho, Ståhle & Ståhle. 2011, 93).

Aineettoman pääoman strategisella hyödyntämisellä yritykset pystyvät luomaan lisäarvoa hyödyntämällä aineetonta pääomaa tai hankkimalla yritysoston kautta uusia aineettomia pääomaeriä ja siten kasvattamaan etumatkaa kilpailijoihinsa (Beattie & Smith 2013, 1-2). Bryerin ja Simenskyin mukaan (2002, xxvii) suuri osa yrityskaupoista viimeisen vuosikymmenen aikana onkin tapahtunut sen takia, että ostajayrityksellä on ollut tarve hankkia aineetonta pääomaa, kuten patenteja tai teknologiaa itselleen. Yrityskauppa voikin toimia ostajayritykselle strategisena mahdollisuutena strategisessa päätöstenteossa ja yrityksen resursien uudelleen allokoinnissa sekä tuoda mahdollisuuden laajentaa markkinaosuutta sekä tuotevalikoimaa (Catterjee 2009, 137). Yritystoa käytetään usein

esimerkiksi strategisena työkaluna yrityksen oman toimintaympäristön ongelmien eliminoimiseen tai sen tuomien mahdollisuuksien saavuttamiseen (Barckema & Schjiven 2008, 698).

Gaughanin (2015) mukaan maailmantalouden globalisaation seurauksena yrityskauppojen lukumäärä onkin noussut merkittävästi viime vuosikymmenien aikana. Yrityskauppojen lukumäärä on kasvanut viimeisen kahden vuosikymmenen ajan aaltomaisesti taloudellisten taantumien mukaisesti. Aaltojen huiput ovat ajoittuneet ennen taloudellisia taantumia ja aaltojen pohjat taantumien jälkeisiin aikoihin. (Gaughan 2015, 3.) Yrityskauppojen määrä on ollut kasvussa globalisaation myötä, kun etenkin teolliset ostajat ja pääomasijoittajat hyödyntävät yritysjärjestelyjä entistä enemmän yrityksen kasvun vauhdittamiseen ja uuden liiketoiminnan synnyttämiseen. Myös omistajan- ja sukupolvenvaihdokset ovat lisääntyneet ja tulevat lisääntymään väestön ikääntyessä. Lisäksi murroksessa olevien toimialojen rakenteellinen muutos on ajanut yrityksiä kohti yritysjärjestelyitä, koska yritykset ovat usein kooltaan liian pieniä voidakseen kansainvälistyä tai siirtyä kohti suurempia rahoitusmarkkinoita. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman. 2013, 19.)

Yrityskauppojen lisääntymisen lisäksi viime aikoina tehtyjen yrityskauppojen hinnat ovat olleet myös perinteisillä mittareilla mitattuna korkeita. Tähän liittyy omat riskinsä, sillä on mahdollista, että yritysoston kohteen aineettomat pääomaerät on arvostettu liian korkeiksi ostajan taseessa yritysoston jälkeen. Esimerkiksi asiakassuhteille, brändeille, teknologialle ja liikearvolle on voitu kirjata turhan suuret kirjanpidolliset arvot taseeseen, jotka voivat aiheuttaa negatiivisen tulosvaikutuksen yritykselle suurten suunnitelman mukaisten poistojen takia. Lisäksi on olemassa riski yrityskauppojen tuomasta negatiivisesta vaikutuksesta, kun yritysjärjestelyissä syntynyt korkea liikearvo voikin heikentää yrityksen tuloa ja aiheuttaa yrityksen arvonalentumisen. (Castadello & Klingbeil 2010, 4.) Ongelmana voi myös olla aineettoman omaisuuden aliarvostaminen perinteisten taloudellisten raportointitapojen takia, koska niiden perusteella aineettomat pääomaerät, kuten brändien, tutkimus- ja kehitystoiminnan, IT:n, liiketoimintaprosessien, henkilöstön kouluttamisen sekä muiden henkilöstöresurssien kehitys sekä hyödyntäminen nähdään kuluina eikä investointeina. Aineettomat pääomaerät ovat usein yrityksille strategisesti tärkeimmät arvonluojat, mutta niiden kohtelu kuluina aiheuttaa sen, että aineettoman pääoman kehitystä ja käyttöä ei tunnusteta yrityksen varallisuutena. Taloudellisessa raportoinnissa tämä on ongelma aineettoman pääoman kohdalla, koska suurimpia arvonluoja kohteillaan kuuluu kuin palkkoja tai korkokuluja, kun samalla aineellisia hyödykkeitä kohdellaan osana yrityksen arvoa, vaikka niiden osuus on yrityksen arvonluonnissa nykyisin pienentynyt. Tämä voi aiheuttaa paljon aineetonta pääomaa sisältävien yritysten aliarvostamisen ja pääomavaltaiten yritysten yliarvostamisen (Lev, 2018, 714-715.)

Yritysten taseissa näkyvän aineettoman pääoman määrä ei olekaan kasvanut samassa suhteessa kuin yritysten markkina-arvot, vaan aineettoman pääoman osuus on kasvanut huomattavasti enemmän. 2000-luvulle tultaessa yritysten pääomasta oli aineetonta noin 70 prosenttia. Aineettoman pääoman

merkityksen kasvun takia yritysten markkina-arvot ovat huomattavasti korkeampia kuin niiden kirjanpitoarvot. (Penman 2009, 358.) Trobergin (2007, 120) mukaan Yhdysvalloissa vuonna 2003 tehtyjen yrityskauppojen hinnasta 22 prosenttia koostui aineettomasta pääomasta ja peräti 52 prosenttia liikearvosta. Aineettomat pääomaerät eroavat toisistaan hyvin paljon, jonka vuoksi niiden arvon selvittäminen haastavaa (Lev 2001, 24). Tämän vuoksi yrityskaupassa aineeton pääoma tai liikearvo voidaan myös arvioida liian suureksi, mikä voi myöhemmin aiheuttaa negatiivisia tulosvaikutuksia ostajayritykselle. (Castadello & Klingbeil 2010, 4). Tärkeä osa yrityskauppaa onkin yrityksen arvonmääritys, jotta saadaan arvioitua mahdollisimman realistisesti kaupan kohteena olevan yrityksen liike-toimintojen arvo ja siten myös koko yrityksen arvo. (Kallunki & Niemelä 2004, 11). Katramon ym. (2013, 72) mukaan arvonmäärityksessä keskeistä on ennakoita yrityksen tulevaisuuden taloudellista menestymistä, joka korostuu etenkin pienyrityskauppojen arvonmäärityksessä, sillä niissä arvonmääritys on erittäin haastavaa, koska pienyrityksiltä ei vaadita julkista tilinpäätösinformaatiota ja muuta taloudellista informaatiota, kuten esimerkiksi listatuilta pörssiyrityiltä.

Aineettoman pääoman arvonmääritys on tärkeää ja sitä tulisi tehdä osana yrityksen kaikkien resurssien arvonmääritystä, koska aineettoman pääoman resurssit, kuten esimerkiksi henkilöstön voimavarat ja rakennepääoma ovat keskeisiä yrityksen arvonluoja ja mahdollistavat yrityksen resurssien paremman käytön. (Lev & Zambon, 2003; 600.) Tutkijoiden mukaan aineettomat pääomaerät ovat eriä, jotka vaikuttavat eniten eroihin yritysten kirjanpito- ja markkina-arvon välillä. (Choi Kwon & Lobo 2000; Lev, 2003, 17-18.) Yritysosaston yhteydessä tehtävässä Due Diligence prosessissa yrityksen aineettomia resursseja ei välttämättä huomioida riittävän hyvin, koska niitä on haastavampi tunnistaa ja arvottaa kuin yrityksen kiinteää omaisuutta. Myös tiukka aikataulu yrityskaupan arvonmäärityksessä yleensä rajoittaa aineettoman pääoman arvonmääritykseen käytettävää panosta. (Roos ym. 2006, 221.) Tästä huolimatta aineettoman pääoman arvonmääritys on tärkeää, koska se auttaa hahmottamaan ostettavan yrityksen todellista kokonaisarvoa. Aineetonta pääomaa voidaan mitata niin sanotuilla taloudellisilla aineettoman pääoman arvonmääritysmenetelmillä tai suorilla aineettoman pääoman menetelmillä. (Pastor, Glova, Liptak & Kovac 2017, 388). Sveibyn (2010) mukaan taloudellisista aineettoman pääoman arvonmääritysmenetelmistä on hyötyä etenkin yritysjärjestelytilanteissa. Tässä tutkielmassa keskitytään näihin taloudellisiin aineettoman pääoman arvonmääritysmenetelmiin.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet, tutkimuskysymykset ja rajoitukset

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli tutkia yrityskaupan arvonmääritysprosessia ja sitä, miten siinä otetaan huomioon aineettoman pääoman arvonmääritys. Tutkimuksessa analysoidaan aineettoman pääoman merkitystä yrityksen kokonaisarvonmäärityksessä ja sitä miten aineettoman pääoman arvostusmenetelmät eroavat perinteisistä arvonmääritysmenetelmistä. Tutkimuksessa on tavoitteena saada vastaus seuraavaan ydinkysymykseen:

- Millainen merkitys aineettoman pääoman arvonmäärityksellä on yrityskaupan kokonaisarvonmäärityksessä, ja mitkä ovat sen keskeisimmät osa-alueet yrityksen kokonaisarvon kannalta?

Ydinkysymyksen tarkentamiseksi tutkimuksessa on tavoitteena vastata seuraaviin alakysymyksiin:

- Millainen on yrityksen arvonmääritysprosessi yrityskaupassa ja mitkä ovat yleisimmin käytetyt arvonmääritysmenetelmät?
- Mitkä ovat aineettoman pääoman arvonmäärityksen keskeiset asiat ja miten se eroaa yrityksen kokonaisarvonmäärityksestä?
- Miten IFRS-standardit vaikuttavat aineettoman pääoman arvonmääritykseen yrityskaupoissa?
- Mitä haasteita yrityksen aineettoman pääoman arvonmääritykseen liittyy?

Ydintutkimuskysymyksessä on tavoitteena tutkia keskeisimpiä aineettoman pääoman osa-alueita, jotka vaikuttavat yrityksen kokonaisarvoon. Lisäksi tutkitaan aineettoman pääoman merkitystä yrityksen kokonaisarvonmäärityksessä. Ensimmäisessä alatutkimuskysymyksessä keskitytään yleisesti yrityksen arvonmääritykseen ja arvonmääritysprosessiin yrityskaupassa sekä erilaisiin yleisesti käytettyihin arvonmääritysmenetelmiin. Tutkimuksessa analysoidaan keskeisimpiä perusteellisen arvonmäärityksen taustalla olevia asioita ja käytetyimpiä menetelmiä yrityksen arvon määrittämiseksi. Toisessa alatutkimuskysymyksessä tavoitteena on analysoida aineettoman pääoman arvonmäärityksen keskeisimpiä asioita ja sen eroavaisuutta yrityksen kokonaisarvonmäärityksestä. Kolmannessa alatutkimuskysymyksessä tutkitaan, miten IFRS-standardit vaikuttavat aineettomalle pääomalle tehtävään arvonmääritykseen. Viimeisessä alatutkimuskysymyksessä keskitytään aineettoman pääoman moninaisuuteen ja sen tuomiin haasteisiin arvonmääritystilanteessa.

Tutkimus on rajattu käsittelemään yritysten arvonmääritystä yrityskaupassa ja arvonmääritysprosessissa käytettäviä aineettoman pääoman arvonmääritysmenetelmiä sekä aineettoman pääoman arvonmäärityksen merkitystä yrityksen kokonaisarvon selvittämisessä. Tutkielmassa ei keskitytä itse yrityskaupaprosessiin muuten kuin arvonmäärityksen osalta. Tutkielmassa ei syvennyttä täysin teknisellä tasolla arvonmääritykseen, vaan keskitytään esittelemään erilaisia yrityksen kokonaisarvonmäärityksen ja aineettoman pääoman arvonmääritysmenetelmiä sekä pyritään selvittämään aineettoman pääoman osa-alueita, jotka ovat merkittäviä yrityksen kokonaisarvon selvittämiseksi. Aineetonta pääoman arvonmääritystä käsitellä sekä kvantitatiivisesta että kvalitatiivisesta näkökulmasta (Lagrost, Martin, Dubois ja Quazzotti 2010, 481). Tässä tutkimuksessa aineettoman pääoman arvonmääritystä käsitellään pääosin kvantitatiivisesta näkökulmasta eli aineettomat pääomaerät nähdään yrityksen pääomaerinä, joille halutaan määrittää numeerinen rahamääräinen arvo.

Tässä tutkimuksessa ei käsitellä aineettoman pääoman johtamisessa käytettäviä aineettoman pääoman arvostusmenetelmiä, vaan keskitytään vain yritys-kaupassa tapahtuvan arvonmäärityksen kannalta oleellisiin rahamääräisiin menetelmiin. Tämän tutkimuksen empiirisen aineiston kerääminen on rajattu yritysjärjestelyiden yhteydessä tehtävään aineettoman pääoman arvonmääritykseen. Tutkimuksen aineiston keruuta varten suoritettavat haastattelut rajataan yritysjärjestelyiden ammattilaisiin, koska heidän voidaan olettaa tuntevan parhaiten yrityskauppatilanteessa tapahtuvan arvonmääritysprosessin, aineettoman pääoman arvonmääritykseen liittyvät keskeisimmät osa-alueet ja menetelmät kokemuksensa, taitojensa sekä resurssiensa puolesta.

1.3 Keskeiset käsitteet

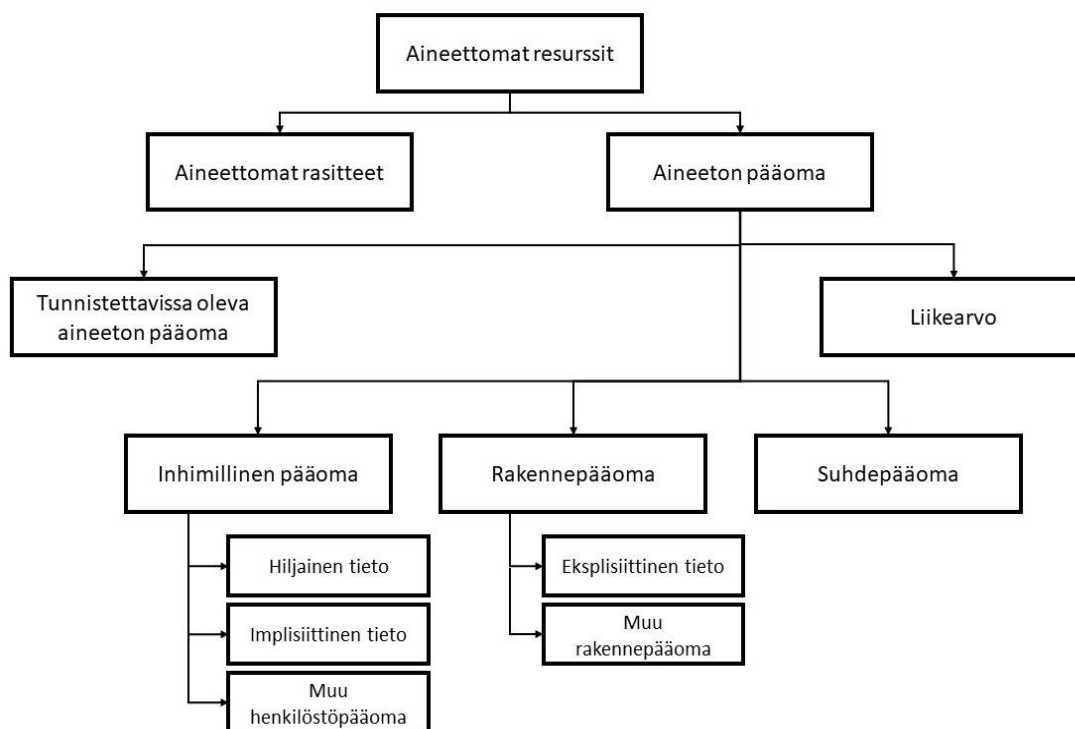
Tässä kappaleessa tarkennetaan tutkimuksen kannalta olennaiset käsitteet. Käsitteiden määrittelyssä on käytetty apuna aineettomaan pääomaan ja arvonmääritykseen liittyvää kirjallisuutta sekä tieteellisiä artikkeleita.

Yritysosto on ostavalle yritykselle strateginen toimenpide, jolle voidaan pyrkiä kasvattamaan ja vahvistamaan yrityksen markkinaosuutta, tukea kasvua, lisätä yrityksen arvoa, hankkia kilpailuetua ja uutta tietotaitoa. Lisäksi yrityskaupalla voidaan myös tavoitella oman yrityksen voimavarojen tehokkaampaa hyödyntämistä tai siirtyä suurempaa yrityskokoa edellyttäville rahoitusmarkkinoille. (Katramo ym., 2013, 19; 30.)

Aineettoman pääoman käsite syntyi Edvinssonin ja Malonen (1997,25) mukaan, kun oli tarve nimetä jotenkin sellaista varallisuutta, joka määrittää yrityksen todellista arvoa, mutta mitä ei ole merkitty kirjanpitoon. Aineeton pääoma (englanniksi intangible assets) voidaan määrittellä monella eri tapaa. Tarkasteltaessa taloudellisesta näkökulmasta omaisuuserä (engl. asset) on asia, jonka odotetaan tuottavan omistajalleen taloudellista hyötyä tulevaisuudessa. Omaisuuserä voidaan luokitella aineettomaksi silloin, kun sillä ei ole fyysistä olomuotoa. Aineeton pääoma on siis sellaisia organisaation ei-fyysisiä asioita, joiden oletetaan tuottavan organisaatiolle taloudellista hyötyä tulevaisuudessa. Aineeton pääoma koostuu yksittäisistä aineettomista resursseista, joita ovat esimerkiksi yrityksen brändi, henkilöstön osaaminen ja yrityksen prosessit sekä asiakassuhteet. Lisäksi on olemassa negatiivisia aineettomia resursseja, joita kutsutaan aineettomiksi rasitteiksi. (engl. intangible liabilities). Englannin kielessä aineettomasta pääomasta myös monia muita nimityksiä, kuten älyllinen pääoma (engl. intellectual capital), aineeton varallisuus (engl. intangible property), tietopääoma (engl. knowledge assets), osaamispääoma ja näkymättömät voimavarat (engl. invisible assets.) (Lönqvist, Kujansivu & Antola, 2010, 18-19.) Selvyiden vuoksi tässä tutkielmassa käytetään aineettoman pääoman käsitettä, koska se on suomen kielessä vakiintunut käsite edellä kuvatuille asioille.

Kuviossa 1 on kuvattuna Pastorin ym. (2017) luoma yhteenveto aineettomasta aineettomien resurssien eri osa-alueista. Heidän mukaansa aineettomat resurssit koostuvat aineettomasta pääomasta ja aineettomista rasitteista. Aineeton

pääoma taas jakautuu tunnistettaviin aineettomiin pääomaeriin ja liikearvoon, mikä jakaantuu inhimilliseen pääomaan, rakennepääomaan ja suhdepääomaan. Inhimillinen pääoma sisältää hiljaisen tiedon, implisiittisen tiedon sekä muun henkilöstöpääoman. Rakennepääoma pitää sisällään eksplisiittisen tiedon eli dokumentoitavissa olevan tiedon sekä muu rakennepääoma. (Pastor ym. 2017, 394.)



KUVIO 1 Aineettomien resurssien jaottelua

Termi **liikearvo** (engl. **goodwill**) on syntynyt alun perin sen vuoksi, että yritysostoissa yrityksestä sen arvon päälle maksettu osuus piti kirjata jotenkin kirjanpitoon (Stewart 1997, 61). Johnsonin & Petronen (1998) mukaan liikearvo voidaan nähdä kahdesta eri näkökulmasta. "top-down" näkökulmasta liikearvo on osa ostohintaa, joka pohjautuu ostavan yrityksen ennako-odotuksiin tulevaisuuden tuotoista. Tällöin liikearvoksi siis muodostuu osa, joka ei ole yksilöitävissä muiksi taseen eriksi. Toisen "bottom-up" perspektiivin mukaan liikearvo on ostopreemio, jonka ostava yritys maksaa myyvälle yritykselle yli sen taseen nettovarallisuuden arvon, jotta yrityskauppa saadaan tehtyä. Oletuksena on, että ostava yritys saa myös muita resursseja yrityskaupan yhteydessä, joilla on merkitystä sille. (Johnson & Petrone 1998, 294.)

Kansainväliset tilinpäätösstandardit (International Financial Reporting Standards, IFRS) ovat pörssissä julkisesti noteerattujen yritysten tilinpäätöksien laadintaa koskevia standardeja, joita pörssiin julkisesti listatut yritykset ovat joutuneet noudattamaan EU-alueella vuodesta 2005 alkaen. Syynä kansainvälisten IFRS-standardien käyttöönotolle on ollut yritysten liiketoiminnan ja pääomamarkkinoiden globalisaatio, mikä on lisännyt tarvetta läpinäkyvälle ja vertailukelpoiselle tilinpäätösraportoinnille (Glaum, Schmidt, Street, & Vogel 2012, 143.).

IFRS 3 (liiketoimintojen yhdistäminen) -standardi liittyy liiketoimintojen yhdistämiseen ja se muodostuu säännöistä sekä periaatteista liittyen yrityskaupassa hankittavien varojen hankinnasta ja merkinnästä tilinpäätökseen, liiketoimintojen yhdistämisessä esitettävistä tiedoista sekä liikearvon arvostamisesta ja esittämisestä. (IFRS 3 Liite A).

1.4 Tutkielman rakenne

Tämä tutkielma koostuu kuudesta eri pääluvusta. Johdantoluvussa esitellään tutkimuksen tausta, tutkimuksen tavoitteet, tutkimuskysymykset sekä rajaukset. Lisäksi johdantoluku sisältää myös keskeisimmät käsitteet ja tutkielman rakenteen. Johdantolukua seuraa kaksi teorialukua, jotka muodostavat tutkimuksen teoreettisen viitekehyksen ja käsittelevät olennaisimpia asioita tutkimuksen kannalta. Teoriaosuuden tarkoituksena oli luoda lukijalle riittävä kuva aiheesta empiriaosan tutkimusta varten. Toisessa luvussa käsitellään yritysoston taustalla olevia syitä ja yrityskaupan arvonmääritysprosessia ostajan näkökulmasta sekä esitellään erilaisia käytetyimpiä yrityksen arvonmääritysmenetelmiä. Kolmannessa luvussa käsitellään aineetonta pääomaa ja sen arvostusta IFRS:n näkökulmasta sekä aineettoman pääoman arvonmääritystä ja siihen käytettäviä erityisiä arvonmääritysmenetelmiä. Neljäs luku aloittaa tutkimuksen empiirisen osuuden, jossa esitellään tutkimusaineiston keräämistapa sekä analysoidaan tutkimuksessa käytettävää tutkimusmenetelmää. Viidennessä luvussa esitellään tutkimuksen empiiriset tulokset tehtyjen asiantuntijahaastatteluiden pohjalta yrityskauppojen arvonmäärityksestä ja aineettoman pääoman arvostuksen merkityksestä osana koko yrityksen arvonmääritystä. Kuudennessa luvussa vastataan tutkimuskysymyksiin ja esitellään niiden perusteella tutkimuksen johtopäätökset sekä arvioidaan tutkimusta. Tämän lisäksi lopuksi esitetään mahdollisia jatko-tutkimusehdotuksia aiheesta.

2 YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS YRITYSKAUPASSA

2.1 Motiivit yritysoston taustalla

Brouthers, van Hastenburg ja van den Ven (1998) jakavat yritysostojen motiivit kolmeen eri kategoriaan, jotka ovat strategiset motiivit, taloudelliset motiivit sekä johdon henkilökohtaiset motiivit. Näistä erityisesti strategiset motiivit ovat kasvattaneet merkitystään yrityskaupoissa. Strategisia motiiveja ovat erilaiset synergiat, kansainvälistyminen, markkina-aseman vahvistaminen tai markkinoiden kilpailuaseman muokkaaminen ostamalla kilpailija pois markkinoilta sekä resurssien hankinta. (Brouthers, van Hastenburg & van den Ven, 1998, 348.) Gaughanin (2015) mukaan yritysoston motiivina on usein yritysoston kautta saatava yrityksen nopea kasvu tai operationaalisten ja taloudellisten synergiaetujen hakeminen. Saataessa parannettua kannattavuutta kustannuksia alentamalla tai saamalla uusia asiakkaita, yritysosto voi tuntua houkuttelevalta vaihtoehdolta yritysjohdolle. Erityisesti kansainvälistymistavoitteiden kohdalla globaalit markkinat ovat paremmin saavutettavissa yritysoston avulla, koska yritysostossa saadaan mahdollisesti silloin kansallista tietotaitoa ja valmis paikallinen jakeluverkosto. (Gaughan 2007, 119-120; 135-136).

Yritysostojen taloudellisia motiiveja ovat riskien hajauttaminen, arvon luominen osakkeenomistajille, tuottavuuden parantaminen, skaala- eli mittakaavaedut, kustannusten alentaminen, verohyödyt sekä markkinoiden toimintahäiriöihin reagointi. (Brouthers ym. 1998, 348.) Yritysostoilla voidaan toteuttaa vauhditettua kasvua sisäisen kasvun sijasta ja näin tehdä mahdolliseksi laajempien markkinoiden tavoittelu omalla tai uudella toimialalla. Tämä palvelee osakkeenomistajia onnistuessaan, sillä yrityksen tuotto-odotuksen kasvavat kasvun myötä (Gaughan 2007, 117.) Johdon henkilökohtaiset motiivit yrityskaupoille voivat olla esimerkiksi liikevaihdon ja kannattavuuden kasvattaminen johdon tulosperusteisen palkitsemisen kasvattamiseksi. Lisäksi syy yrityskaupalle voi johdon henkilökohtaisesta motiivista voi olla mahdolliset haasteet johtamisessa, joita pyritään ratkaisemaan yrityskaupan avulla. (Brouthers ym. 1998, 348.) Yritysosto on yritysjohdolle vaihtoehto, jolla voidaan edistää tavoitteiden saavuttamista, sillä hyvillä yrityskaupoilla tuodaan esille yritysjohtoon kyvykkyyttä tarvittavaan päätöksentekoon ja johtamisen laatuun. (Haspeslagh & Jemison 1991, 253-255.) Lisäksi yrityskaupan yhteydessä voidaan korvata tehoton johto uusilla henkilöillä. Ross, Westerfield & Jaffe 2013, 890-891.) Haspeslaghin ja Jemisonin (1991, 3) mukaan yritysoston motiivit jakaantuvat voimavarojen yhdistämisestä syntyviin synergiaetuihin, kilpailutekijöiden parempaan hyödyntämiseen, yrityksen ja sen markkina-aseman uudistamiseen sekä uniikin kilpailuedun hankkimiseen. Yritysostoilla on mahdollista käyttää enemmän resursseja uusien konseptien innovointiin ja siten saavuttamaan merkittävä kilpailuetua ja kasvamaan markkinoilla kilpailijoita nopeammin. (Gaughan 2007, 118).

Synergioita synnyttävien yritysostojen syitä ovat esimerkiksi saavutettavat skaalaedut, vertikaalinen integraatio, ostetun yrityksen teknologian omaksuminen organisaatioon, kilpailuasetelman kasvattaminen, vastaaminen teollisuuden tarpeisiin, rahoitukselliset synergiat sekä tietoon liittyvän epäsymmetrian hyödyntäminen yritysostajan ja kohdeyrityksen välillä. (Nguyen, Yung & Sun 2012, 1538; Ross ym. 2013, 890-891.) Synergiaetuja saavutetaan jakamalla yrityksen resurssit, hyödyntämällä mittakaavaetuja ja välttämällä kaksinkertaiset panostukset samoissa prosesseissa. Vertikaalinen integraatio mahdollistaa uusien teknologioiden hyödyntämisen ja helpomman strategisen koordinoinnin toisiinsa läheisesti liittyvien toimintojen välillä. Yhdistämällä tietotaitoa ja osaamista eri tuotantoyksiköiden välillä sekä hyödyntämällä yhdistettyä neuvotteluvoimaa tarvarantoimittajiin saavutetaan merkittävää aineetonta synergiaetua. Mittakaavaedut mahdollistavat kapasiteetin paremman hyödyntämisen. Vertikaalinen integraatio mahdollistaa uusien teknologioiden hyödyntämisen ja helpomman koordinoinnin toisiinsa läheisesti liittyvien toimintojen välillä. Mittakaavaedut mahdollistavat yrityksen kapasiteetin paremman hyödyntämisen. Yritysoston ansiosta myös yrityksen koko voi kasvaa ja yritys voi saada rahoitukseen liittyviä synergiaetuja, sillä kustannukset pääomalle ja myönnetylle velalle ovat suhteessa pienemmät, minkä mahdollistaa yrityksen suurempi koko ja yhdistetty neuvotteluvoima (Ross ym. 2013, 890-893; Goold & Campbell 1998, 133.)

Yrityskaupan seurauksena saaduilla synergiaeduilla pyritään saamaan kahden eri toimijan yhdistymisen kautta sekä toiminnallisia että taloudellisia etuja. Taloudelliset synergiaedut pyritään hankkimaan tehokkailla sisäisten resurssien allokoinnilla sekä pienillä pääomakustannuksilla. Toiminnalliset edut tulevat toiminnan tuottavuuden kasvusta sekä kustannussäästöinä. Toiminnan tuottavuutta pyritään tehostamaan yhdistämällä erilaisten yritysten vahvuudet yhdeksi kokonaisuudeksi, jotta saavutetaan vahvempaa kilpailuetua. Toiminnan tuottavuuden synergiaetujen saavuttaminen on vaativaa ja edellyttää synergiaetujen tunnistamista sekä synergioiden yhdistämisen suunnittelua, koska tuottavuuden synergiaedut ovat vaikeammin saavutettavissa kuin taloudelliset synergiaedut. (Gaughan 2007, 124-135.)

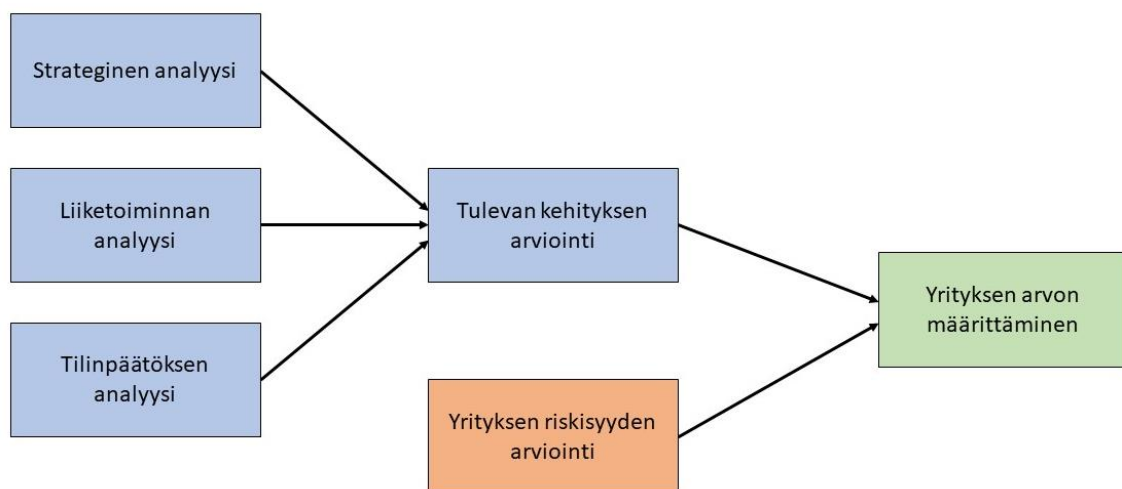
2.2 Arvonmääritysprosessi

Yrityskauppatilanteessa sekä myyjä että ostaja pyrkivät arvioimaan kaupan kohteena olevan yrityksen kokonaisarvon ja sen eri liiketoimintojen arvon. Kauppahinnan tulisi perustua mahdollisimman realistiseen kuvaan yrityksen todellisesta arvosta eikä kauppahinnan määrittely ilman teoreettisesti kestäviä arvonmääritysmalleja olisi edes mahdollista. Yrityksen kauppahinnan tulisi olla mahdollisimman lähellä yrityksen oikeaa hintaa, sillä ostajayrityksen maksaessa ostettavasta yrityksestä liikaa, se voi aiheuttaa ongelmia sekä ostajayrityksen että kohdeyrityksen liiketoiminnalle. Arvonmäärityksen läpinäkyvyys ja avoimuus on ostajayrityksen edun mukaista, jotta saadaan varmistetuksi yrityskaupan tuoma arvoa lisäävä vaikutus (Kallunki & Niemelä 2007, 22-24.)

Tavoitteena yrityksen arvonmäärityksessä on yrityksen liiketoiminnan ja omistuksen arvon arvioiminen yrityksen taloudellisen tilanteen perusteella tietynä ajankohtana, sillä arvonmäärityksen tuloksena saatu yrityksen arvo pätee lähtökohtaisesti vain siihen hetkeen ja tilanteeseen, jossa arvonmääritys on tehty. (Seppänen 2017, 24). Yritystä arvioidaan tämän hetken taloudellisen tilan perusteella, mutta keskeistä arvonmäärityksessä on yrityksen tulevaisuuden odotetun taloudellisen menestyksen arviointi. (Kallunki & Niemelä 2004, 22.)

Kansainvälisen arvonmääritysstandardien komitean (International Valuation Standards Council) laatimat kansainväliset arviointistandardit (IVS) lisäävät yrityksen arvonmäärityksen luotettavuutta ja yhtenäistävät arvonmääritystapoja. Näillä kansainvälisillä arvonmääritysstandardeilla ei ole kuitenkaan Suomessa virallista asemaa ja siten Suomessa ei ole olemassa yhtenäistä arvonmääritysstandardia, mutta niistä ja eri teorioista sekä viitekehyksistä voidaan hakea tukea arvonmäärityksiin (Seppänen, 2017,34-35.) Yrityksen arvonmääritykseen on olemassa monenlaisia eri malleja, jotka antavat odotusten ja taloudellisten lukujen pohjalta erilaisia arvioita yrityksen arvosta. Näiden teoreettisten mallien antamat luvut eivät kuitenkaan riitä täysin kuvaamaan yrityksen kyseisen hetken arvoa, koska yrityksen arvoon sisältyy myös muita tekijöitä, jotka eivät ole arvioitavissa pelkästään taloudellisesta informaatiosta. (Seppänen, 2017, 24-25.) Onkin tärkeää tehdä arvonmääritystä myös yrityksen aineettomalle pääomalle. Aineettoman pääoman arvonmäärityksessä voidaan löytää saavutettavia synergiaetuja ja uusia arvonluomisen väyliä (Roos ym. 2006, 221).

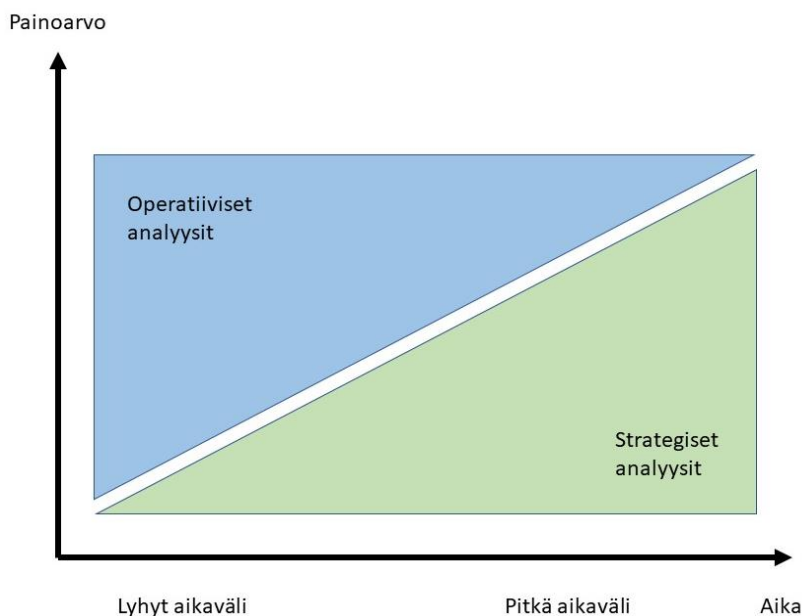
Katramon ym. (2013) mukaan yrityksen arvonmääritys voidaan jakaa kuvion 2 mukaisesti eri osa-alueisiin. Ennen yrityksen varsinaisen arvonmäärityksen aloittamista tulee arvioida yrityksen tulevaa kehitystä ja riskisyyttä. Tulevan kehityksen arviointiin liittyy olennaisesti yrityksen strategian ja liiketoiminnan sekä tilinpäätöksen analyysit, jotka suoritetaan ensimmäisenä arvonmääritysprosessissa. (Katramo ym. 2013, 72.)



KUVIO 2 Arvonmäärityksen eri osa-alueet (Katramo ym., 2013,72.)

2.2.1 Strategian ja liiketoiminnan analyysi

Tärkeää ostettavan yrityksen arvonmäärityksessä on ostokohteen liiketoiminnan ja strategian analysointi, minkä ansiosta tulevaisuuden ennusteiden ja liiketoiminnan kehityksen arviointi helpottuu ja saadaan lisää ymmärrystä siitä, miten liiketoimintaa tulisi kehittää tulevaisuudessa pitkällä aikavälillä. Lyhytaikaisissa analyyseissä tarkastelu kohdistuu operatiivisiin analyyseihin kuten kulujen, myyntivolyymien ja -hintojen kehitykseen sekä liiketoimintaan sitoutuneen pääoman määrään, asiakaskohtaiseen liiketoiminnan tuottojen jakautumiseen sekä näiden kehitykseen. Pitkän aikavälin analyyseissä keskitytään strategiseen analyysiin, kuten yrityksen kilpailuedun ja sen säilymisen tarkasteluun, johdon ja henkilöstön osaamisen tarkasteluun sekä toiminta- ja kilpailuympäristön kehityksen analysointiin. (Katramo ym. 2013, 79-80.) Kuviossa 3 on havainnollistettu strategisen ja liiketoiminnan analyysin suhdetta tarkasteltavaan aikaväliin



KUVIO 3 Strategisten analyysien jako ja painoarvo (Katramo ym. 2013, 80.)

Liiketoimintaa ja strategiaa tarkastellaan sekä toimiala- että yritystasolla. Toimialatason analysointia kutsutaan yrityksen ulkoiseksi analyysiksi ja yritystason tarkastelua sisäiseksi analyysiksi. Ulkoisessa analyysissä tarkastellaan kilpailijoiden, toimialan yleisen taloudellisen ja teknologisen kehityksen, taloussuhdanteiden sekä muiden yritykseen ulkopuolisesti vaikuttavien tekijöiden vaikutusta yrityksen arvoon. Analyysi suuntautuu niihin ulkoisiin tekijöihin, joihin yritys ei voi suoranaisesti itse vaikuttaa, mutta mihin yrityksen tulisi sopeutua mahdollisimman hyvin. Sisäisen analyysin tavoitteena on analysoida yritystä ja sen eri osia, kuten esimerkiksi liikeideaa, yrityksen rahoitusta, investointimahdollisuuksia, jakeluteitä sekä tuote- ja/tai palvelukokonaisuuksien toimivuutta. Jos liikeidea on uusi ja sitä ei ole vielä julkaistu tai testattu markkinoilla, sen analysointi on erityisen tärkeää, koska ei ole tietoa siitä onko liikeidea edes toimiva. Yritystason tarkastelussa on myös tärkeää tehdä kilpailukykyanalyysi, jossa

tavoitteena on tunnistaa yrityksen arvoa luovia prosesseja ja varmistaa näiden prosessien antama kilpailukyvyyn ja arvon luomisen perusta. Kilpailukykyanalyysissä tarkastellaan muun muassa tuotteita tai palveluita ja niiden hinnoittelupolitiikkaa, henkilöstöä, sekä myynti- ja markkinointistrategiaa sekä henkilöstöä. Sisäisessä analyysissä tehdään myös erillinen toimiala-analyysi, jossa toimialan kilpailutilannetta verrataan sisäisesti sekä ulkoisesti suhteessa muihin toimialoihin. (Katramo ym. 2013, 81-83.)

2.2.2 Tilinpäätösanalyysi

Tilinpäätösanalyysissä pyritään selvittämään yrityksen sen hetkinen taloudellinen tilanne ja yrityksen toteutuneen historiallisen kehityksen vaikutus nykyiseen taloudelliseen tilanteeseen. Arvonmäärityksessä tilinpäätösanalyysissä kannattaa lisäksi pyrkiä analysoimaan yrityksestä sellaisia tekijöitä ja ominaisuuksia, joista on apua myös yrityksen tulevan kehityksen arvioinnissa (Katramo ym. 2013, 83-84.) Tilinpäätösanalyysi voidaan Katramon ym. (2013) mukaan jakaa perinteiseen ja muuhun tilinpäätösanalyysiin.

Tilinpäätösanalyysi alkaa Penmanin (2013) mukaan tuloslaskelman ja taseen oikaisusta, jolloin voidaan varmistua siitä, että tuloslaskelma ja tase antavat riittävän ja oikean kuvan yrityksen taloudellisesta asemasta. Oikaisujen teolle on tarve, koska silloin voidaan välttää yleiset virheet, kuten tiettyjen erien kahteen kertaan laskeminen, tiettyjen kassavirtojen pois jättäminen ja vieraan pääoman vipuvaikutus, joka voi keinotekoisesti vahvistaa raportoitua taloudellista suorittumista (Koller, Goedhart & Wessels 2010, 184). Päämääränä on siis oikaista tuloslaskelman ja taseen erät mahdollisimman vertailukelpoisiksi sekä eri yritysten kesken että ajan suhteen. Tuloslaskelman ja taseen oikaisun teon suhteen on tärkeää, että samat oikaisutoimenpiteet tehdään eri vuosille ja yrityksille. Oikaisuja tehtäessä on tärkeää tuntea, mitkä ovat käytössä olevat tulossuunnittelun keinot. Tulossuunnittelun kohteena ovat yleensä kirjanpidollinen, verotuksellinen ja operatiivinen tulos. Tilinpäätöksessä olevat harkinnanvaraiset erät poistetaan oikaisuisissa, jotta yrityksen eri tilikausien tilinpäätöstiedot olisivat vertailukelpoisia keskenään. Yleensä oikaisujen tarve on suurempi pienyhtiöissä kuin julkisesti noteeratuissa yhtiöissä. Oikaisujen teon jälkeen pystytään selvittämään yrityksen tuloksen ja varojen kehitys käyttämällä erilaisia tunnuslukuja. Tunnusluvut jaotellaan kannattavuuden, vakavaraisuuden, maksuvalmiuden ja pääoman tehokkuuden mukaan. Oikaisujen teon jälkeen kyetään selvittämään yrityksen tulos ja varallisuusasema sekä niiden kehitys. Oikaisujen teon tavoitteena on saada selville niin sanotusti puhdas operatiivinen kassavirta, jota sitten käytetään kassavirtalaskelmissa. (Katramo ym. 2013, 83-85; Kallunki & Niemelä 2012, 36-42.)

Perinteisen tilinpäätösanalyysin ohella yritykselle voidaan tehdä myös muita tilinpäätösanalyyssejä, joissa arvioidaan yrityksen aiempaa kehitystä, taloudellista suorituskykyä sekä potentiaalia luoda kassavirtaa tulevaisuudessa. Nämä analyysit voivat pitää sisällään tarpeellisten olettamuksien tekemistä, tilinpäätöksen lukujen uudelleen järjestelyä tai markkinoiden tarkastelua suhteessa yrityksen liiketoimintaan. Näiden muiden tilinpäätösanalyysien tavoitteena on tunnistaa ja analysoida yrityksen arvoajureita. Näiden arvoajureiden

sisältö ja lukumäärä riippuu hyvin paljon toimialasta. Ennen arvoajureiden analysointia tehdään tuloslaskelmalle ja taseelle uudelleenjärjestely, jotta nämä vastaisivat vastaamaan taloudellista suorituskykyä. Lisäksi tutkitaan kannattavuutta ja pääoman käytön tehokkuutta jakamalla sitoutunut pääoma eri osiin sekä selvitetään liikevaihdon kasvu ja sen perusteet. Näin saadaan selville yrityksen taloudellinen suorituskyky ja sitoutuneen pääoman mielekäs erittely. Arvo-ajurien määrittäminen ja analysointi on tärkeää, koska ne ovat konkreettisia ja selkeitä. Niiden avulla pystytään arvioimaan arvon kehitykseen vaikuttavia tekijöitä sekä yrityksen ulkoisista että sisäisistä tekijöistä sen sijaan, että seurataan pelkkää kasvua ja yleistä kannattavuutta. (Katramo 2013, 86-94.)

2.2.3 Tulevan kehityksen arviointi

Yrityksen tulevaisuuden kehityksen arvioinnilla on merkittävä rooli arvonmäärittämisessä, koska lähtökohtana on, että yrityksen odotetaan menestyvän taloudellisesti tulevaisuudessa. Yrityksen tulevaisuuden arviointi voi perustua esimerkiksi yrityksen omiin ennusteisiin ja arvioihin tulevaisuuden liikevaihdosta, tuloskehityksestä tai rahoituksellisesta asemasta. (Kallunki & Niemelä 2007, 33.) Huolellisilla analyysillä voidaan tehdä ennusteita yrityksen tulevaisuuden mahdollisesta kehityksestä, vaikka tulevaisuudesta ei olisikaan varmaa tietoa (Koller ym. 2010, 187). Tärkeää tulevaisuuden ennakkoinnissa on käytetyn informaation läpinäkyvyys ja avoimuus. (Kallunki & Niemelä 2007, 34).

Koller ym. (2010, 188) mukaan yrityksen tulevasta kehityksestä kannattaa luoda 10-15 vuoden ennuste, koska sitä lyhyemmän ennusteen käyttö voisi johtaa yrityksen aliarvostamiseen tai saattaisi luoda liian suuren kasvuolettaman jäännösarvolle. Siksi kasvun ennustaminen on suositeltavaa jakaa kahteen eri kasvumalliin, joista ensimmäisessä keskitytään ensimmäisten 5-7 vuoden osalta ennustamaan tuloslaskelma ja tase mahdollisimman tarkasti käyttäen niin monta muuttujaa kuin vain on mahdollista. Toisessa kasvumallissa tehdään yksinkertaisempi ennuste lopuille vuosille, missä keskitytään vain muutamaa olennaisimpaan muuttujaan, kuten esimerkiksi liikevaihdon kasvuun, pääoman kiertonopeuteen tai katetuottoon. (Koller ym. 2010, 188). Tulevaisuuden mallintaminen teknisesti oikein on tärkeää liiketoiminnan arvon määrittämiselle, jotta ostettavan yrityksen arvo määritettäisiin mahdollisimman oikein. (Kallunki & Niemelä 2007, 34).

2.2.4 Yrityksen riskiarvio sekä Due Diligence -tarkastus

Yrityksen liiketoimintaa liittyy aina riskejä, joilla on merkittävää vaikutusta yrityksen arvoon. Siksi yrityksen arvonmäärittämisprosessissa tulee myös tarkastella kriittisesti erilaisia ostettavaan yritykseen liittyviä riskejä. Yritystoimintaan liittyviä riskejä on esimerkiksi henkilöstöön ja olennaisiin sopimuksiin liittyen. Näiden lisäksi myös yrityksen pääomarakenne vaikuttaa sen riskitasoon. Riskien arviointiprosessissa on tarkoituksena saada selville ostettavaan yritykseen liittyvät merkittävimmät riskit ja yrittää ennakoita näitä riskejä. Merkittävistä riskeistä tulisi tehdä huolellinen analyysi, jossa on arvioitu eri riskien todennäköisyydet

ja vakavuustasot, jolloin niihin voidaan varautua hyvällä riskienhallinnalla (Vilkkumaa 2010, 107-114.)

Yrityksen riskiarvioon liittyy olennaisesti Due Diligence (DD)-tarkastus, jossa selvitetään ennakkoon yrityskauppaan liittyviä riskejä ja vastuita. (Blomquist, Blumme & Simola 1997, 10). Due Diligence on merkittävä osa suoritettavan yrityskaupan prosessia. Siinä tehdään objektiivinen ja itsenäinen kohdeyrityksen tarkastus, joka painottuu kohdeyrityksen liiketoimintaan liittyviin kokonaisuuksiin, kuten tuottavuuteen, kilpailukykyyn toimialalla sekä yrityksen taloudelliseen kehitykseen ja sen historiaan (Angwin 2001, 3). Due Diligencen tarkastuksen pyrkimyksenä on luoda yritysjärjestelyn molemmille osapuolille selkeä sekä puolueeton kuva ostettavan yrityksen nykyisestä tilanteesta. Tällä tavalla Due Diligence tarkastusta voidaan käyttää päätöksenteon tukena ja sen perusteella voidaan esimerkiksi tehdä tarkennuksia yrityskaupan ehtoihin, rakenteeseen tai kauppahintaan. (Blomquist, Blumme & Simola 1997, 10). Due Diligence -tarkastuksella pyritään myös täyttämään Kauppalain (355/1987) ostajan selonottovelvollisuus ja näin tähdätä siihen, että vältetään virheen muodostumisen mahdollisuus. Ostaja pyrkii siis tarkasti selvittämään kohdeyrityksen liiketoiminnan, kirjanpidon ja tilinpäätöksen sekä oikeudellisen aseman kauppahetkellä. Lisäksi Due Diligence- prosessissa käydään läpi myös erikoisosaamista vaativien alueiden, kuten vakuutuksien ja ympäristöasioiden yksityiskohdat. (Katramo ym. 2011, 51.) Blomquist ym. (2001) luokittelevat Due Diligence- tutkimuksessa selvitettävät asiat seuraavasti:

1. Asiat, jotka voivat kaataa yrityskaupan (eng. deal breakers)
2. Asiat, jotka vaikuttavat kauppahintaan (eng. pricing issues)
3. Asiat, jotka vaikuttavat tehtävän yrityskaupan rakenteeseen (eng. structuring issues)
4. Asiat, jotka vaikuttavat tehtävän kauppakirjan sisältöön (acquisition agreement issues)
5. Asiat, jotka ovat huomioitava yrityskaupan toimeenpanon jälkeen (post-closing issues) (Blomquist ym. 1997, 19.)

Due Diligence -tarkastuksen pyritään tuottamaan ostajayritykselle informaatiota kohdeyrityksen arvoajureista ja riskeistä liiketoiminnan paremman ymmärryksen saavuttamiseksi. Siinä analysoidaan yritystä taloudellisesta, strategisesta sekä operatiivisesta näkökulmasta. Due Diligence -tarkastuksessa tutkitaan esimerkiksi henkilöstön laatua ja osaamista, omaisuuden arvostusperiaatteita, taloudellista tuottavuutta sekä toimialakohtaisia kilpailutekijöitä. (Lisäksi kohdeyritystä verrataan saman alan merkittävimpiin yrityksiin. (Angwin 2001, 35; Bäck, Karsio, Markula & Palmu. 2009, 119.) Due Diligence -tarkastus toimii siten päätöksenteon tukena ja saatujen havaintojen perusteella voidaan tarkentaa arvonmäärityslaskelmaa, yrityskaupan ehtoja, rakennetta tai kauppahintaa (Blomquist ym. 1997, 10).

2.3 Yrityksen arvonmääritysmenetelmät

Arvonmääritysmenetelmillä pyritään luomaan tiettyä käyttötarkoitusta varten yrityskokonaisuudelle numeerinen arvo. Yrityksen arvonmääritysmenetelmiä on monenlaisia ja jokainen menetelmä sisältää omat tarpeensa yrityksen arvon estimointia varten. Siten on todella tärkeää, että sovellettavat syöttötiedot ovat tarkat ja laadukkaat, jotta arvonmääritys on luotettava ja sitä voitaisiin käyttää haluttuun käyttötarkoitukseen. Syöttötiedot pitävät sisällään arvioitua ja ennustettua dataa. (Seppänen 2017, 92-93.) Yrityksen arvonmääritykselle on olemassa useita tapoja, joista yleisimpiä ovat lisäarvomalli, kassavirtaperusteiset mallit ja markkinaperusteiset kerroinmallit. Nämä mallit antavat hieman erilaisia arvoja, riippuen määrittelyistä parametreista. (Koller ym. 2010, 103-104.) Tässä tutkimuksessa tarkastelun kohteena ovat lisäarvomalli, kassavirtaperusteisista menetelmistä diskontatun kassavirran menetelmät, markkina-arvomenetelmät sekä reaaliopitot.

2.3.1 Lisäarvomalli (EVA, Economic Value Added)

Lisäarvomalli pohjautuu osinkoperusteiseen malliin, jossa osinkojen sijaan diskontataan arvioidut yrityksen tulevaisuuden voitot. Lisäarvomalli perustuu tilinpäätökseen, koska siinä käytetään lähtöarvona kohdeyrityksen oman pääoman kirjanpidollista arvoa, mihin lisätään tulevat lisävoitot yrityksen arvon määrittämiseksi. (Kallunki & Niemelä 2007, 120.) Lisäarvomalli on esitettyä kaavan 1 mukaisesti:

$$P_0 = BV_0 + \frac{AE_1}{(1+r)} + \frac{AE_2}{(1+r)^2} + \frac{AE_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{AE_t}{(1+r)^t}$$

KAAVA 1 (Kallunki & Niemelä 2007, 120.)

Yrityksen arvo (P_0) saadaan oman pääoman kirjanpitoarvon (BV_0) sekä tulevien lisävoittojen (AE_t) summana. Diskonttaustekijä (r) on lisäarvomallissa oman pääoman tuottovaatimus. Lisäarvo eli lisävoitto (AE), jonka yritys tuottaa omistajilleen, on ennakoidun voiton ja sijoittajan odottaman voiton erotus. (Kallunki & Niemelä 2007, 120.) Tuleva lisävoitto lasketaan alla olevan kaavan 2 mukaisesti

$$AE_t = NI_t - r_e \times BV_{t-1}$$

KAAVA 2 (Penman 2013, 438.)

Lisävoitto AE_t saadaan, kun vähennetään tilinpäätöksen mukaisesta nettotuloksesta (NI_t) oman pääoman tuottovaatimuksen (r_e) ja edellisen vuoden oman pääoman kirjanpitoarvon (BV_{t-1}) tulo. (Penman 2013, 438.) Lisävoitto mittaa siis yrityksen kyvykkyyttä voittaa sijoittajien odotukset, koska sijoittajat odottavat vähintään oman pääoman tuottovaatimuksen mukaista voittoa. Mikäli yrityksen lisävoitto on positiivinen, niin yritys on kyennyt tuottamaan sijoitetulle omalle pääomalle lisäarvoa, mutta jos lisävoitto on negatiivinen, niin yrityksen liiketoiminta lähinnä kuluttaa sen omistajien varallisuutta. (Kallunki & Niemelä 2007, 120.)

Lisäarvomallilla on monia etuja muihin arvonmääritysmalleihin nähden. Lisäarvoallissa osakkeen arvo määritellään osakkeen kirjanpitoarvon ja tulevan taloudellisen lisäarvon summana, jolloin jakamalla oman pääoman arvo tasearvoihin ja tulevaan lisäarvoon saadaan arvo, jossa yrityksen tuleviin voittoihin liittyvät ennustevirheet eivät vaikuta merkittävästi menetelmän antamiin tuloksiin, koska diskonttauksen kohde saadaan vähentämällä tulos tuottovaatimuksesta. Lisäksi lisäarvomallin luotettavuus ei heikkene pääomarakenteiden muuttuessa, toisin kuin esimerkiksi vapaan kassavirran malli, joka on herkkä näille pääomarakenteiden muutoksille. Lisäarvomallissa voidaan myös käyttää ulkopuolisten arvonmäärittäjien tuloskehitysenennusteita, koska lisäarvomalli käyttää ennustettua tuloskehitystä tulevien osinkojen tai kassavirtojen sijasta. (Kallunki & Niemelä 2007, 120-121.)

2.3.2 Diskontatun kassavirran menetelmä (Discounted Cash Flow, DCF)

Kassavirtaperusteisissa menetelmissä yrityksen arvo saadaan diskonttaamalla kohdeyrityksen tulevien kassavirtojen nykyarvo. Kassavirtamenetelmät ovat suosittuja, koska ne ovat irrallisia tilinpäätöksen jaksotuksista ja eroavaisuuksista. Kassavirta ottaa myös huomioon vain yritykseen tulleet sekä sieltä lähteneet rahavirrat. Kassavirtapohjainen malli mahdollistaa tarkemman tuloksen muodostumisen analysoinnin ja tulevan tuloskehityksen tarkastelun. (Kallunki & Niemelä 2007, 109-110.) Kassavirtojen ennustaminen perustuu tilinpäätösanalyysiin ja liiketoiminta-analyysiin, joiden avulla arvioidaan yrityksen tulevaa taloudellista suorituskykyä, investointeja ja pääomarakennetta. (Seppänen 2017, 205.) Bäckin ym. (2009, 124) tutkimuksen mukaan diskontatun kassavirran malli (DCF, Discounted Cash Flow) on suosituin kassavirtamenetelmä, jota tarkastellaan myös tässä tutkimuksessa.

DCF-menetelmässä lasketaan yrityksen ennustettujen tulevien kassavirtojen nykyarvo. Tämä kassavirta on yrityksen liiketoiminnan tulevaisuuden vapaa kassavirta ennen rahoituseriä eli toisin sanoen kassavirta, jonka yritys voi käyttää omistajien tuottoon ja vieraan pääoman korkokulujen maksamiseen. (Bäck ym. 2009, 124.) DCF-menetelmän käyttö näyttää pintapuolisesti vaikealta prosessilta suorittaa, koska siinä on monimutkaisia laskelmia toisin kuin yksinkertaisemmissa arvonmääritysmenetelmissä. (Carland & White 1980, 43). Suurin osa arvonmääritystä tekevästä analyytikoista kuitenkin suosii DCF- menetelmän käyttöä yksinkertaisempien arvonmääritysmenetelmien sijaan huolimatta sen työläästä luonteesta. (Imam, Barker & Clubb 2008, 530). DCF-mallissa vapaa kassavirta ennustetaan taseen ja tuloslaskelman ennusteiden mukaisesti. Vapaan kassavirran laskemiseksi tuloslaskelmaa ja tasetta oikaistaan poistamalla niistä ei-operatiiviset erät. (Seppänen 2017, 205-206.) Vapaa kassavirta lasketaan taulukon 1 mukaisesti.

Liikevoitto
+ Poistot
- Liikevoitto * verokanta
- Nettokäyttöpääoman muutos, lisäys (-) / vähennys (+)
+ Investoinnit
= Vapaa kassavirta

TAULUKKO 1 Vapaan kassavirran laskenta (Bäck ym. 2009, 124.)

Selville saadut tulevat kassavirrat diskontataan pääoman painotetun keskiarvon tuottovaatimuksella (WACC, Weighted Average Cost of Capital), jolloin saatu arvo kuvaa yritykseen sijoitetun kokonaispääoman arvoa eli yritysarvoa (EV, Enterprise Value). Yrityksen oman pääoman arvo saadaan selville vähentämällä yritysarvosta yrityksen korolliset nettovelat (lyhyt- sekä pitkäaikaiset korolliset velat vähennettynä likvideillä rahavaroilla) sekä vähemmistöosuus arvonmäärittämyshetkellä. (Bäck ym. 2009, 124) WACC:in käyttö diskonttaustekijänä arvonmäärittämyksessä huomioi investointien ja toiminnan rahoittamiskulut sekä korollisen vieraan pääoman kulut markkina-arvoisina tuloverojen jälkeen (Seppänen 2017, 228). WACC:iin perustuvassa DCF-menetelmässä on oletuksena, että yrityksen pääomarakenteen pysyy vakiona tulevaisuudessa, mutta mikäli pääomarakenteeseen odotetaan tulevan muutoksia, WACC tulee määrittellä jokaiselle vuodelle erikseen tai muuten arvonmäärittämyksessä on käytettävä jotakin paremmin kyseiseen arvonmäärittämykseen perustuvaa kassavirtamallia (Seppänen 2017, 197, 251).

Listamattomissa yrityksissä arvonmäärittämykseen tuo haastetta se, ettei listamattomien yritysten oman pääoman markkinahintoja ole saatavilla. Tällöin markkinahintoja arvioidaan yleensä historiatietoihin, vertailuyrityksiin tai tavoitearvoihin perustuen. (Seppänen 2017, 252.) Listamattomien yritysten lisäksi nopeasti kasvavien yritysten arvonmäärittämyksen tekeminen kassavirtaperusteisilla menetelmillä on haastavaa, koska yritysten liiketoimintaan liittyy paljon epävarmuutta. Koller ym. (2010) esittävät, että DFC-malli kuitenkin toimii, kun siihen lisätään todennäköisyyksillä painotettuja tulevaisuuden skenaarioita yrityksen tulevaisuuden kassavirroista. Perinteisen historiallisen kehityksen sijasta tulisikin keskittyä arvioimaan yrityksen tulevaisuuden pitkän aikavälin markkinoiden kehitystä, jonka jälkeen vasta siirrytään analysoimaan nykyistä kehitystä. Tässä arviossa tehdään monia eri skenaarioita siitä, miten markkinat käyttäytyvät, koska pitkän aikavälin kehityksen arvioiminen on vaikeaa ja siihen liittyy paljon epävarmuutta. (Koller ym. 2010, 717.)

Ensin ennustetaan kestävä tuottavuuden taso, määritetään potentiaaliset markkinat ja arvioidaan, mikä on tarvittavien investointien määrä, jotta ennustettu kasvu olisi saavutettavissa. Tulevaisuuden rahavirtojen ennustaminen sidotaan operationaalisten suorituskykymittareihin. Tällaisia mittareita ovat esimerkiksi uusille markkinoille pääsyn taso, kestävä kate ja asiakaskohtainen liikevaihto. Seuraavassa vaiheessa määritetään nopean kasvun kesto, jonka pituus on yleensä nopean kasvun yrityksillä 10-15 vuotta. Nopean kasvun kesto arvioidaan vertaamalla vastaavien yritysten kasvua. Haasteena on se, että nopeasti kasvavien yritysten pitkän aikavälin investoinnit ovat usein hyvinkin abstrakteja. Täten verrokkiyritysten historiallisen kehityksen analysointi voi johtaa vääränlaisiin johtopäätöksiin (Koller ym. 2010, 718-725.) Kassavirtaperusteiset menetelmät soveltuvat moniin käyttötarkoituksiin, mutta ne ovat monimutkaisia ja vaativat paljon ennusteita tulevaisuudesta, jolloin arvonmäärittämyksen tarkkuus ja luotettavuus perustuu arvonmäärittäjän tekemiin valintoihin ja ennusteisiin. Tästä syystä myös ennustevirheiden riski on korkea (Seppänen 2017, 186-187; 273-274.) Kassavirtamenetelmät huomioivat myös rahan aika-arvon ja yrityksen pääomarakenteen, mutta kassavirtamenetelmissä huomioivat vain liiketoimintaan kuuluvat kassavirtaerät, jolloin liiketoimintaan kuulumattomien erien kassavirrat eivät sisälly kohdeyrityksen vapaaseen kassavirtaan ja sen vuoksi niiden diskontattu arvo tulisi laskea ja lisätä saatuaan yrityksen arvoon (Bäck ym. 2009, 126.)

2.3.3 Markkina-arvomenetelmät

Markkina-arvomenetelmien arvonmäärityksen pyrkimyksenä on arvioida yrityksen arvo perustuen yrityksen omiin, vertailukelpoisten transaktioiden tai vertailukelpoisten pörssinoteerattujen yritysten markkinahintoihin, joista sitten johdetaan kohdeyrityksen arvonmääritystä varten arvostuskertoimia (Seppänen 2017, 94–95). Tässä tutkimuksessa käsitellään markkina-arvoperusteisia menetelmiä lähinnä vertailukelpoisten transaktioiden näkökulmasta, joissa transaktion kohteena on yrityskauppa. Näistä transaktioista käytetään nimitystä verrokkitransaktio ja vertailukelpoista yrityksistä käytetään nimitystä verrokkiihtiö.

Markkina-arvomallit perustuvat arvostuskertoimiin, jossa ominaisuuksiltaan kohdeyritystä vastaavien verrokkitransaktioiden luvuista johdetut arvostuskertoimet ovat kohdeyrityksen arvonmäärityksen perustana. Arvostuskertoimien avulla arvonmäärityksessä voidaan käyttää toteutuneita yrityskauppoja. Täten arvonmäärityksessä saatu yrityksen arvo on lähtökohtaisesti markkinahintainen. Yrityksen hintaan vaikuttavat usein monet muutkin seikat, jotka täytyy huomioida arvonmäärityksen laadinnassa. Markkina-arvomalleissa on oletuksena, että markkina-arvo määräytyy avoimilla markkinoilla perustuen kaupan osapuolten taloudellisen datan pohjalta tekemiin analyysihin. Kaupankäynnin kohteena oleva yritys voi joskus olla sellainen, jolle ei löydy vastaavaa yritystä markkinoilta, jolloin on vaikeaa löytää vertailukelpoista markkina-arvoa yritykselle. Mikäli soveltuva vertailukauppa löytyy, saadaan näkemys yrityksen arvosta peilaamalla yrityksen arvon toteutuneeseen markkinahintaan. Tällöin kohdeyrityksen arvoa ei määritellä liian korkeaksi tai matalaksi arvonmäärityksen yhteydessä. Siten markkinahinta kuvastaa hintatasoa, jolla yritykset arvioidun virhemarginaalin sisällä suostuvat kaupankäyntineuvotteluihin. (Seppänen 2017, 93–94, 137.) Markkina-arvomenetelmissä arvonmääritys koostuu useasta eri vaiheesta, joita on havainnollistettu alla olevassa kuviossa 4.



KUVIO 4 Markkina-arvomenetelmän vaiheet (Seppänen 2017, 134.)

Arvonmäärityksen kohdeyrityksen ja verrokkikohteen tulisi olla samankaltaiset. Verrokkirytysten valinta vaatii täsmällistä analysointia sekä vertailua kohdeyrityksen ja verrokkitransaktioiden välillä. Samankaltaisuuden toteamisessa tarkasteltavia ominaispiirteitä ovat esimerkiksi yrityksen koko, toimiala, taloudellinen suorituskyky sekä markkinoiden eroavaisuudet ja samankaltaisuudet. Näiden analysoinnin lisäksi verrataan ei-rahamääräisiä tekijöitä, kuten verrokkitransaktioon liittyviä motiiveja sekä muita hintaan vaikuttaneita tekijöitä suhteessa arvonmäärityksen kohteena olevaan yritykseen. (Seppänen 2017, 136–137, 148.)

Markkina-arvoihin perustuva arvomääritys alkaa verrokkitransaktioiden valitsemisella. Verrokkitransaktioiden valitsemisen jälkeen yrityksen arvoa verrataan valitun verrokkikaupan toteutuneeseen arvoon hinnoittelukertoimen avulla. (Seppänen 2017, 133) Markkinaperusteisissa menetelmissä hinnoittelukertoimilla on merkittävä rooli arvonnäilyksessä, ja ne ovat verrokkiryhtiöistä laskettavia tunnuslukuja, jotka suhteutetaan yritysarvoon. Tunnusluvut voivat olla joko enustettavia tai historiaan perustuvia. (Sherman 2010, 149-151.) Hinnoittelukertoimeksi valitaan parhaiten yrityksen tulevaa tuloksenkykytekoa kuvaava tunnusluku. Hinnoittelukertoimen valinnan jälkeen oikaistaan verrokkitransaktioiden kertoimet, jotta kohdeyritys ja verrokkitransaktiot olisivat vertailukelpoisia. Arvonnäilyksessä käytettävä hinnoittelukerroin saadaan verrokkitransaktioiden keskiarvosta. Mikäli verrokkitransaktiossa on piirteitä, jotka eivät vastaa kohdeyritystä tai sen arvonluontia voidaan kertoimia oikaista. Seuraavaksi lasketaan yrityksen arvon estimaatti, joka saadaan selville kertomalla laskettu hinnoittelukerroin valitulla arvoajurilla. Tästä lasketusta yrityksen arvosta voidaan tehdä johtopäätöksiä yrityksen arvosta sekä määrittää mahdollinen luottamusväli yrityksen arvolle käytetyn aineiston ja sen analysoinnin perusteella. Johtopäätösten teon yhteydessä arvioidaan yrityksen arvon indikaation luotettavuutta ja siihen vaikuttavia tekijöitä. Saatujen johtopäätösten tulee olla johdonmukaisia arvonnäilyksen käyttötarkoituksen ja tavoitteen, valitun arvonnäilyksen lähestymistavan ja valitun arvon perustan kanssa. (Seppänen 2017, 133-134.)

Verrokkitransaktion arvon käyttäminen arvonnäilyksen perustana on mahdollista, mikäli yrityksen ominaispiirteet sekä kauppaan liittyvät tekijät ovat samantaisia arvonnäilyksen kohteena olevan yrityksen kanssa. Verrokkirytysten omistussuosuksien markkinoiden ollessa aktiiviset, toimivat, tehokkaat ja avoimet, markkinahinta on arvonnäilyshetkellä lähtökohtaisesti tarkin ja objektiivisin yrityksen todellisen arvon estimaatti. Pienyritysten arvonnäilyksen kohdalla on asennuttava kriittisesti vertailukauppoihin ja niistä johdettaviin arvonnäilyskertoimiin, koska niihin voi liittyä taustatekijöitä, joiden tietoa ei ole saatavilla. Arvonnäilyttäjän tuleekin arvioida moniulotteisesti ja laajasti verrokkitransaktioon liittyviä tekijöitä sekä käyttää harkintaa (Seppänen 2017, 131-133.)

Verrokkitransaktioiden valitsemisen jälkeen yrityksen arvoa verrataan valitun verrokkikaupan toteutuneeseen arvoon hinnoittelukertoimen avulla. Hinnoittelukertoimella peilataan yrityksen arvoa suhteessa sen tuloksentelekykyyn. Hinnoittelukertoimen avulla saadaan muodostettua erikokoisista yrityskaupoista vertailukelpoisia, koska se lasketaan jakamalla verrokkirytyksen markkina-arvo tietyllä arvoajurilla, joka voi olla, vaikka tilinpäätöksestä valittu suorituskyvyn mittari. Kun vertailukauppoja on useita, saadaan laskettua eri hinnoittelukertoimien keskiarvo, joka toimii arvonnäilyksen perustana. Hinnoittelukerroin lasketaan jakamalla verrokkirytyksen markkina-arvo valitulla verrokkirytyksen arvoajurilla. (Seppänen 2017, 133, 153.) Hinnoittelukertoimen laskukaava on esitettyä alla kaavassa 3

$$\text{Hinnoittelukerroin } (M) = \frac{\text{Verrokkitransaktion markkina-arvo } (V)}{\text{Verrokkirytyksen arvoajuri } (X)}$$

Markkina-arvo (V) kuvaa markkinoiden tai transaktion osapuolien näkemystä yrityksen kyvystä tuottaa kassavirtaa tulevaisuudessa. Verrokkiyrityksen arvoajuri (X) on tilinpäätökseen perustuva suorituskyvyn mittari, kuten käyttökate, liikevaihto, tilikauden tulos tai kassavirta. Joskus arvoajuri voi olla myös taseeseen perustuva sijoitetun pääoman mittari tai joku ei-rahamääräinen suorituskyvyn mittari. Perusta arvoajurin yhdistämisessä hinnoittelukertoimeen on sen kyky heijastaa yrityksen kyvystä tuottaa kassavirtaa tulevaisuudessa. Saadun hinnoittelukertoimen avulla lasketaan kohdeyrityksen arvo. (Seppänen 2017, 153.) Kohdeyrityksen arvonmääritys hinnoittelukertoimen avulla on kuvattuna alla olevassa kaavassa 4

$$\text{Yrityksen arvo } (V) = \text{Hinnoittelukerroin } (M) \times \text{Yrityksen arvoajuri } (X)$$

KAAVA 4 (Seppänen 2017, 153.)

Kohdeyrityksen arvo (V^*) määritetään kertomalla hinnoittelukerroin valitulla kohdeyrityksen arvoajurilla. Valitun kohdeyrityksen arvoajurin tulee olla sama kuin hinnoittelukertoimen määrittelyssä käytetty arvoajuri. (Seppänen 2017, 153.) Eri hinnoittelukertoimilla arvonmäärityksessä lasketut arvot saattavat vaihdella. Siksi arvonmäärityksessä käytetään usein useampaa hinnoittelukerrointa samanaikaisesti, sillä useamman hinnoittelukertoimen samanaikaisella käytöllä yhdessä muiden arvonmääritysmenetelmien kanssa auttaa havaitsemaan tekijöitä, jotka vaikuttavat yrityksen arvoon, ja varmentaa yrityksen arvioituja arvoja. Yrityskaupoissa käytetyimpiä hinnoittelukertoimia ovat seuraavat tunnusluvut

- EV/S
- $EV/EBIT$
- $EV/EBITDA$ (Seppänen 2017, 162–163.)

EV (Enterprise Value) tarkoittaa tässä kaupankohteena olevan yrityksen kaupanarvo, joka syntyy, kun yrityksen markkina-arvoiseen omaan pääomaan lisätään sen vieraan pääoman nettoarvo, joka saadaan vähentämällä yrityksen korollisesta vieraasta pääomasta sen rahavarat. Saatu yritysarvo eli EV voidaan jakaa liikevaihdolla (S), liikevoitolla ($EBIT$) tai käyttökatteella ($EBITDA$) (Seppänen 2017, 162–163.) Näistä hinnoittelukertoimista $EV/EBIT$ ja $EV/EBITDA$ kertovat yrityksen kannattavuudesta suhteessa sen arvoon ja EV/S kuvaa yrityksen liiketoiminnan volyyymia (Katramo ym. 2013, 106, 116).

Markkina-arvomenetelmät ovat hyvin yleisiä ja helppokäyttöisiä sekä luovat oikeassa ympäristössä tarkkoja ja luotettavia arvioita kohdeyrityksen arvosta. Niillä on lisäksi vahva perusta markkinoiden ollessa oikealla tavalla kilpailulliset. Haasteina malleissa ovat vertailukelpoisten transaktioiden vähäinen määrä ja siinä tarvittavan analysoinnin haastavuus. Lisäksi markkinat voivat myös johtaa vääriin johtopäätöksiin, koska menetelmät vaativat tietynlaisia ennusteita, oikaisuja ja oletuksia. Markkina-arvomenetelmää kannattaakin pitää vain tukevana arvonmääritysmenetelmänä muiden arvonmääritysmenetelmien ohessa, mikäli riittävää vertailukelpoista tietoa vertailukelpoisten yrityskauppojen arvoista ei ole saatavilla. (Seppänen

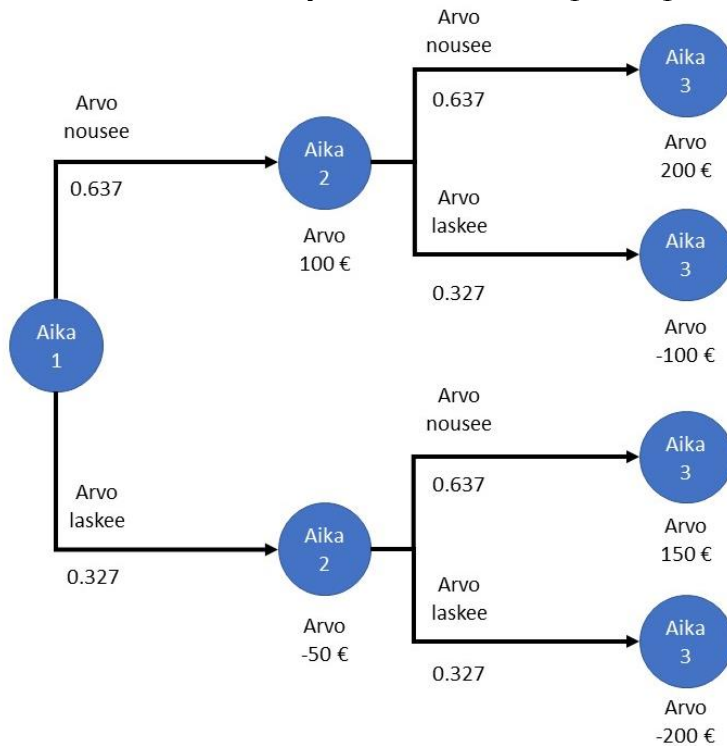
2017, 137, 181-182.) Markkinaperusteiset menetelmät ovat myös haastavia sen vuoksi, että on vaikeaa löytää oikeasti samanlaista verrokkiyritystä. Vaikka löytyisi verrokkiyritys, jolla on myös samanlainen liiketoimintamalli, niin silti kohdeyrityksen ja verrokkiyrityksen välillä voi olla merkittäviä eroavaisuuksia kilpailuympäristössä ja markkinoiden kypsyydessä. Oikeiden hinnoittelukertoimien valinta on todella vaikeaa, jotta kertoimet kuvastaisivat yrityksen erityislaatua. Markkinaperusteiset mallit eivät sovellu välttämättä internetyritysten arvonmääritykseen, koska kyseiset yritykset ovat monesti vielä sellaisessa vaiheessa, etteivät ne tuota voittoa. Tällöin monet markkina-arvomallit eivät toimi, koska niissä on oletuksena, että yrityksen kyky tuottaa voittoa on sen arvon pääajuri. Internet-yhtiöissä taas yhtiön arvon perustana on monesti brändi tai jokin muu aineettoman pääoman ominaisuus. (Gupta & Chevalier, 2002, 193-194.) Markkina-arvomenetelmää kannattaakin pitää vain tukevana arvonmääritysmenetelmänä muiden arvonmääritysmenetelmien ohessa, mikäli riittävää vertailukelpoista tietoa vertailukelpoisten yrityskauppojen arvoista ei ole saatavilla. (Seppänen 2017, 182).

2.3.4 Reaaliopiot

Reaaliopiot nähdään yhtenä vaihtoehtoisena tapana yrityksen arvonmääritykselle, etenkin kasvavien start-up yritysten arvonmäärityksessä. Syy reaaliopioiden käytölle on se, että reaaliopiot arvostavat kasvaviin yhtiöihin liittyvät epävarmuudet optiona. (Gupta & Chevalier, 2002, 194.) Optiohinnoitteluteorian perusta on vuonna 1973 Myron Scholesin ja Fischer Blackin kehittämä sekä Robert Mertonin täydentämä rahoituksessa käytettävä finanssipuolen optiohinnoittelumalli. Tätä optiohinnoitteluteorian kaavaa kutsutaan Black-Scholes malliksi tai Black-Scholes-Merton malliksi. (Trigeorgis 1993, 203). Myers (1977) esitteli artikkelissaan "Determinants of corporate borrowing" termin reaalioptio ja toi esille reaaliopioiden samankaltaisuuden tavallisten finanssiopioiden kanssa. Hänen mukaansa yrityksen arvo muodostuu sen nykyisistä varoista sekä mahdollisuuksista hankkia omaisuutta pääomainvestointien kautta. Yrityksen pääomainvestoinnit ovat verrattavissa osto-optioon (Myers 1977.) Reaaliopioiteorian mukaan yrityksen johdolla on option kaltainen mahdollisuus, mutta ei velvoitetta, tehdä tai muuttaa yrityksen tulevaisuuden päätöksiä myöhemmässä vaiheessa, kun asiaa koskien on tarjolla enemmän informaatiota. Reaaliopioita voidaan käyttää investointiprojektien arvon selvittämiseen, yrityksen strategian uudelleen järjestämiseen epävarmassa taloudellisessa ja/ tai teknologisessä ympäristössä sekä tilanteissa, joissa ei voi käyttää historiallista kehitystä tulevaisuuden arvioinnissa. (Gupta & Chevalier, 2002, 194-195.)

Reaaliopioiteoria perustuu perinteiseen Black-Scholes optiohinnoitteluteoriaan sekä päätöspuu (decision tree) lähestymistapaan. (Gupta & Chevalier, 2002, 194). Päätöspuu lähestymistapa perustuu Cox, Ross ja Rubinstein:n (1979) luomaan optioiden hinnoittelussa käytettyyn binomimalliin (Cox, Ross & Rubinstein 1979). Reaaliopioiden yhteydessä päätöspuu lähestymistapaa käytetään havainnollistamaan yrityksen tulevaisuuden mahdollisuuksia reaaliopioina. Päätöspuussa rakennetaan päätöspuu kaikista mahdollisista tilanteista, jotka voivat tapahtua sekä päätöksistä, joilla yrityksen johto voi reagoida näihin

tilanteisiin. Arvonmäärityksen yhteydessä arvonmäärittäjä arvioi jokaiseen tilanteeseen liittyvän kassavirran ja todennäköisyyden kullekin tilanteelle, jolloin tiedetään odotus investointiin liittyvästä kassavirrasta. (Gupta & Chevalier, 2002, 194, 203.) Binomipäätöspuun avulla yrityksen tulevaisuuden mahdollisuuksista voidaan muodostaa arvo reaaliopiolle. Reaaliopiotieteen mukaiset optiot joko onnistuvat tai epäonnistuvat, jonka seurauksena niillä on ajan kuluessa jokin arvo tietyllä todennäköisyydellä. Binomipuun eri vaihtoehtojen arvot diskontataan nykyarvoon, jolloin nähdään mikä arvo milläkin lopputuloksella on ja nämä kerrotaan todennäköisyyksillä, jolloin saadaan selville reaalioption arvo. (Brandão, Dyer & Hahn 2005, 75-76.) Diskonttausarvona nykyarvon selvittämiseksi käytetään yleensä painotettua pääoman keskimääräistä kustannusta. Päätöspuussa siis ei siis muuteta diskonttokorkoa muuttuvan riskitason huomiointiseksi. (Gupta & Chevalier, 2002, 194, 203.) Kuviossa 5 on esimerkki reaaliopiotien arvostukseen käytettävästä binomipäätöspuusta.



KUVIO 5 Binomipäätöspuu (Brandão, Dyer & Hahn 2005, 75.)

Kassavirtaperusteiset menetelmät ovat olleet suosittuja, koska ne ovat hyvin teoriapohjaisia, yksinkertaisia ja helppoja käyttää arvonmäärityksessä. Lisäksi kassavirtaperusteiset menetelmät perustuvat yleensä yhden tietyn kassavirran ennustamiseen eikä monien eri kassavirtojen ennustamiseen. Kassavirtaperusteiset menetelmät ovat kuitenkin jäykkiä eivätkä ota huomioon arvonmäärityksessä joustavuutta investointipäätöksissä. (Koller ym. 2010, 679-680.) Reaaliopiotieteen tavoitteena on ottaa huomioon perinteisten kassavirtamenetelmien lisäksi luovuus ja joustavuus investointipäätöksissä, jolloin yritys voi muuttaa strategista suuntaansa reagoidakseen markkinoiden muutokseen tai uuteen tietoon (Buckley 1996, 304). Yrityksen kokonaisarvo muodostuu reaaliopiotieteen

mukaan tulevaisuuden odotettujen kassavirtojen arvosta sekä yrityksen tulevaisuuden kasvumahdollisuuksien arvosta, joka arvostetaan reaalioptioiden avulla. (Trigeorgis & Ioulianou 2013, 735).

Epävarmuus nähdään yleensä riskinä, joka vaikuttaa negatiivisesti yrityksen arvoon. (Trigeorgis & Ioulianou 2013, 735). Kassavirtaperusteisilla menetelmillä on tapana rangaista yrityksiä, joiden tulevaisuudennäkymät ovat epävarmat. Reaalioptioteoriassa taas epävarmuus nähdään mahdollisuutena, jonka avulla yritys voi kasvumahdollisuuksia, jotka voivat lisätä yrityksen arvoa. (Gupta & Chevalier, 2002, 195.) Trigeorgis ja Ioulianou (2013) toivat esille tutkimuksessaan, että diskontattu kassavirtamenetelmä ei toimi tarpeeksi hyvin tehtäessä arvonmäärittästä nopeasti kasvavalle yritykselle, kuten tutkimuksen kohdeyritys EchoStar. Heidän mukaansa kassavirtamenetelmän heikkoutena on etenkin se, että siinä aliarvostetaan selkeästi tappiollisia kasvuoptioita. Case-yritys EchoStarilla oli esimerkiksi monia erilaisia kasvumahdollisuuksia, jotka loisivat yritykselle arvoa, mikäli markkinat tai kysyntä kehittyisivät riittävästi. Tällöin yrityksen arvonmäärittäminen teko DFC-menetelmällä nykyisillä hinnoilla ja kysynnällä aiheuttaa yrityksen merkittävän aliarvostuksen. Lisäksi kassavirtamenetelmä ei huomioi monitasoisten kasvu- ja investointioptioiden arvoa. Mikäli johto ymmärtää uusien liiketoimintojen arvostamisen kuin optioina, sillä on mahdollisuus saavuttaa suurta etulyöntiasemaa epävarmoissa olosuhteissa, arvioida paremmin mahdollisia yritysostoja tai hyödyntää strategisia kumppanuuksia tulevaisuudessa. (Trigeorgis & Ioulianou 2013, 755-756.)

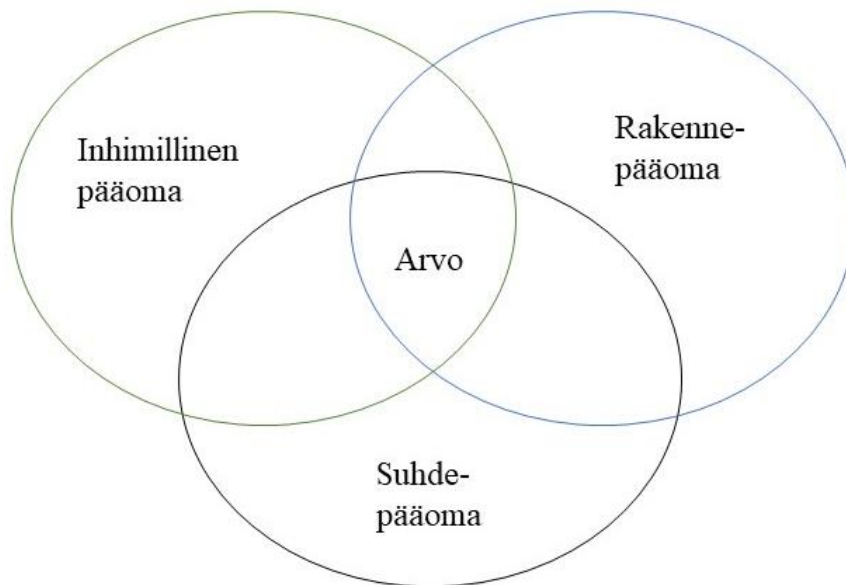
Reaalioptioteorian mukaan uusien liiketoimintojen kehittäminen tai laajentaminen toimii samalla tavalla kuin osto-option toteutus, missä toteutushinta on liiketoimintojen kehittämisen tai laajentamisen kustannus. Epävarmuuden ollessa läsnä optio on arvokkaampi kuin varmoina aikoina. Optiota tulisikin kehittää ja pitää avoinna sitä pidempään mitä suurempi epävarmuus on kysynnästä, kilpailuympäristöstä, hinnoista tai teknologiasta. Yritysten johdossa on ymmärretty, mikäli epävarmalla teknologialla suoritettu investointi onnistuu, se luo usein merkittäviä strategisia hyötyjä investoinnin johtaessa jatkumahdollisuuksiin tai muihin laajennuksiin. Monet investoinnit tehdään pääasiassa niiden tarjoamien tulevaisuuden kasvumahdollisuuksien vuoksi, mitä ei voitaisi saavuttaa ilman investoinnin tekemistä. Täten reaalioptiomalli on monesti parempi työkalu yrityksen arvonmäärittämisessä kuin kassavirtamenetelmät, koska sen avulla voidaan tunnistaa ja arvostaa investointimahdollisuuksien joustavuus, kasvuoptioiden tärkeys ja muut strategiset seikat. (Trigeorgis & Ioulianou 2013, 755-756.) Reaalioptioita voidaan käyttää myös aineettoman pääoman arvonmäärittämisessä, koska aineettomat pääomaerät luovat yritykselle arvoa ja kasvumahdollisuuksia. Jotta näitä kasvumahdollisuuksia voitaisiin hyödyntää, on tehtävä investointeja aineettomaan pääomaan. Täten aineettomat pääomaerät ja niiden tarjoamat kasvumahdollisuudet ovat eräänlaisia optioita yritysjohdolle, jotka voidaan käyttää tai jättää käyttämättä. Tällä perusteella aineettomien pääomaerien arvostuksessa voidaan käyttää myös reaalioptioita (Sundarsanam, Sogar & Marr, 2006, 306.) Reaalioptioita käytetäänkin erityisesti bioteknologian ja lääketieteellisuuden yhtiöiden arvonmäärittämisessä. (Samuel, Sastry & Pavani, 2018, 133).

3 AINEETTOMAN PÄÄOMAN ARVONMÄÄRITYS YRITYSKAUPASSA

3.1 Aineeton pääoma ja sen kolmijako

Aineeton pääoma on sellaisia organisaation ei-fyysisiä asioita, joiden oletetaan tuottavan organisaatiolle taloudellista hyötyä tulevaisuudessa. Aineeton pääoma koostuu yksittäisistä aineettomista resursseista, joita ovat esimerkiksi yrityksen brändi, henkilöstön osaaminen ja yrityksen prosessit sekä asiakassuhteet. (Lönnqvist ym. 2010, 18.) Kyseiset asiat ovat pitkään liittyneet merkittävänä osana liiketoimintaan ja niiden roolia tärkeinä tuotannontekijöinä on nykyisin ryhdytty tiedostamaan yritystoiminnan siirtyessä hiljalleen pääomavaltaisesta teollisuudesta tietointensiivisempään suuntaan. (Roos ym. 2006, 7-10.) Aineeton pääoma jakautuu inhimilliseen pääomaan, rakennepääomaan ja suhdepääomaan. (Pastor ym. 2017, 394). Tarkastellessa aineetonta pääomaa on tärkeää ottaa huomioon, että aineettoman pääoman arvo syntyy näiden kolmen osatekijän yhdistelmänä. Eli pelkästään näiden kolmen tekijän olemassaolo ei riitä, vaan niiden on täydennettävä toisiaan luoden synergiaetuja (Lönnqvist ym. 2010, 32.)

Yritys ei kykene muuttamaan aineetonta pääomaa taloudelliseksi tulokseksi, mikäli jokin aineettoman pääoman osa-alue olisi heikko muiden osa-alueen ollessa vahvoja. Siksi aineettoman pääoman osatekijöiden tulisi olla yhteydessä toisiinsa. (Lönnqvist ym. 2010, 32.) Kuviossa on havainnollistettu aineettoman pääoman arvoperustaa (Edvinsson & Malone 1997, 145-146). Koska suurin osa aineettomista pääomaeristä ei ole itsenäisiä, toisistaan eroteltavissa olevia resursseja, ne tuovat arvoa yritykselle yhdessä yrityksen muun aineellisen varallisuuden kanssa. Esimerkiksi henkisen pääoman hyödyntämiseen tarvitaan myös aineellista pääomaa. Täten yrityksen varsinainen arvo syntyy siitä, miten sen varallisuuserät on suunniteltu tuottamaan kilpailuetua yritykselle ja miten ne on organisoitu liiketoimintasuunnitelman mukaisesti tuottamaan arvoa omistajille. (Penman 2009, 360.) Aineettomalle pääomalle ei ole yhtenäistä viitekehystä ja aineettoman pääoman määritelmät ovat olleet hyvin kirjavia, mikä on johtanut haasteisiin aineettoman pääoman johtamisessa. (Roos ym. 2006, 13). Aineettoman pääoman arvomuodostumista kuvataan usein Saint-Ongen ym. (1996) luomalla aineettoman pääoman arvoalustalla, jota on havainnollistettu seuraavalla sivulla kuviossa 6



KUVIO 6 Aineettoman pääoman arvoalusta, The Value Platform (Saint-Onge, ym. 1996)

3.1.1 Inhimillinen pääoma

Stewartin (1997) mukaan inhimillinen pääoma on yksilöiltä tarvittavaa kyvykkyyttä tuottaa ratkaisuja asiakkaille. Inhimillinen pääoma pitää sisällään esimerkiksi työntekijöiden tietotaidon, koulutuksen, asenteet, innovatiivisuuden, kompetenssit ja kyvyt, joita yritys hyödyntää liiketoiminnassaan ja jotka vaikuttavat yrityksen arvonluonnissa. Yritys ei kuitenkaan omista työntekijöidensä inhimillistä pääomaa, vaan työntekijöillä on valta käyttää omaa osaamistaan ja kokemustaan yrityksen hyväksi. Yritys voi vahvistaa sen ja henkilöstön välistä sitoutumista esimerkiksi sopimuksellisin keinoin, vaikka se ei omista työntekijöidensä osaamista ja tietotaitoa. (Roos ym. 2006, 13-14, Lönnqvist ym. 2010, 31.) Inhimillisen pääoman tärkeimpänä päämääränä on innovaatioiden, kuten uusien tuotteiden, palveluiden tai kehittyneimpien prosessien tuottaminen. Innovaatioita ilmaantuu sitä tehokkaammin, mitä suurempi osa ajasta käytetään niitä synnyttävään toimintaan (Stewart, 1997, 86.)

Inhimillisen pääoman onnistumisessa näkyy myös rakennepääoman merkitys, koska pelkät etevät työntekijät eivät muodosta vielä menestyvää yritystä. Esimerkiksi yliopistoissa on paljon lahjakkaita ihmisiä, mutta ne eivät välttämättä ole kovin hyvä esimerkki nerokkaasta organisaatiosta, koska siellä tieto ei virtaa niin tehokkaasti. McDonald'sin työntekijöiden keskimääräinen älykkyydosamäärä ei ole kovin korkea, mutta kyseessä on silti todella nerokas yritys. (Stewart 1997, 76) Inhimillisen pääoman merkitys voi olla yritykselle hyvin suuri. Esimerkiksi tietointensiivisillä yrityksillä ainoa merkittävä omaisuususerä voi olla niiden inhimillinen pääoma (Stähle & Grönroos 1999, 160.) Tiedeyhteisöissä onkin noussut kiinnostus tunnistaa, mitata ja johtaa aineetonta pääomaa ja etenkin sitä osana olevaa inhimillistä pääomaa. (Serrano Cinca, Mar Molinero & Bossi Queiroz, 2003, 249).

3.1.2 Rakennepääoma

Rakennepääoma koostuu Roosin ym. (2006, 14) mukaan kaikista yrityksen toiminnassa käytettävistä rakenteista, järjestelmistä, prosesseista ja toimintatavoista. Lisäksi rakennepääomaan kuuluvat yrityksen maine, brändi, tavaramerkit, immateriaalioikeudet sekä organisaatiokulttuuri. Lönnqvist ym. (2010) lisäävät vielä rakennepääomaan yrityksen arvot ja kulttuurin, työilmapiirin sekä dokumentoidun tiedon. Usein nämä aineettomat resurssit ovat yrityksen omistuksessa tai ainakin jotenkin kontrolloitavissa, luukuun ottamatta yrityksen mainetta ja yrityskulttuuria, joihin vaikuttaa myös ulkopuolisia tekijöitä, kuten asiakkaiden ja työntekijöiden asenteet, mielipiteet sekä mielikuvat. (Roos ym. 2006, 14). Organisaatiokulttuuri auttaa yksilöitä sitoutumaan organisaation päämääriin ja antaa organisaatiossa työskenteleville identiteetin sekä ylläpitää sosiaalista järjestelmää organisaatiossa. Organisaatiokulttuuri on käytännössä järjestelmä, johon kuuluvat yrityksen itsestään selvät säännöt, odotukset ja oletukset. Myös yrityksen arvot ja työilmapiiri ovat tärkeä osa yrityskulttuuria. (Lönnqvist ym. 2010, 41-44.)

Rakennepääoman tekijöiden arvo syntyy yleensä niiden muodostamien synergioiden ansiosta. (Roos ym. 2006, 14). Tässä tärkeässä osassa ovat yrityksen erilaiset järjestelmät ja prosessit. Näillä tarkoitetaan erilaisia yrityksessä tietoisesti suunniteltuja asioita, joilla on tavoitteena ohjata työntekijöiden toimintaa. Tavoitteena on saada ihmiset tekemään työtään, kommunikoidaan keskenään, suunnittelemaan, organisoimaan ja kehittämään toimintaansa. Näin prosessien ja järjestelmien avulla voidaan hyödyntää työntekijöiden osaamista ja muuttaa se taloudelliseksi tuotoksi. (Lönnqvist ym. 2010, 45.) Täten rakennepääoman ansiosta organisaation yksilöiden tietotaitoa ja osaamista voidaankin muuttaa yrityksen omaisuudeksi erilaisten toimintamallien ja informaatiojärjestelmien avulla. (Stewart 1997, 76-77). Prosessit ovatkin usein yrityskohtaisia ja niistä on arvoa juuri kyseiselle yritykselle. Nämä prosessit jakautuvat yrityksen ydin- ja tukiprosesseihin. Prosesseja ja järjestelmiä parantamalla voidaan kehittää liiketoimintaa ja kasvattaa tulosta. Viime vuosina rakennepääoman osalta erityisen tärkeäksi on noussut liiketoimintatiedon (BI, Business Intelligence) hallinta. Liiketoimintatiedon tai Business Intelligencen hallinta tarkoittaa toimintaa, jossa kerätään systemaattisesti tietoa ja tulkitaan sekä analysoidaan sitä. Tämän pohjalta arvioidaan tiedon merkitystä omalle liiketoiminnalle ja käytetään analysoitua tietoa päätöksenteon tukena. (Lönnqvist, 2010, 45.)

3.1.3 Suhdepääoma

Suhdepääoma on yrityksen sidosryhmäyhteyksistä muodostuvaa arvoa. Yritysten onkin tärkeää ymmärtää suhdeverkostojensa tärkeys niiden liiketoiminnassa sekä kilpailukyvyyn mahdollistajana. (Roos ym. 2006, 8.) Yritykselle arvoa luovia sidosryhmäsuhteita ovat muun muassa suhteet asiakkaisiin, alihankkijoihin, tavarantoimittajiin, palveluntarjoajiin, muihin yhteistyökumppaneihin, rahoittajiin, omistajiin, mediaan ja yhteiskuntaan. Yritys ei omista näitä suhdepääoman resurssejaan, mutta pystyy jossain määrin kontrolloimaan niitä. (Roos ym. 2006,

14.) Monesti nämä aineettomat resurssit, esimerkiksi asiakassuhteet ovat jonkun yksittäisen henkilön luomia ja näin ovat olennaisesti sidoksissa kyseisiin henkilöihin. Täten työntekijän vaihtaessa työpaikkaa tai jäädessä eläkkeelle hänen niin sanotusti ”omistamansa” asiakassuhteet voivat seurata hänen mukanaan pois yritykseltä. Tämä voidaan jossakin määrin estää erilaisin sopimuksin. (Lönnqvist ym. 2010, 31.) Monesti suhdet pääoman kontrolloitavuus riippuu enimmäkseen sidosryhmäsuhteen laadusta. (Roos ym. 2006, 14).

Suhdepääoma ja sen tekijöistä asiakassuhteet ovat yksi tärkeimmistä aineettoman pääoman osa-alueista, koska asiakkaat tuovat yritykselle myyntiä ja sitä kautta rahaa. (Steward, 1997, 143). Lisäksi asiakastyytyväisyyden sekä -uskollisuuden taso vaikuttaa suoraan yrityksen taloudellisiin resursseihin sekä tulokseen. (Lönnqvist ym. 2010, 38). Asiakassuhteiden tärkeys korostuu varsinkin yrityksillä, jotka käyttävät huomattavasti resurssejaan uusasiakashankintaan ja joiden tavoitteena on parantaa asiakkaidensa tyytyväisyyttä kasvattaakseen tulostaan (Livne, Simpson & Talmor 2011, 334). Yritykselle tärkeää on myös asiakassuhteiden jatkuvuus ja asiakkaiden sitoutuminen, koska tämä tarkoittaa pidempikestoisia asiakassuhteita, jolloin asiakkaat tuottavat arvoa yritykselle pidemmän aikaa ja asiakkaiden on vaikeampi irrottautua yrityksestä. (Smith & Parr 2015, 69.) Vaikka, Roos ym. (2006) sijoittavat brändin ja maineen osaksi rakennepääomaa, ne vaikuttavat myös vahvasti suhdet pääomaan, koska niillä on merkittävä vaikutus yrityksen asiakassuhteiden synnyttämään asiakasarvoon. Yrityksen brändi ja maine luovat eräänlaisen preemion, minkä verran asiakas on valmis maksamaan enemmän yrityksen merkkituotteesta suhteessa muuten samanlaiseen tuotteeseen, jolla ei ole niin vahvaa brändiä tai mainetta (Stewart 1997, 77-78.) Brändit ovatkin yrityksen toiminnan kulmakiviä, koska niiden avulla yritys voi luoda kassavirtaa ja kilpailuetua. Brändit ovatkin monella toimialalla yrityksen yksi tärkeimmistä aineettomista resursseista. (Lönnqvist ym. 2010, 40.)

3.2 Aineeton pääoma IAS 38 (aineettomat hyödykkeet) ja IFRS 3 (liiketoimintojen yhdistäminen) standardien näkökulmasta

IASB:n (International Accounting Standards Board) (2010) mukaan aineeton pääoma viittaa aineettomiin hyödykkeisiin, jotka ovat laillisesti suojattuja, kuten tavaramerkit ja tekijänoikeudet. Yrityksen sisäisesti kehitettyjen aineettomien hyödykkeiden kohdalla on taas haastavampaa määrittää, että täyttävätkö nämä aineettomat pääomaerät IFRS 3 -standardin mukaiset aineettoman hyödykkeen tunnistettavuuden kriteerit. (IASB 2010, A845-846.) Aineettomien hyödykkeiden arvonmäärittämisestä ohjeistetaan IAS 38 (Aineettomat hyödykkeet) standardissa. Aluksi pyritään tunnistamaan IAS 38 mukaisesti arvostettavissa olevat aineettomat hyödykkeet. IAS 38 standardissa säädetään erikseen aineettomien hyödykkeiden kirjanpito käsittelystä sekä niihin liittyvistä tilinpäätösraportointivaatimuksista. Aineeton pääoma on sovellettavissa IAS 38 mukaisesti, jos kaksi perusvaatimusta täyttyvät. (IAS 38; 21.)

Ensimmäinen perusvaatimus on, että arvostettava aineettomat pääomaerät on erotettava yhteisön muusta arvoa tuottavasta omaisuudesta. Aineettoman pääoman arvoa on haastavaa erottaa liikearvosta, jonka sisältö ei ole täysin tunnistettavissa ja helposti irrotettavissa. Toinen perusvaatimus on, että aineettomat pääomaerän tulisi ilmetä sopimuksissa tai laillisista oikeuksista, jolloin voidaan varmistua siitä, että yhteisöllä on hallinta aineettomiin pääomaeriin. Näiden peruseräiteiden lisäksi aineettoman hyödykkeen hankintameno pitäisi pystyä määrittämään luotettavasti. (IAS 38; 21, 38.) Lisäksi aineettomista hyödykkeistä tulisi olla tulevaisuudessa taloudellista hyötyä yritykselle. Nämä saatavat tulevaisuuden taloudelliset hyödyt muodostavat perustan aineettoman pääoman arvonnäilytykselle ja ne ovat määritelty tarkasti IAS 38 standardissa. Aineettomasta pääomasta saatavat taloudelliset hyödyt voivat olla niiden myynnistä saatuja tuloja, kustannussäästöjä tai muita taloudellisia hyötyjä. (IAS 38; 17.)

Mikäli aineeton hyödyke täyttää hyödykkeen määritelmän ja on tunnistettavissa, pitäisi sen arvo myös kyetä määrittämään luotettavasti. (IASB, 2010, A839-840). Erityisesti inhimillisen pääomaan liittyy merkittävästi subjektiivisuutta, jolloin tiettyyn inhimilliseen aineettomaan pääomaerään liittyviä kassavirtoja on haastavaa arvioida. (Seetharaman, Sooria & Saraman 2002, 133). Suomalaisen kirjanpitolainsäädännön mukaan aineettoman pääoman arvonnäilytykselle ei ole ollut tarvetta tai mahdollisuuksia. Varsinkin tulevaisuuden tulonodotuksiin perustuvien arvonnäilytysperiaatteiden soveltamiseen on ollut todella vähän tarvetta suomalaisessa kirjanpidossa, koska suomalainen kirjanpitolainsäädäntö ja -käytäntö perustuu lähinnä historiallisiin hankintamenoihin. (KHT-yhdistys 2006, 8.) Täten tilinpäätöksistä saatavat omaisuusarvot perustuvat kirjanpidollisiin arvoihin, eivätkä välttämättä kuvasta yrityksen omaisuuserien todellista arvoa. (Kallunki & Niemelä 2007, 35). Tämä korostuu erityisesti aineettoman pääoman kohdalla suomalaisen tilinpäätösnormiston rajattujen mahdollisuuksien takia (Hakala 2006, 8).

IFRS 3 -standardin mukaisesta liiketoimintojen yhdistämisen yhteydessä tehtävä kauppahinnan kohdistus (Purchase Price Allocation) tuli pakolliseksi suomalaisille julkisesti listatuille yrityksille vuonna 2005 IFRS säädösten korvaessa suomalaiset tilinpäätöskäytännöt julkisesti listattujen yritysten kohdalta. Suomalaisten tilinpäätöskäytäntöjen mukaan kauppahinnan kohdistus on mahdollista tehdä, mutta sitä ei ollut käytetty paljon, koska yksinkertaisemmat yhdistelymenetelmät olivat sallittuja. IFRS 3 -standardin mukaan yritysten on raportoitava erikseen toimintakertomuksissa yrityskaupoista ja näytettävä hankintahinnan allokatio erikseen. Yrityskaupan kohteena olevan yhtiön varat ja velat tulee arvostaa kohdeyhtiön määräysvallan siirtymishetkellä vallinneiden olosuhteiden mukaisesti ja niiden pitää olla yksilöitävissä tarkasti sekä täyttää standardin mukaiset kriteerit. Varojen ja velkojen yksilöimisen kriteerit täytyvät, mikäli voidaan osoittaa, että tietyillä erillä on taloudellisia seurauksia yritykselle yritysjärjestelyiden seurauksena ja niiden käypä arvo voidaan luotettavasti mitata (IFRS 3, 36-37.) IFRS 3 -standardin päämääränä on saada tilinpäätösten läpinäkyvyyttä paremmaksi velvoittamalla yritysoston tehneen yhtiön arvostamaan yrityskaupalla hankitun yhtiön kaikki omaisuus- ja velkaerät käypään

arvoon. Lisäksi myös aineettomat omaisuuserät tulee kirjata erikseen ostavan yrityksen tasevarallisuuteen (Hakala 2006, 7-8.)

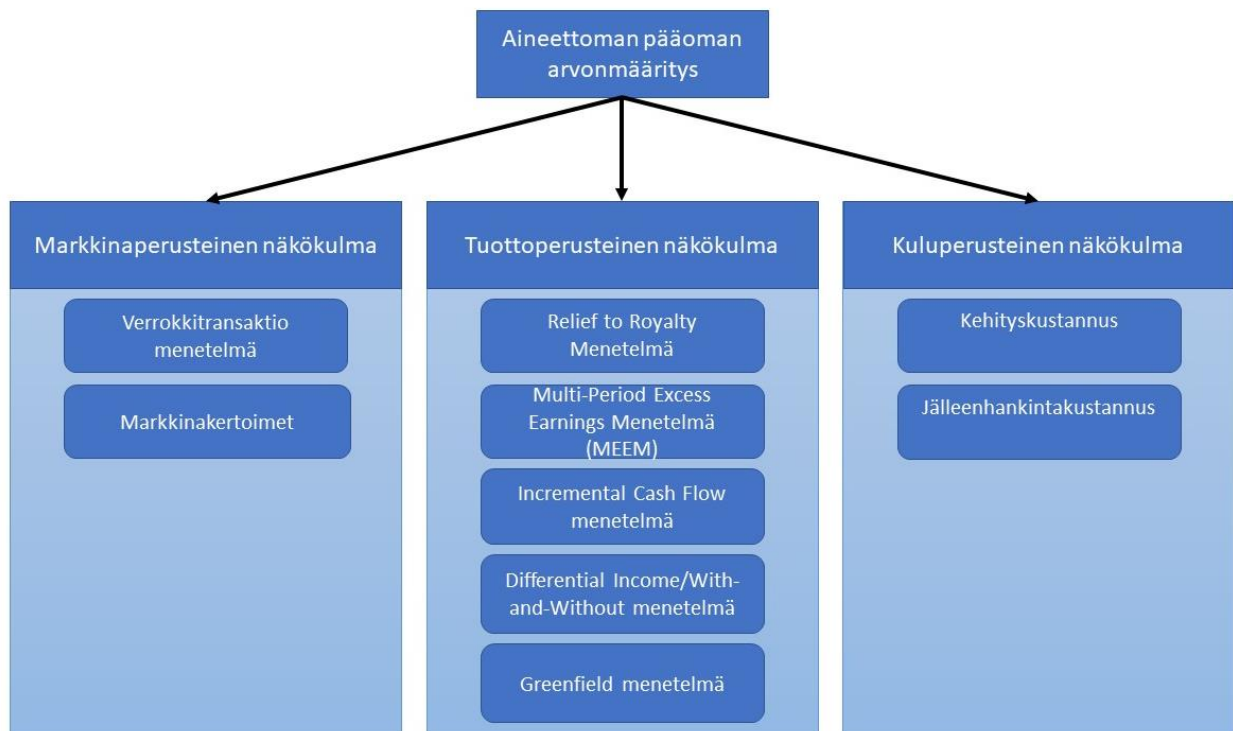
Aineettoman pääoman omaisuuserät on tunnistettava ja kohdennettava erikseen IFRS 3 -standardin mukaisesti. Standardin mukaan aineeton pääoma koostuu tunnistetuista aineettomista hyödykkeistä ja hankitusta liikearvosta (Brännström & Giuliani 2009, 23.) IFRS 3 -standardi asettaa erityisesti aineettoman pääoman arvonmääritykselle tietyt ohjenuorat, joiden tarkoituksena on estää yrityksiltä mahdollisuus manipuloida tulosta liikearvopoistojen kautta. (IFRS 3.) Omaisuuserien kohdistamispäätökset on tehtävä huolella, jotta hankittava yhtiö ei kantaisi taseessaan huomattavaa tulosvaikutteista arvonalennusriskiä (Hakala 2006, 8). IFRS 3:n mukaan liiketoimintojen yhdistelemisestä pitää dokumentoida tiedot hankintamenolaskelmaan siten, että ulkopuolinen tilinpäätöstietoja käyttävä osapuoli voi laskea itse liiketoimintojen yhdistämisen arvon ja arvioida niistä aiheutuvat taloudelliset seuraukset. (IFRS 3, 66.) Hankintamenolaskelmassa yrityksen hankkijaosapuolen on allokoitava hankittavan yrityksen hankintahinta yrityskaupassa hankittuihin varoihin ja velkoihin. Tarkoituksena on saada läpinäkyvä kuva yrityksen varoista ja veloista. (IFRS 3, 42-43.) IFRS 3:sta löytyy tarkat ja kattavat ohjeet varojen käypään arvoon arvostamiseen. Ainoastaan aineettoman pääoman omaisuuseristä, joiden taloudellinen vaikutusaika on rajoittamaton, on raportoitava erikseen. Hankkijayrityksen tulee varmistaa soveltaneensa IFRS 3:n mukaisia aineettoman pääoman raportointivaatimuksia oikealla tavalla, raporttoimalla IFRS:n mukaisten ohjeiden mukaan erikseen aineettomat omaisuuserät. (IFRS 3.)

Monesti juuri IFRS 3 -standardin mukainen kauppahinnan kohdistus on yleisin syy aineettoman pääoman arvonmäärityksen taustalla. (Reilly & Schweih 2017, 48). Lisäksi yrityksen tulee saada selville syyt aineettomien pääomaerien arvonmäärityksen taustalla. (IFRS 3.) Kun ostettavan yrityksen koko kauppahinta on jaettu eri omaisuuserien käypiin arvoihin, niin erottamattomissa oleva jäljelle jäävä arvo on kirjattava liikearvoksi. (Reilly 2003, 45). Tämä on siis se osa kauppahinnasta, jota ei pystytä kohdistamaan millekään omaisuuserälle (Troberg 2007, 115). Syntyneestä liikearvosta pitää raportoida yksityiskohtaisesti. Lisäksi siitä tulee erotella vielä mitkä aineettomat omaisuuserät on sisällytetty osaksi liikearvoa ja miksi nämä aineettomat omaisuuserät on kirjattu osaksi liikearvoa eikä erillisenä omaisuuseränä. (IFRS 3.)

3.3 Aineettoman pääoman arvonmääritys ja eri lähestymistavat

Aineettoman pääoman arvonmäärityksessä on tarkoituksena antaa yritysjärjestelyssä mukana oleville osapuolille lisäinformaatiota taloudellisten, juridisten ja teknisten arvioiden rinnalle. Täten ostajayrityksen johto voi suunnata huomioon kriittisiin aineettomiin resursseihin ja näiden kehittämiseen (Roos ym. 2006, 221.) Ei ole olemassa tiettyä yksittäistä tapaa yrityksen aineettoman pääoman arvonmäärittämiseen, mutta aineettomalle pääomalle on olemassa muutama akateemisesti hyväksytty lähestymistapa arvonmääritykseen. Näitä

lähestymistapoja on perinteisen näkemyksen mukaan kolme ja ne ovat tuotto-
perusteinen, kuluperusteinen ja markkinaperusteinen näkökulma. Näiden lähesty-
mistapojen tavoitteena on kuvastaa aineettoman pääoman taloudellisia (tuotto-
perusteinen näkökulma), käytännöllisiä (kuluperusteinen näkökulma) ja vertail-
tavia (markkinaperusteinen näkökulma) ominaisuuksia (Mellen & Evans 2010,
264.) Kuviossa 7 on havainnollistettu näitä arvonmäärityksen lähestymistapoja ja
niiden perusteella käytettäviä arvonmääritysmenetelmiä.



KUVIO 7 Aineettoman pääoman arvonmäärityksen näkökulmat ja menetelmät

Näiden aineettoman pääoman arvonmäärityksen lähestymistapojen käyttöön vaikuttaa monesti käytössä olevan aineiston rajallisuus ja tämä määrittää sen, että voiko kaikkia kolmea arvonmäärityksen lähestymistapaa soveltaa aineettoman pääoman arvonmäärityksessä. Siksi arvonmäärityksessä valitaan aineettomille pääomaerille sellainen menetelmä, johon tarvittavaa dataa on riittävästi saatavilla. Myös arvonmäärityksen lähestymistavan tulee sopia juuri sille, aineettomalle pääomaerälle, jonka arvoa ollaan määrittämässä. Näiden asioiden lisäksi arvonmääritysmenetelmien käyttöön vaikuttavat arvonmäärityksen tekijän kokemus ja ammatillinen näkemys aineettoman pääoman arvonmäärityksen kohteesta ja käytettävästä menetelmästä. (Reilly 2012, 43.)

Kustannusperusteisen lähestymistavan mukaiset arvonmääritysmenetelmät pohjautuvat historiatiedolle todellisista kustannuksista, kun markkinaperusteisen lähestymistavan menetelmät perustuvat vastaavien liiketapahtumien vertailuarvoihin. Tuottoperusteisissa menetelmissä arvioidaan tulevaisuuteen perustuen aineettomien pääomaerien arvoa. (Lagrost ym. 2010, 491.) Arvonmääritysmenetelmän valinta riippuu monista tekijöistä, kuten käytettävissä olevista

tiedoista, aineettoman pääomaerien luonteesta, lakisääteisistä vaatimuksista, arvonmäärityksen tarkoituksesta ja ammattilaisen näkemyksestä (Sharma 2012, 63). Seuraavaksi käydään läpi yksi kerrallaan näitä kolmea arvonmäärityksen lähestymistapaa ja niiden arvonmääritysmenetelmiä sekä lisäksi lasketun aineettoman pääoman arvoa eli CIV-menetelmää (Calculated Intangible Value).

3.3.1 Markkinaperusteinen lähestymistapa

Aineettoman pääoman arvo määräytyy markkinaperusteisesti sen perusteella, mitä kuviteltu ostaja maksaisi kohdeyrityksessä tietystä aineettoman pääoman erästä. Edellytyksenä markkinaperusteisen menetelmän käytölle olisi, että aineettomat pääomaerät olisivat myynnissä avoimilla markkinoilla, jossa sekä myyjät että ostajat toimisivat rationaalisesti. Ostajan maksamaan hintaan aineettomasta pääomasta vaikuttavat sekä myyjän että ostajan erilaiset intressit ja kriteerit. Siten jokainen kauppa on ainutlaatuinen ja sen vuoksi erilaiset intressit ja kriteerit tulee huomioida erikseen jokaisessa arvonmääritysprosessissa (Reilly 2011, 48-50.) Markkinaperusteisen lähestymistavan käyttämiseksi aineettomat pääomaerälle tulisi olla samanlainen verrokki, joka on käyttötarkoitukseltaan samanlainen, samanikäinen ja samassa elinkaaren vaiheessa kuin tämä aineeton pääomaerä. (Reilly 2012, 45-48.) Tällaisen verrokkierän löytäminen voi olla haastavaa, koska aineettomille omaisuuserille ei ole aktiivisia markkinoita, joilta löytää vertailukelpoisia transaktioita ja aineettomat pääomaerät ovat usein myös hyvin uniikkeja, minkä vuoksi markkinaperusteista lähestymistapaa käytetään harvoin (Bryer & Simensky 2002). Mikäli markkinaperusteista lähestymistapaa käytetään aineettoman pääoman arvonmääritykseen, käytetään menetelminä lähinnä seuraavia menetelmiä:

- Verrokkitransaktiot
- Markkinakertoimet (Market Multiples) (Reilly & Schweih 2017, 261-262; Castadello & Klingbeil 2010, 22-23.)

Verrokkitransaktiomenetelmä perustuu vertailukelpoisten aineettomien pääomaerien transaktioihin. Tätä menetelmää voidaan käyttää, kun aineettomat pääomaerät ovat myynnissä markkinoilla erillisenä, jolloin niille voidaan löytää verrokkitransaktioita ja markkinahinta aktiivisilta markkinoilta. Tämä metodi soveltuu lähinnä pankkitalletusten ja asuntolainan hoito-oikeuksien ja asuntolainasalkkujen arvonmääritykseen ja siten menetelmää voidaan käyttää lähinnä pankkisektorin aineettoman pääoman arvonmääritykseen. (Reilly & Schweih 2017, 263-264.) Joskus markkinaperusteisessa arvonmäärityksessä verrokkitransaktioiden sijaan saatetaan käyttää markkinakertoimia tilanteissa, joissa aineettoman pääomaerän markkinahinnan voidaan osoittaa olevan yhteydessä taoudellisiin mittareihin. (Thornton 2013, 18-19).

3.3.2 Tuottoperusteinen lähestymistapa

Aineettomalle pääomalle ei ole yleensä olemassa toimivia markkinoita niiden erityisluonteen takia, jolloin markkinaperusteista näkökulmaa ei voida soveltaa aineettomaan pääomaan. Silloin arvonmäärityksessä on käytettävä tuotto- tai kustannusperusteista näkökulmaa. (Reilly 2012, 45.) Tuottoperusteiset menetelmät ovat yleisimmin käytettyjä aineettoman pääoman arvonmääritysmenetelmiä (Reilly & Schweihs 2017, 295). Tuottoperusteisessa arvonmäärityksen lähestymistavassa on tavoitteena arvioida aineettomasta omaisuudesta saatavien nettotuottojen nykyarvoa. Tuottoperusteista lähestymistapaa käytetään lähinnä brändien, patenttien ja asiakassuhteiden arvonmäärityksessä. (Sharma 2012, 63.) Tuottoperusteinen lähestymistapa voi esimerkiksi liittyä yrityksen operatiivisessa toiminnassaan aineettoman pääoman hyödyntämisestä saatuun tuloon tai aineettoman pääoman lisensoinnin kautta saatavaan tuloon, joka perustuu lissenssimaksuun, rojaltiin tai muuhun maksuun. (Reilly 2012, 45).

Tuottoperusteinen lähestymistapa on hyvin riippuvainen taloudellisesta datasta, kuten kassavirroista, liikevaihdosta ja nettotuloksesta. (Sharma 2012, 63). Lisäksi valittu menetelmä ja valitut olettamukset omaisuuserään liittyen vaikuttavat merkittävästi aineettomien pääomaerien arvonmääritykseen tuottoperusteisessa lähestymistavassa. Arvonmäärittäjän pitää omata hyvä toimialakohtainen tietämys, jotta hän pystyisi arvioimaan oikein aineettomien pääomaerien taloudellista vaikutusaikaa. Esimerkiksi tuotekehitysprojektien arvonmäärityksessä on useita muuttujia ovat, kuten tuotteen valmistusaika, elinkaari, kehitysprojektien ennustetut tuotot ja mahdollisuudet kehitysprojektin epäonnistumiselle, mitä tulee huomioida arvonmääritystä tehtäessä. Sopimusasiakassuhteiden arvonmäärityksessä on tärkeää, että määritetään arvo sopimuksien kestoajalle sekä arvioidaan todennäköisyys näiden sopimuksien päättämiseksi tai uusimiseksi. (Castadello & Klingbeil 2010, 23.) Arvonmäärityksessä käytettävä diskonttokorko on aineettomalla pääomalla suurempi kuin aineellisilla hyödykkeillä, koska sillä on heikko likviditeetti ja sitä on vaikea sijoittaa uusiin tarkoituksiin liiketoiminnassa (Smith & Parr 2000, 201.)

Tuottoperusteisessa lähestymistavassa käytetään lähinnä seuraavia arvonmääritysmenetelmiä

- Relief-from-Royalty- menetelmä (RFRM) eli säästetyt rojalতিকustannukset
- Multi-period-Excess-Earnings- menetelmä (MEEM) eli ylijääneen tuoton menetelmä
- Incremental Cash Flow -menetelmä
- Differential Income -menetelmä tai With and Without -menetelmä (WWM)
- Greenfield -menetelmä (Visconti 2020, 26-29; Thornton 2013, 11.)

Suosituimpia näistä tuottoperusteisista arvonmääritysmenetelmistä ovat säästneiden rojalতিকustannusten menetelmä (Relief-from-Royalty) ja ylijääneen tuoton menetelmä eli Multi-period-Excess-Earnings menetelmä (Sharma 2012, 63). Relief-from-Royalty menetelmällä saatu aineettoman pääoman arvo on yrityksen säästämien kolmannelle osapuolelle maksettavien kuvitteellisten

rojaltimaksujen nykyarvo. (Visconti 2020, 28). Rojaltimaksujen suuruus arvioidaan sellaiseksi, jota kohdeyrityksen tulisi maksaa aineettoman pääoman käytöstä, jos kyseisen sen omistaisi jokin kolmas osapuoli. Arvioidut lisenssimaksut arvioidaan vertaamalla vastaavanlaisten aineettomien omaisuuserien markkinahintaisia rojaltimaksuja. Rojaltimaksu voidaan suhteuttaa esimerkiksi liikevaihdosta aineettomalle pääomalle kohdennettavissa olevalle myynnille, jonka osuus kerrotaan valitulla rojaltiprosentilla. Saadut teoreettiset tai hypoteettiset verojen jälkeiset rojaltimaksut diskontataan nykyarvoon aineettoman omaisuuserän subjektiivisella diskonttokorolla. Tähän nykyarvoon lisätään verohyöty saatavista poistoista. (Hakala 2006, 33 – 34.) Relief-from-Royalty menetelmää voidaan käyttää esimerkiksi lisensoitavissa olevien brändien, tavaramerkkien, patenttien, tekijänoikeuksien tai teknologioiden arvonmäärittämiseen. (Reilly & Schweih 2017, 269). Edellytyksenä arvonmäärittämiselle Relief-from-Royalty menetelmällä on, että kyseiset omaisuuserät ovat lisensoitavissa ja niitä vastaavista omaisuuseristä on saatavilla riittävästi tietoa. (Hakala 2006, 34).

Multi-period Excess Earnings -menetelmää eli MEEM:ä käytetään pyrittäessä erottamaan yrityksen kokonaisrahavirroista tietyn aineettoman omaisuuserän tuottamat rahavirrat ja niiden nykyarvo. Tavallisesti aineeton hyödyke ei tuota rahavirtoja yksinään, vaan se tuottaa rahavirtoja yhdessä muiden aineellisten ja aineettomien hyödykkeiden kanssa. (Hakala 2006, 34.) MEEM:ssä lähdeetään liikkeelle siitä, että yrityksen kassavirrat kohdennetaan eri omaisuuserille, jotka osallistuvat yrityksen kassavirtojen synnyttämiseen. (Reilly & Schweih 2017, 365-366). Yrityksen tuottamista kassavirroista on ensin vähennettävä muiden omaisuuserien tuottamat kassavirtojen osuudet. Näitä omaisuuseriä ovat esimerkiksi aineellinen käyttöomaisuus, käyttöpääoma sekä yrityksen henkilöstö ja muut aineettomat omaisuuserät, mitä kutsutaan tässä menetelmässä sitoutuneen pääoman kustannuksiksi (contributory asset charges). Menetelmässä siis yrityksen kassavirtojen tuottamiseen tarvittavaa muuta omaisuutta käsitellään kuin yritys vuokraisi sen joltakin kolmannelta osapuolelta. Näin muiden omaisuuserien tuottamat kassavirrat vähennetään yrityksen kassavirroista sitoutuneen pääoman kustannuksina, jolloin jää jäljelle laskettavalle aineettomalle omaisuuserälle kohdistuvat kassavirrat. (Hakala 2006, 34.)

Sitoutuneen pääoman kustannukset on laskettu omaisuuseräkohtaisesti siten, että omaisuuserän käypä arvo kattaa siihen mahdollisesti liittyvät poistot ja sijoitetun pääoman tuoton hyödykkeelle. Tässä on tärkeää huomioida, että sitoutuneen pääoman kustannuksena huomioidaan vain se osa, jota ei ole huomioitu liiketoiminnan rahavirroissa. Siten myös historiallisten kustannusten perusteella lasketut poistot pitää muuttaa käypien arvojen mukaan lasketuiksi. Sijoitetun pääoman tuotto tulisi pohjautua pääoman kustannukseen, jota voisi käyttää sitoutuneen omaisuus erän käyvän arvon selvittämisessä. Sitoutuneen pääoman kustannukset voidaan arvioida kustannusperusteisesti aineellisen käyttöomaisuuden ja käyttöpääoman osalta, jolloin kustannuksena voisi käyttää esimerkiksi aineellisen omaisuuden osalta markkinaosapuolen vastaavista aineellista hyödykkeistä maksamaa rahoituskustannusta ja käyttöpääoman osalta markkinaosapuolen lyhytaikaisesta lainasta maksamaa korkoa. Aineettomien

omaisuuserien osalta tuottovaatimuksen tulisi kuvastaa riittävästi aineettomaan omaisuuserään liittyvää riskiä (Hakala 2006, 34-35.)

Kun yrityksen kassavirroista on vähennetty muiden kuin laskettavan aineettoman omaisuuserän kassavirrat sitoutuneen pääoman kustannuksina saadaan laskettavalle omaisuuserälle kohdistuvat nettokassavirrat. Nämä jäljelle jäävät nettokassavirrat diskontataan käyttämällä omaisuuseräkohtaista painotettua pääomakustannusta, jonka tulisi kuvastaa omaisuuseräkohtaista riskiä. Tämä omaisuuseräkohtainen painotettu pääomakustannus voi olla korkeampi kuin aineellisen omaisuuden painotettu pääomakustannus, koska aineettomaan omaisuuserään voi liittyä korkeampi riski kuin aineelliselle omaisuudelle sen luonteen takia. (Hakala 2006, 34-35.) Multi-period Excess Earnings -menetelmässä aineettoman pääoman arvonmääritys perustuu jäännöskatteelle (Residual Income), joka saadaan nettotulojen ja yrityksen pääoman erotuksena. Selville saatu tuotto ei selity normaalina organisaation pääoman tuottona, jolloin sen voidaan katsoa olevan aineettoman omaisuuserän tuomaa tuottoa yritykselle. (Kohlbeck & Warfield 2007, 25.) MEEM:ä käytetään yleensä vain sellaisen aineettoman hyödykkeen arvonmääritykseen, jolla on suurin vaikutus kohdeyrityksen rahavirtojen synnyttämiseen. Lisäksi menetelmän käytössä tulisi huomioida, ettei samaa kassavirtaa kohdisteta useammalle eri omaisuuserälle (Hakala 2006, 35-36.)

Incremental Cash Flow -menetelmässä arvonmääritys perustuu aineettoman omaisuuserän omistavan kohdeyrityksen kassavirtaennusteiden ja vertailukelpoisen teoreettisen aineeton omaisuuserää omistamattoman yhteisön kassavirtaennusteiden vertailuun, jonka perusteella voidaan määrittää aineettomalle omaisuuserälle arvo siitä saatavan taloudellisen lisähyödyn kautta. Kohdeyritys saa taloudellista lisähyötyä aineettomasta omaisuuserästä esimerkiksi lisätuloista tai kustannussäästöistä. Kohdeyrityksen saama taloudellinen lisähyöty on ylimääräinen kassavirta, jonka aineeton omaisuuserä synnyttää. Aineettoman omaisuuserän arvo saadaan selville, kun kyseisen omaisuuserän synnyttämät tilikausikohtaiset ylimääräiset kassavirrat diskontataan nykyarvoon omaisuuseräkohtaisella painotetulla pääoman kustannuksella. (Hakala 2006, 36.) Käytännössä lähes samanlainen menetelmä on With-and-Without -menetelmä, jossa nimensä mukaisesti määritetään aineettomalle pääomalle arvo laskemalla kohdeyrityksen saamat kassavirrat aineettoman omaisuuserän avulla ja vertaamalla sitä samanlaisen yrityksen kassavirtoihin ilman kyseistä aineetonta omaisuuserää (Visconti 2020, 29). Incremental Cash Flow -menetelmän käytössä on tärkeää huomioida, että lisäkassavirtojen käyttö menetelmässä edellyttää, että voidaan identifioida sellainen vertailuyhteisö, joka ei omista arvonmäärityksen kohteena oleva aineettoman omaisuuserän tapaista hyödykettä, jotta mahdolliset lisärahavirrat voitaisiin luotettavasti arvioida. (Hakala 2006, 36.)

Greenfield-menetelmässä tietyn aineettoman omaisuuserän arvo määritetään käyttämällä kassavirtaennusteita, joissa oletetaan, että kohdeyrityksellä on olemassa vain yksi aineeton omaisuuserä ja muu aineeton pääoma pitää hankkia kehittämällä, ostamalla tai vuokraamalla. Tällöin yrityksen kassavirta muodostuu vain yhdestä aineettoman pääomanerästä, jolloin sen arvo on helpompi määrittää. (Visconti 2020, 29.) Tuottoperusteisia aineettoman pääoman

arvostusmenetelmiä on monia ja niistä on olemassa erilaisia versioita, mutta kirjallisuudessa korostuu Relief-from-Royalty ja Multi-period Excess Earnings menetelmien käyttö aineettoman pääoman arvonnäilyksessä.

3.3.3 Kustannusperusteinen lähestymistapa

Mikäli markkinaperusteiset tai tuottooperusteiset menetelmät eivät sovellu aineettoman tietyn omaisuuserän arvonnäilykseen, tulee käyttää kustannusperusteisen lähestymistavan mukaisia menetelmiä. (Kallunki & Niemelä 2004, 201-202.) Kustannusperusteisen lähestymistavan arvonnäilytys pohjautuu arvioon siitä, että paljonko kustannuksia yritykselle tulisi, jos se kehittäisi tai hankkisi kyseisen pääomaerän itselleen. (Sharma 2012, 63; Reilly & Schweih 2017, 219.) Näihin kustannuksiin kuuluvat tuote- ja kehityskulut, työntekijöiden palkat kehityksen ajalta sekä muut mahdolliset yleiset kulut. (Samuel, ym. 2018, 132).

Hankittavan aineettoman pääomaerän kustannuksia ja hyötyjä arvioidaan huomioiden yrityksen olemassa olevan teknologian, prosessien sekä muiden resurssien hyödyntäminen. Arvonnäilyksessä hyödynnetään samankaltaisten aineettomien pääomaerien kustannuksia, jotka syntyisivät organisaatiossa samanlaisessa tilanteessa. (Sharma 2012, 63.) Selville saatu aineettoman pääomaerän mahdollisten kehittämiskustannuksien kokonaissummaa pidetään aineettoman arvona. (Samuel ym. 2018, 132). Aineettomien pääomaerien arvostaminen perustuu siten niiden uudelleenkehitys- (reproduction cost) tai jälleenhankintakustannuksiin (replacement cost). Uudelleenkehityskustannukset mittaavat yritykselle syntyviä kokonaiskustannuksia, mikäli se kehittäisi aineettomasta pääomaerästä täydellisen kopion. Jälleenhankintakustannukset mittaavat taas aineettoman pääomaerän hankkimisesta yritykselle syntyviä kokonaiskuluja. (Reilly 2012, 44.) Erien arvostaminen uudelleenkehityskustannuksien perusteella on hyvä sisäisesti kehitettyihin aineettomiin pääomaeriin, koska niiden kehityskustannukset ovat helposti tunnistettavissa. Jälleenhankintakustannukset ovat helppo laskea, kun arvonnäilyksen kohteena on sellainen omaisuuserä, jonka markkina-arvo on selvitettävissä. (Quilligan 2006, 11.)

Kustannusperusteisen lähestymistavan käyttö soveltuu usein hyvin silloin, kun aineettomat pääomaerät ovat kohdeyrityksen käytössä ja vaihdettavissa. Tämä tarkoittaa, että aineeton hyödyke on mahdollista vaihtaa tai korvata toisella aineettomalla hyödykkeellä, jolloin aineettoman hyödykkeen arvo on se, miten paljon maksaisi hankkia tai kehittää korvaava aineeton hyödyke (Reilly & Schweih 2017, 220-221.) Kustannusperusteisen lähestymistavan etuna on sen tarjoama luotettava informaatio aineettoman pääomaerän käyvästä arvosta, koska kustannusperusteiset menetelmät perustuvat aitoihin kustannuksiin liiketoiminnasta. (Sharma 2012, 63.) Huonona puolena menetelmässä on lähestymistavan perustuminen historialliseen tietoon sekä aineettoman pääoman tulevaisuuden taloudellisten hyötyjen ja kassavirtojen huomioimattomuus, jolloin aineettoman pääoman arvo voidaan määrittää liian alhaiseksi. Kustannusperusteisen lähestymistavan avulla saatuja arvoja ei voi pitää aineettoman pääomaerän käypänä arvona, vaan sitä käytetään lähinnä yrityskaupan hintaneuvottelujen tukena (Samuel ym. 2018, 132.)

3.3.4 Calculated Intangible Value, CIV

Stewart (1997) esittelee kirjassaan Intellectual Capital lasketun aineettoman pääoman arvon menetelmän eli CIV:n (Calculated Intangible Value), jonka kehitti NCI Research vuonna 1997. CIV luotiin, jotta sijoittajat saisivat lisää informaatiota tietoperusteisten yritysten arvon muodostumisen perustasta ja niiden rahoituksen saamisen helpottamiseksi. CIV-menetelmä ei huomioi yrityksen markkina-arvoa ja sen tavoitteena on laskea aineettoman pääoman kiinteä arvo. CIV pohjautuu yrityksen kykyyn suoriutua aineettoman pääoman avulla taloudellisesti paremmin kuin kilpailijat vastaavalla määrällä pääomaa. (Stewart 1997, 226-229.) CIV-menetelmän avulla voidaan laskea yrityksen keskimääräiselle tuotolle nykyarvo, jonka toimialan keskiarvon ylittävä osa on aineettoman pääoman arvo. (Aho ym. 2011, 98). CIV-menetelmän mukainen aineettoman pääoman arvon laskeminen koostuu seitsemästä eri vaiheesta, jotka lasketaan seuraavalla tavalla:

1. Lasketaan yrityksen keskimääräinen voitto ennen veroja viimeisen kolmen vuoden ajalta (A)
2. Lasketaan yrityksen taseen aineellisten varojen vuoden lopun keskimääräinen arvo viimeisen kolmen vuoden ajalta. Eli lasketaan varojen arvo ilman aineettomia varoja. (B)
3. Lasketaan kokonaispääoman tuotto eli ROA (Return on Assets) yrityksen aineellisille varoille jakamalla yrityksen kolmen vuoden keskimääräinen voitto ennen veroja yrityksen kolmen vuoden keskimääräisillä varoilla, joissa ei ole huomioitua aineettomia varoja. (C)
4. Lasketaan edellä kuvatulla tavalla vastaava toimialakohtainen keskimääräinen ROA (D) Mikäli yrityksen ROA (C) on suurempi kuin toimialan ROA (D) eli $C > D$, voidaan menetelmässä jatkaa eteenpäin
5. Lasketaan yrityksen "ylimääräinen tuotto" kertomalla yrityksen toimialalla oleva keskimääräinen ROA kohdeyrityksen aineettomilla varoilla ja vähentämällä tästä tulosta kohdeyrityksen tulos ennen veroja.
6. Selville saatu erotus kerrotaan numeron yksi ja yrityksen kolmen vuoden keskimääräisen tuloveroprosentin muodostamalla erotuksella, jolloin saatu yhtälö on kaavan 5 mukainen
7. Lopuksi lasketaan yrityksen ylimääräisen tuoton nettonykyarvo (NPV, Net Present Value) käyttäen diskonttaus korkokantana yrityksen pääoman kustannusta. (Steward 1997, 227-228.)

$$\text{Ylimääräinen tuotto} = (A - D * B) * (1 - T)$$

KAAVA 5 (Steward 1997, 227-228.)

jossa A= kohdeyrityksen kolmen vuoden keskimääräinen tulos ennen veroja

B= Taseen aineellisten varojen arvon kolmen vuoden keskiarvo

C= Toimialakohtainen kolmen vuoden keskimääräinen ROA

T= Kohdeyrityksen kolmen vuoden keskimääräinen tuloveroprosentti

Edellä mainitun laskutoimituksen perusteella laskettu arvo on yrityksen lasketun aineettoman pääoman arvo CIV (Calculated Intangible Value), joka kuvastaa yrityksen kykyä suoriutua kilpailijoitansa paremmin aineettoman pääoman ansiosta (Steward 1997, 228.) CIV-menetelmän mukainen aineettoman pääoman arvo ilmentää sellaista rahamääräistä arvoa, joka yrityksen aineettomasta pääomasta jouduttaisiin maksamaan, jos se luotaisiin tyhjästä uudelleen. CIV ei siis kuvasta aineettoman pääoman markkina-arvoa, mutta pitkällä aikavälillä CIV-menetelmän mukaan lasketun arvon aineettoman pääoman arvon tulisi olla sama. Tutkimukset ovatkin osoittaneet, että CIV:n mukaisella arvolla sekä markkina- ja kirjanpitoarvojen erotuksella on seuraussuhde, jolloin CIV-menetelmää voidaan pitää käytettävissä olevana tunnuslukuna aineettoman pääoman arvonmääritykselle (Lönnqvist ym. 2010, 165.)

Heikkoutena CIV-menetelmässä on se, että kaavan perusteella aineettoman pääoman arvoksi muodostuu negatiivinen arvo, jos yrityksen nettotulos on negatiivinen, jolloin CIV-menetelmää ei voida käyttää varsinkaan tappiollisten start-up yritysten arvonmäärityksessä. Jos kohdeyrityksen ROA on suurempi kuin toimialan keskiarvon, niin CIV-menetelmä toimii hyvin aineettoman pääoman tehokkuuden arvioinnissa. Mikäli yrityksen ROA on pienempi tai yhtä suuri kuin toimialan keskimääräinen ROA, olisi laskettu aineettoman pääoman arvo negatiivinen, mikä ei antaisi totuudenmukaista kuvaa yrityksen aineettoman pääoman arvosta. Lisäksi CIV-menetelmässä ei ole yksilöity aineettomia pääomaeriä, vaan kaikkia eriä käsitellään yhtenä kokonaisuutena, joka vaikuttaa toimialan ROA:n ylittävään osaan. Samalla toimialalla olevien yritysten taseissa aineellisten ja aineettomien erien suhde voi vaihdella myös huomattavasti, jolloin CIV-menetelmällä laskettu aineettoman pääoman arvo ei ole vertailukelpoinen. (Andriessen 2004, 289-291.)

4 AINEISTO JA MENETELMÄ

Tämä tutkimus toteutettiin kvalitatiivisena eli laadullisena tutkimuksena. Laadullisessa tutkimuksessa korostuu erityisesti tutkimuksesta saadun aineiston merkitys teoreettisen tarkastelun jäsentäjänä, jolloin aineiston keruun sekä teorian kehittämisen vuorovaikutteisuutta voidaan pitää luontevana. Laadullisessa tutkimuksessa tutkimuskohteesta saadun aineiston ja teoreettisen tarkastelun välillä on keskinäinen vuoropuhelu, jonka kautta tapahtuvaa ilmiötä voidaan käsitteellistää sen sijaan, että luotaisiin etukäteen hahmoteltu teoria. Ominaista laadulliselle tutkimukselle on tutkimustehtävän, teorian muodostuksen, aineiston keräämisen ja aineiston analyysin kehittyminen joustavasti tutkimuksen edetessä. (Kiviniemi 2010, 70-76.) Haastattelut valikoituivat aineiston hankintamenetelmäksi useasta eri syystä. Yksi haastattelun suurimmista eduista on Hirsjärven, Remeksen ja Sajavaaran (1996) mukaan sen joustavuus. Haastatteluiden avulla on mahdollista saada tarkkoja vastauksia ja syvällisempää tietoa keskeisistä asioista, esimerkiksi lisäkysymyksiä esittämällä, pyytämällä selvennyksiä sekä perusteluita vastauksille. Lisäksi haastattelu antaa haastateltavalle mahdollisuuden ilmaista vapaasti itseään koskevia asioita. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 1996, 204-205).

Tutkimuksen empiria koottiin yrityskauppojen arvonmäärittämiseen osallistuneille asiantuntijoille tehtävien haastattelujen pohjalta. Haastattelukysymysten muodostamisessa käytetään apuna tutkimuksen teoriaosuutta. Tutkimushaastattelut suoritettiin puolistrukturoituna haastatteluina. Puolistrukturoidussa haastattelussa tutkija päättää itse kysymykset, mutta haastateltava voi vastata kysymyksiin haluamallansa tavalla ja haluamassaan järjestyksessä sekä esittää mahdollisesti uusia kysymyksiä. (Koskinen, Alasuutari & Peltonen 2005, 104). Puolistrukturoitu haastattelu valikoitui haastattelumenetelmäksi, koska tarkoituksena on, että vastaukset eivät lähde karkaamaan ohi tutkimusaiheen ja saadaan kattava kokonaiskuva aiheesta, mutta haastateltavan vastausmahdollisuuksia ei haluta rajata liikaa. Haastattelukysymykset lähetettiin haastateltaville ennen haastattelua, jolloin heillä on aikaa perehtyä niihin etukäteen. Haastattelut nauhoitettiin ja myöhemmin litteroitiin. Kaikki tutkimuksen haastattelut nauhoitettiin kokonaisuudessaan haastateltavien suostumuksella ja litteroitiin eli puhtaaksikirjoitettiin pian haastatteluiden teon jälkeen.

Tutkimuksessa kerätty aineisto analysoitiin käyttäen aineistolähtöistä sisällönanalyysillä, jossa on tavoitteena saada vastaus tutkimuskysymyksiin yhdistelemällä tutkimuksen aineistosta selville saatuja keskeisiä asioita. Olennaista sisällönanalyysissä on edetä empiirisestä aineistosta kohti näkemystä empiirisestä aineistosta tulkitsemalla koottua aineistoa. Aineistolähtöisessä sisällönanalyysissä ensimmäinen vaihe on litteroitujen haastatteluiden läpikäynti, jonka jälkeen haastatteluista karsitaan pois epäolennaiset osiot sekä etsitään tutkimuksen kannalta olennaiset ilmaisut, jotka ovat esiteltynä luvussa 5 Tutkimuksen tulokset. Tämän jälkeen haastatteluaineiston eri ilmaisut ryhmitellään eli aineistolle tehdään klusterointi, jonka tarkoituksena on löytää tutkimuksessa samankaltaisuuksia ja eroavaisuuksia haastateltujen antamien vastausten välillä. Seuraavana vaiheena on tutkimuksen

kannalta olennaisen tiedon erottelu eli abstrahointi. Klusterointi ja abstrahointi on tehty luvussa 6 Johtopäätökset. Teoriaa ja johtopäätöksiä verrataan alkuperäiseen aineistoon ja tutkimuksen johtopäätöksissä muodostetaan vastaus aiemmin määritettyihin tutkimuskysymyksiin. (Tuomi & Sarajärvi 2009, 108-112.)

Tämän pro gradu tutkielman aineisto on koottu kuudesta asiantuntijahaastatteluilta. Suoritettujen haastatteluiden kesto oli keskimäärin 63 minuuttia. Tutkimuksen kohderyhmänä olivat yritykset, jotka ovat erikoistuneet asiantuntijaorganisaatioina yritysten arvonmäärittäjiin, ja heidän asiantuntijansa. Näissä yrityksissä tehdään arvonmäärittäjiä kaiken aikaa. Kohderyhmän valintaan vaikutti se, että tutkimukseen haluttiin sekä isompien että pienempien yrityskauppoihin erikoistuneiden asiantuntijaorganisaatioiden asiantuntijoiden näkökulmia. Haastateltavat valittiin henkilöiden työtehtävien ja kokemuksen mukaan, jotta tutkimukseen saatiin haastateltaviksi henkilöitä, joilla on pidempiaikainen kokemus yrityskaupoista ja yrityksen arvonmäärittäjästä. Tutkimuksen kohdeyrityksiksi valikoitui yritysten osalta kolme suurta ja kansainvälistä asiantuntijaorganisaatiota: EY, PwC, KPMG sekä kaksi pienempää Suomessa toimivaa asiantuntijaorganisaatiota: Tuohi Advisors ja Yritys Y. Seuraavaksi esitellään tutkimuksen haastatteluihin valittuja henkilöitä ja heidän edustamia asiantuntijaorganisaatioita

EY (Ernst & Young) on yksi Suomen johtavista, globaalisti toimivista tilintarkastuspalveluiden, liikkeenjohdon konsultoinnin, veropalveluiden ja yritysjärjestelyiden asiantuntijaorganisaatio. Yhtiön liikevaihto oli 30.6.2019 päättyneellä tilikaudella noin 131,3 miljoonaa euroa (EY, 2019.) EY:ltä asiantuntijahaastattelussa oli Artturi Juva. Artturi toimii Managerina EY:n Strategy & Transactions osastolla. Hän on koulutukseltaan KTM ja hänellä on noin neljän vuoden kokemus yrityskauppojen parista. Asiantuntija X on Manager EY:llä Transaction Services puolella. Hänellä on koulutukseltaan kauppatieteiden maisteri ja hänellä kokemusta arvonmäärittäjästä noin neljän vuoden ajalta, jonka lisäksi hänellä on kokemusta investointipankeista.

PwC (PricewaterhouseCoopers) on kansainvälisesti toimiva KHT-yhteisö, jonka liiketoiminta-alueisiin kuuluvat muun muassa liikkeenjohdon konsultointi, yritysjärjestelypalvelut, tilintarkastus- ja muut varmennuspalvelut, veroneuvonta, lakipalvelut, riskienhallintapalvelut ja yritysvaluuttapalvelut. Suomessa PwC työllistää yli 1200 asiantuntijaa ympäri maan. Yhtiön liikevaihto oli 30.6.2019 päättyneellä tilikaudella noin 163,8 miljoonaa euroa (PwC.) PwC:ltä haastateltavana oli Esko Saura, joka on KTM ja OTK. Hän on työskennellyt PwC:llä lähinnä Corporate Financen puolella yritysjärjestelyiden parissa ja on tällä hetkellä Senior Manager PwC:n Accounting Consulting Services (ACS) puolella. Hänellä on 14 vuoden kokemus yrityskauppojen parissa ja työnkuvaan on kuulunut vahvasti arvonmäärittäjästä.

KPMG on globaali asiantuntijayritysten verkosto, jonka palveluihin kuuluvat tilintarkastus-, vero- ja lakipalvelut sekä liikkeenjohdon konsultointi ja yritysjärjestelypalvelut. Suomessa KPMG on yksi alan suurimmista yhtiöistä ja työllistää täällä yli 1500 henkilöä. Yhtiön liikevaihto 30.9.2019 päättyneellä tilikaudella oli 160,5 miljoonaa euroa. (KPMG.) KPMG:ltä haastateltavana oli Heidi Rantanen, joka toimii Director roolissa Corporate Finance puolella. Asiantuntija Y on Manager ja toimii erilaisissa pienissä start-up ja teknologiayhtiöissä Interim CFO:na ja on ollut

tehtävänsä puolesta mukana monissa yrityskaupoissa. Koulutukseltaan hän on KTM, ja kokemusta hänellä on yrityskaupoista ja arvonmäärittämisestä noin viisi vuotta

Tuohi Advisors on vuonna 2013 perustettu kansainvälisten yritysjärjestelyjen moniosaaja, joka keskittyy lähinnä teknologiayritysten yrityskauppoihin myyjän neuvonantajana. Tuohi osallistuu kaikkiin yrityskaupan vaiheisiin yrityskaupan valmistelusta kaupan loppuunsaattamiseen sisältäen muun muassa arvonmäärittäksen, mahdollisten ostajaehdokkaiden analysoinnin ja heidän kanssaan keskustelun, transaktiorakenteeseen ja kauppasopimukseen liittyvät asiat sekä lopullisissa kauppaneuvotteluissa mukanaolon. Tuohen asiantuntijoilla on pitkäaikaista kokemusta teknologia-alasta, yrittäjyydestä ja yritysjärjestelyistä. Tuohelta haastateltavana olivat molemmat perustajajäsenet Vesa Walldén ja Pekka Ruusunen. Vesalla on kokemusta ennen Tuohi Advisorsia, pääomasijoittamisesta Capmanilta 11 vuoden ajalta ja lisäksi hän on toiminut monissa eri teknologiayhtiöissä keräten toimialalta kokemusta. Pekka Ruusunen on toiminut ennen Tuohi Advisorsia sarjayrittäjänä noin 30 vuoden ajan. Hän on toiminut sijoittajan ja neuvonantajan roolissa useissa kasvuyrityksissä sekä osallistunut yritysjärjestelyihin niin myyjänä, ostajana kuin rahoituksen järjestäjänäkin. Alla olevassa taulukossa 2 on yhteenveto haastatelluista asiantuntijoista.

Asiantuntija	Työnkuva	Yritys	Koulutustausta
Artturi Juva	Manager	EY	KTM
Asiantuntija X	Manager	EY	KTM
Esko Saura	Senior Manger	PwC	KTM & OTK
Heidi Rantanen	Director	KPMG	KTM
Asiantuntija Y	Manager, Interim CFO	Yritys Y	KTM
Pekka Ruusunen	Founding Partner	Tuohi Advisors	DI
Vesa Walldén	Founding Partner	Tuohi Advisors	KTM

TAULUKKO 2 Yhteenveto haastatelluista asiantuntijoista

5 TUTKIMUKSEN TULOKSET

Tässä kappaleessa käydään läpi esille nousseita havaintoja asiantuntijahaastatelluista yrityksen ja aineettoman pääoman arvonmäärityksestä sekä erilaista arvonmääritysmenetelmistä ja arvonmääritykseen liittyvistä haasteista.

5.1 Yrityksen arvonmääritys yrityskaupassa

Yrityksen kokonaisarvonmääritysprosessissa lähdetään liikkeelle kohdeyrityksestä olemassa olevan informaation etsimisestä. (Rantanen). Tärkeää on tutustua ensiksi kohdeyritykseen sen liiketoiminnan ja strategian analysoinnin pohjalta eli toisin sanoen siihen, mitä yritys tekee ja mihin se olisi menossa. Näiden analyysien pohjalta voidaan tehdä ennusteet, joiden perusteella arvonmääritys suoritetaan (Asiantuntija Y.) Mikäli toimeksiannon laajuus kattaa vain puhtaasti arvonmäärityksen, eikä tukea liiketoimintaennusteiden laatimiseen ole katsottu tarpeelliseksi, niin siinä tapauksessa asiakas toimittaa ennusteet kohdeyhtiöstä arvonmäärittäjälle. Arvonmäärittäjä tutustuu ennusteisiin ja käy niistä nousseet kysymykset läpi johdon kanssa. Arvonmäärittäjän toimeksiannon toteutukseen liittyy myös merkittävästi se, onko kyseessä transaktio-, tilinpäätös-, vai verova-luaatio (Asiantuntija X). Keskeistä on ymmärtää kohdeyrityksen liiketoimintaa, eli millainen on yhtiön liiketoiminta ja siihen liittyvät keskeiset arvoajurit, joiden tuottamista kassavirroista syntyy yrityksen arvo. (Juva, Rantanen.) Lisäksi on ymmärrettävä, miten yrityksen arvoajurit eli value driverit linkittyvät liiketoimintaan ja taloudellisiin lukuihin. Arvoajureiden perusteella arvonmäärittäjä voi sitten luoda ennustemallin arvonmäärityksen pohjaksi. (Juva.)

Jos yrityksen kokonaisarvonmääritystä miettii, niin se arvo tulee yrityksen keskeisten arvoajureiden kautta. Me yritetäänkin monissa kaupoissa myös mallintaa sen yrityksen arvoa itse tavallaan niiden arvoajureiden kautta. Eli me luodaan sellainen ennustemalli, mikä toimii niillä olettamilla, mitkä sen meidän kootun ymmärryksen perusteella on muodostettu. Yleensä jos on kyseessä isompi kauppa, niin silloin siltä myyjältä on jonkinlainen liiketoimintasuunnitelma saatu ja on verrattu et päästäänkö me yhtään samanlaisiin arvoihin ja miten loogisilta ne käytetyt oletamat vaikuttavat. (Juva.)

Ennustemalleissa tehdään yrityksen johdolta saatujen tietojen pohjalta ennusteet seuraavaksi viideksi vuodeksi ja sen jälkeen ikuisuuskasvuolettaman mukaisesti kasvavat kassavirrat siitä seuraaville vuosille Gordon-Growth mallin tai Exit-kertoimen perusteella, missä omistaja luopuu yrityksestä tulevaisuudessa eli exi-toi itsensä tietyllä kertoimella. (Juva, Rantanen, Asiantuntija X.) Yrityksen johdolta saadaan näkemys arvonajureiden olettamiin ennusteperiodille ja mallin perusteella saadut kassavirrat diskontataan kassavirtojen riskiprofiiliin soveltuvalla diskonttokorolla. (Asiantuntija X).

Siinä Discounted Cash Flow mallissa se perinteinen ratkaisu on, et sulla on se ennusteperiodi, joka on nyt vaikka kolmesta viiteen vuotta ja sitten sulla on se terminaali-vuosi siitä hetkestä ikuisuuteen. Se terminaali-vuosi on Gordon Growth -mallilla laskettu eli on laskettu ikuisuuskasvu sen hetkiselälle kassavirralle. Mutta vaihtoehtona sille voi olla esimerkiksi sellainen exit multiple -kerroin, mitä käytetään ainakin private equity tyyppisissä sijoituksissa hyvin paljon. Sulla on esimerkiksi viisi vuotta, ja sitten sä suunnittelet sen exitin ja siihen sulla on joku EV-kerroin, millä se Exit suunnitellaan ja siitä lähtien simuloidaan se arvonnääritys (Juva.)

Kun on saatu hyvä ymmärrys siitä, miten se liiketoiminta toimii ja mitkä mitä ne keskeisimmät mahdolliset riskit siinä myyjän esittämässä ennusteessa on, niin sitten seuraavaksi voidaan alkaa tekemään ihan sitä varsinaista arvonnääritystä. (Juva.)

Arvonnäärityksessä on tärkeää ymmärtää ennusteen taustalla olevat tekijät ja mihin ne perustuvat (Asiantuntija X). Tämän takia haastateltujen asiantuntijoiden mukaan on tärkeää, että keskustellaan paljon sekä ostavan yrityksen että kohdeyrityksen johdon kanssa ennusteista ja olettamista sekä näiden perusteista. Ennusteisiin liittyvä riski tulisi huomioida kassavirtamallissa riittävän korkeana diskonttokorkona. (Rantanen). Järkevien ennusteiden ja diskonttokoron määrittämisen lisäksi arvonnäärityksessä on haastavaa löytää käytettävälle taloudelliselle muuttujalle oikeasuuruinen kerroin, joka kuvastaisi yrityksen arvoa mahdollisimman todenmukaisesti. (Saura.)

Tärkeää on varmistaa, että arvonnääritys ei jäisi niin sanotuksi "desktop-valuaatioksi", minkä takia arvonnäärittäjän tulee käydä saatu liiketoiminta ennuste läpi johdon kanssa ja nostaa keskustelussa esille ennusteessa havaittuja mahdollisia epäloogisuuksia. (Asiantuntija X).

Keskeinen haaste kassavirtaperusteissa menetelmissä on ne ennusteet, koska ennustaminen on vaikeata. Ennusteelle ei ole olemassa yhtä oikeata totuutta, et se pitäisi vaan perustua sen hetken parhaaseen näkemykseen ja siinä pitää ottaa kantaa, mikä on ennusteisiin liittyvä riski, joka huomioidaan siinä diskonttokorossa. (Rantanen.)

Lähes kaikki haastatellut asiantuntijat korostivat, että tuottooperusteinen diskonttatun kassavirran menetelmä eli DCF-menetelmä (Discounted Cash Flow) on ensisijainen arvonnääritysmenetelmä yrityksen kokonaisarvonnäärityksessä. (Rantanen, Saura, Juva, Asiantuntija X, Asiantuntija Y). Lisäksi kaikkien haastateltavien mukaan käytetään markkinakerroinmenetelmiä eli markkinakertoimia (trading multiples) ja kaupankäyntikertoimia (transaction multiples) DCF-menetelmän rinnalla antamaan vertailunäkökulmaa DCF:n antamaan arvoon. Lisäksi kertoimia verrataan monesti toteutuneisiin saman toimialan yrityskaupoissa käytettyihin kertoimiin. (Juva). Walldénin ja Ruusunen mukaan heidän tekemisään arvonnäärityksissä markkinakertoimet ovat monesti ensisijainen arvonnääritysmenetelmä teknologiatoimialan ja yritysten koon vuoksi. (Walldén & Ruusunen). Kaikkien asiantuntijoiden mukaan lisäarvomenetelmää eli EVA:a (Economic Value Added) ei käytetä oikeastaan lainkaan yrityksen kokonaisarvonnäärityksessä, koska on olemassa parempiakin menetelmiä. Pääomasijoittajien kohdalla arvonnäärityksessä käytetään yleensä LBO (Leveraged Buyout) -mallia. Siinä on ostava yritys rahoittaa yrityskaupan suureksi osaksi velkarahalla (Rantanen, Asiantuntija X.)

Aluksi on hyvä käyttää mahdollisimman montaa eri arvonmääritysmenetelmää, joista saatavia tuloksia arvioidaan, mutta arvonmäärityksessä käytetään yleensä niitä menetelmiä, mitkä soveltuvat parhaiten. Menetelmissä käytettyjä oletuksia ja lähtötietoja tarkennetaan, kun arvonmääritysprosessin edetessä saatava informaatio tarkentuu kohdeyrityksestä esimerkiksi käyttökattotasojen tai synergioiden suhteen (Rantanen). DFC-menetelmän etuna onkin sen muokattavuus tiedon määrän kasvaessa ja ennusteiden selkeytyessä (Saura). DCF-menetelmän ja kertoimien antamien arvojen perusteella annetaan arvonmäärittäjän näkemyksen mukainen arvohaarukka yrityksen tai osakekannan arvosta (Asiantuntija X). Sauran mukaan arvonmäärityksen tarkoitus ei ole saada selville yrityksen tarkkaa arvoa, vaan antaa yrityksen arvon vaihteluväli. Arvonmäärityksessä määritetty arvo on aina sen hetken parhaan tiedon ja ymmärryksen mukainen arvio yrityksen arvosta (Asiantuntija X).

Olennaista on ymmärtää ennusteisiin liittyvä riski, jotta voidaan määrittää oikean suuruinen diskonttokorko (Juva, Asiantuntija Y). DCF-menetelmän pohjalta tehdään yleensä erilaisia skenaarioita, joissa huomioidaan kassavirta ennusteet eri näkökulmista. (Juva, Asiantuntija Y). Tällöin arvioidaan yrityksen arvoa pessimistisessä, todennäköisessä ja optimistisessä skenaariossa. (Asiantuntija Y.) Skenaarioiden näkökulmana voi olla myös myyjän esittämä skenaario, ostajan skenaario ja sitten ulkopuolisen arvonmäärittäjän skenaario. Lisäksi skenaariot voidaan määrittää myös ilman synergioita tai niiden kanssa (Juva.)

Me tehdään usein sellainen DCF-menetelmäpohjainen skenaariomalli, missä on ennusteet kolmella eri skenaariolla. Eli esimerkiksi on yksi skenaario, missä ennuste toteutuu 60-prosenttisesti, toisessa ennusteet toteutuvat 100-prosenttisesti ja sitten kolmannessa ennusteet toteutuvat 140-prosenttisesti. Toisin sanoen tehdään siis pessimistinen, todennäköinen ja optimistinen skenaario. (Asiantuntija Y.)

DCF menetelmä on monesti ensisijainen arvonmääritysmenetelmä, mutta sen sijasta voidaan käyttää muita toimialakohtaisia arvonmääritysmenetelmiä, kuten esimerkiksi finanssi- ja pankkisektorilla käyttää Dividend Discount menetelmää tai Price to Book -kerrointa. (Juva.)

Finanssisektorilla eli pankeilla, rahoitus- ja vakuutuslaitoksilla liittyy sääntelyn kautta omia rajoitteita, niin siellä se mallintaminen et millaista kassavirtaa ne tuottaa ja miten niitä pitäisi arvioida on vähän eri kuin vaikka perinteisessä valmistavassa teollisuudessa. Siksi siellä käytetään sitä Dividend Discount mallia sen DCF:n sijasta. (Juva.)

Markkinakertoimia voidaan käyttää ensisijaisena arvonmääritysmenetelmänä, mikäli saatava tieto ja ennusteet ovat vajaampia ja ei saada riittävän tarkkoja tietoja DCF:n käyttämiseksi. (Juva). Kertoimina käytetään yleensä EV/EBITDA, EV/EBIT ja joskus myös EV/Sales tunnuslukuja, mutta toimialakohtaisesti voidaan käyttää myös muita kertoimia. (Asiantuntija X, Juva) Kerroinmalleissa on kuitenkin ongelmana etenkin teknologia ja start-up yrityksissä vaikeus löytää vastaavia verrokkitransaktioita, jotka olisivat riittävän samanlaisia ja samassa elinkaaren vaiheessa kuin kohdeyritys, joka antaisi riittävän vertailukohdan. (Juva, Rantanen, Asiantuntija X.) Tällöin voidaan hyödyntää regressioanalyysia,

jossa analysoidaan esimerkiksi kannattavuuden ja liikevaihtokertoimien regressiota tai kasvuprosentin ja käyttökatekertoimen regressiota. (Juva.)

Lisäksi varsinkin start-up yrityksissä käyttökate voi olla vielä negatiivinen, jolloin kerroin mallit eivät anna oikeaa kuvaa yrityksen arvosta. Tällöin kannattaa kassavirtaperusteisia menetelmiä, joissa huomioidaan positiivisten kassavirtojen syntyajankohta ja tulevien kassavirtojen kasvupotentiaali. Markkinakertoimet antavat hyvän tuen ja suuntaviivan arvonmääritykselle. (Juva, Rantanen, Asiantuntija X.) Markkinakertoimia voidaan käyttää myös hyvin innovatiivisesti, mikäli näiden voidaan todeta historian perusteella selittävän yhtiön arvoa tietyllä toimialalla. (Asiantuntija X.) Eryteisesti markkinakertoimien käytön yhteydessä käytetään hyväksi erilaisia tietokantoja toimialalla toteutuneista yrityskaupoista, joista etsitään tietoa yrityskaupoissa käytetyistä kertoimista ja kauppahinnoista sekä mahdollisista verrokkiyrityksistä (Rantanen, Asiantuntija Y, Ruusunen & Walldén.)

Arvonmäärittäjä katsoo tietokannoista, mitä yrityskauppoja toimialalla on tehty ja mitä tietoja näistä vertailukaupoista löytyy. Eri tietokannoista etsitään tietoja myös listattujen yhtiöiden arvostustasoista. (Rantanen.)

Arvonmäärityksessä on tärkeää analysoida kohdeyhtiötä suhteessa vertailujoukkoon eli tarkastella, että ovatko kohdeyhtiö ja verrokkiyhtiöt vertailukelpoisia keskenään. Lisäksi tulee vertailla arvonmäärityksessä saatua yrityksen arvoa vastaaviin verrokkitransaktioihin ja -yhtiöihin. Haasteena on saada verrokkiyhtiöistä riittävän vertailukelpoista informaatiota arvonmäärityksen tueksi. (Rantanen.)

On myös tärkeää benchmarkata arvonmäärityksessä saatua arvoa vastaaviin transaktioihin samalta toimialalta. (Rantanen.)

Arvonmäärityksessä on haasteena se, miten vertailukelpoista dataa verrokkiyhtiöistä saadaan. Jos esimerkiksi toimialalta ei ole saatavilla suomalaista pörssiyritystä, on haastavaa arvioida, miten pitkälle laajennetaan vertailujoukkoa Pohjoismaihin vai Eurooppaan? (Rantanen.)

Käytettävään arvonmääritysmallin käyttöön vaikuttaa yleensä enemmän yrityksen kehitysvaihe kuin sen toimiala, mutta myös toimiala vaikuttaa arvonmääritykseen (Rantanen). Elinkaaren alkuvaiheessa olevilla yhtiöillä arvonmäärityksessä käytettävä elinkaari näkyy yrityksen arvonmäärityksessä korkeampana diskonttokorkona. (Asiantuntija Y.) Myös toimeksiannon tyyppi ja koko vaikuttaa käytettäviin arvonmääritysmenetelmiin. Arvonmääritys tehdään usein pienemmissä yrityskaupoissa vain markkinakertoimien ja regressioanalyysin perusteella. (Juva, Asiantuntija Y.)

Jos me puhtaasti tehdään joku pienempi arvonmääritys, niin yleensä riittää esimerkiksi ihan herkkyysanalyysi diskonttokoron (WACC) ja terminaali kasvun tai kannattavuuden suhteen. Mikäli on syytä epäillä, että ennusteessa esimerkiksi kannattavuus on oletettu paljon paremmaksi, kun se on historiallisesti ollut, niin me voidaan tehdä simulaatio, missä esimerkiksi kannattavuus ei paranekaan, vaan se pysyykin samalla tasolla. Tällaisia yksittäisiä olettamia saatetaan simuloida (Juva.)

Usein ostavan yrityksen pörssikertoimet vaikuttavat myös siihen, että paljonko ja minkä suuruisella kertoimella ostava yritys on valmis ostamaan kohdeyrityksen. Tosin todella suurilla yrityksillä ei ole väliä, miten paljon ne maksavat yrityskaupassa kohdeyrityksestä, jos yrityskaupasta saatu hyöty on joka tapauksessa yrityskaupan hintaan suhteutettuna huomattavasti suurempi (Ruusunen & Walldén.)

Mutta toki "mega" isoilla yrityksillä, kuten vaikka Googlella, vaikuttaa se, minkä kokoista ongelmaa ollaan sillä yrityskaupalla ratkaisemassa. Et jos ostetaan viiden -20 miljoonan arvoinen firma, millä ratkaistaan miljardin tai parin suuruinen ongelma, niin ei siinä paljon niitä multippeleita ja kauppahintaa katsota, kunhan saadaan ongelma yrityskaupalla ratkaistua. (Ruusunen & Walldén.)

Mikäli yritystä ei myydä kerralla kokonaan, vaan siitä myydään ensi osa ja myöhemmin loput, niin silloin on tärkeää myös arvonmäärityksen yhteydessä arvioida, mitä tämän loppuosan arvonmääritys tulisi maksamaan.

Yrityskauppa voidaan myös tehdä niin, että on nyt ostettu 80 prosenttia ja sitten 20 prosenttia on luvattu ostaa myöhemmin. Niin silloin pitää miettiä, että paljonko se 20 prosenttia tulee tulevaisuudessa maksamaan. Tästä hyvä esimerkki on Small Giant Games, joka myytiin Zyngalle erissä. Siinä oli kauppahinta sidottu liikevaihtoon ja kun liikevaihto kasvo hirveästi, niin kauppahintakin kasvo samassa suhteessa. Mutta en usko, että siinä on maksettu liikaa, sillä jos liikevaihto kasvaa hirveästi, niin sehän on ostajallekin hyvä. (Saura.)

5.2 Aineettoman pääoman arvonmääritys yrityskaupassa

Asiantuntijoiden mielestä keskeisimmät aineettomat omaisuuserät arvonmäärityksen kannalta ovat teknologiat, brändit sekä asiakassuhteet. Lisäksi tilauskannat, tavarantoimittajasopimukset ja patentit sekä tavaramerkit voivat olla eriä, jolle voidaan tunnistaa arvoa. (Juva, Asiantuntija X). Nykyisin aineettomat omaisuuserät ovat monesti yrityksen tärkeimpiä arvoajureita aineellisten omaisuuserien sijaan, jolloin aineettoman pääoman arvonmääritys korostuu. (Rantanen, Juva).

Monesti yrityksen keskeisenä arvoajurina voi olla aineettomia eriä, kuten asiakassuhteet, teknologia, brändi, henkilöstö taseessa olevien erien, kuten koneiden ja kaluston sijaan. (Rantanen.)

Näkisin et aineeton pääoma aika on keskeisessä roolissa siinä, et miten se yritys saa kilpailuetua. Vaikka olisi kaksi teollisuusyritystä, jotka vaikka valmistavat paperia, niin aika usein siinä tuloksentelekyvyssä korostuu esimerkiksi asiakassuhteet ja se verkosto, mikä siellä on taustalla sekä teknologinen osaaminen. Et se yritys, joka on hionut sen prosessiteknologian parempaan jamaan, niin, se pystyy valmistamaan matalammilla kustannuksilla ja siten keräämään isompaa voittoa. Tällaiset asiat ovat usein kytköksissä aineettomaan pääomaan, eli just asiakassuhteet, brändit ja teknologia varsinkin vaikuttaa. (Juva).

Nykyisin monesti jo yrityskaupan suunnitteluvaiheessa arvioidaan, mitä aineettomia omaisuuseriä kohdeyrityksessä on ja miten niiden arvot jakautuvat

(Rantanen, Saura). Aineettoman pääoman arvonmääritys auttaa selventämään sitä, mitä yrityskaupassa ollaan ostamassa, ja mitä erilaisista kohdeyrityksen aineettomista omaisuuseristä ollaan valmiita maksamaan. (Asiantuntija X, Rantanen).

Jos esimerkiksi maksetaan yrityksestä seitsemän kertaa käyttökate, niin pitää siinä tietää, mistä siinä maksetaan. Koska siinä tavallaan ne tulevat kassavirrat voidaan erotella niin, mitkä kassavirrat tulee asiakassuhteista, mitkä teknologiasta ja mitkä brändistä. (Rantanen.)

Aineettoman pääoman merkitys vaihtelee paljon tapauskohtaisesti. Joskus yrityksen lähes koko arvo tulee aineettomasta pääomasta, jolloin aineettoman pääoman merkitys yrityksen kokonaisarvolle on suuri. Toimiala vaikuttaa paljon siihen, miten tärkeä aineeton pääoma on yrityksen kokonaisarvolle ja mitkä ovat sen keskeisimmät aineettomat pääomaerät. (Rantanen.)

Esimerkiksi konsulttiyhtiöissä arvo koostuu lähinnä asiakassuhteista, brändistä, henkilöstöstä ja muista aineettomista omaisuuseristä, teknologiayhtiöissä taas aineettoman pääoman arvo koostuu lähinnä teknologiasta ja kuluttajatuotteissa brändillä on iso merkitys. (Rantanen.)

BB puolella se asiakassuhde on se tärkeämpi ja asiakaspuolella brändi ja tuotemerkki on tärkeämpiä. (Juva).

Aluksi aineettoman pääoman arvonmäärityksessä tulisi tunnistaa, mitkä ovat kohdeyrityksen keskeiset aineettomat omaisuuserät. Tässä identifioidaan ensin yrityksen aineettomat omaisuuserät, jonka jälkeen arvioidaan niille kohdistuvat osuudet yrityksen tulevista kassavirroista. Tulevien kassavirtojen kohdistaminen eri omaisuuserille on usein haastavin vaihe arvonmäärityksessä ja se vaatii paljon analysointia ja harkintaa. (Rantanen.)

Aineettoman pääoman arvonmääritys saatetaan nähdä monissa yrityksissä lähinnä tilinpäätöskysymyksenä, mutta joissakin valveutuneissa yhtiöissä aineettoman pääoman arvonmääritys nähdään työkaluna, jonka avulla nähdään mitä yrityskaupassa ollaan ostamassa ja mitkä ovat yrityksen keskeiset arvoajurit. Sauran mukaan usein yrityskauppojen yhteydessä näkyy myös sitä, että vaikka ostavassa yrityksessä ymmärrettäisiin aineettoman pääoman merkitys, niin sen vaikutusta yrityksen kokonaisarvolle ei arvioida. Mikäli aineettoman pääoman arvoa arvioidaisiin tarkemmin, niin voitaisiin helpottaa kauppahinnan määrittämistä ja mahdollisesti estää se, että maksetaan yrityksestä ylihintaa. Tärkeää olisi ainakin analysoida, mitkä omaisuuserät ovat yrityksen muodostavien kassavirtojen takana ja mitä niistä ollaan yrityskaupan yhteydessä maksamassa (Saura.)

Meillä on ollut nyt esimerkiksi yks yrityskauppa, mikä on tehty jo useampi vuosi sitten, missä on maksettu täysin selvästi liikaa siitä ostetusta yrityksestä. Ja sen yrityksen arvo ole lähellekään sen kauppahinnan arvoinen ja niistä synergioistakaan ei oikein ole ollut minkäänlaisia etuja. Siksi on tärkeitä, että pohditaan sen aineettoman pääoman arvoa ja jos jää liikearvoa, jota ei pystytä selittämään millään, niin sen pitäisi herättää pohtimaan, että ollaanko tästä yrityksestä maksamassa liikaa. (Saura.)

Jos jostain yrityksestä esimerkiksi maksetaan 100 miljoonaa, niin mietitään mitä sillä 100 miljoonalla saadaan. Mitkä ovat ne omaisuuserät, joista yrityksen arvon muodostavat kassavirrat syntyvät (Saura.)

Arvonmäärityksessä lähdetään usein liikkeelle arvoajureiden kautta, jossa arvioidaan arvoajureita tuloslaskelman tai rahoituslaskelman pohjalta. Lopulta päädytään yksittäiseen arvoajuriin ja sen taustalla olevaan omaisuuserään. Kohdeyrityksellä voi olla arvoajureina esimerkiksi tietyt teknologiat ja patentit, joita se hallinnoi. Tällöin usein mietitään kohdeyrityksen kykyä luoda tulevaisuudessa uusia patenteja. (Juva.)

Esimerkiksi jossakin lääkefirmassa, kun lähdetään laatimaan sitä arvonmääritystä, niin meidän pitää ymmärtää ne value driverit ja me sitten tavallaan murretaan se siitä taaksepäin eli lähdetään siitä et tuloslaskelmasta tai kassavirtalaskelmalta lähdetään selvittämään niitä arvoajureita. Siinä mennään askel kerrallaan taaksepäin yksittäisiin olettamiin saakka ja siinä usein tulee keskeinen rooli esimerkiksi sille patentille. Yrityksellä saattaa olla sen liikevaihdon ajurina, vaikka joku rojaltimeksu, joka perustuu siihen, että sillä on patenteja hallussa, mitä lääkefirmoilla yleensä on. Niin silloin se iso liikevaihdon ajuri on se, millaista rojaltimeksua se firma voi periä niistä patenteista ja sitä kautta sitten se vaikuttaa liikevaihtoon. (Juva.)

Aineettoman pääoman merkitys arvonmäärityksessä on hyvin tapauskohtaista. Varsinkin jos puhutaan näistä tech-firmoista, niin siellähän on aineeton omaisuus keskeisessä roolissa. Eli tulevaisuuden tuotto riippuu siitä, miten hyvin sitä saadaan tuottoa aineettomasta omaisuudesta eli teknologiasta. On tärkeää ymmärtää myös sen teknologian vahvuus siinä, että voi olla, ettei se firma ole ensimmäinen, joka on luonut jonkun tietyn applikaation tai teknologian. (Juva.)

Usein varsinkin pienemmissä yrityksissä yrityksen keskeisenä arvoajurina on sen henkilöstö eli yrityksen avainhenkilöt ja tiimit. Näille ei kuitenkaan määritetä arvoa arvonmäärityksen yhteydessä, vaan katsotaan yleensä vain liikevaihtoa tai yritysarvoa (EV) työntekijää kohden (Asiantuntija Y.) Mikäli yhtiöllä ei ole vahvaa olemassa olevaa tuotetta, brändiä, teknologiaa tai patenteja, niin silloin kiinnostuksen kohteena saattaa olla yhtiön henkilöstö. Pienten peliyhtiöiden, jotka eivät ole saaneet hittipeliä markkinoille asti, tärkein onnistumisen edellytys ja kassavirran tuoja on pelinkehitystiimi. (Asiantuntija X.) Tätä tapahtuu varsinkin aloilla, joilla on vaikeata saada työntekijöitä, jolloin ostetaan yritys, jotta saadaan lisää osaavia työntekijöitä. (Saura). Silloin yrityskaupassa hankitaan kohdeyrityksen henkilöstön osaaminen ja know-how, jota halutaan hyödyntää ostajayrityksessä. (Ruusunen & Walldén)

Monesti alkuvaiheen yrityksissä, esimerkiksi peliyhtiöissä, voi olla, että yritysostaja lähtee ostamaan sitä tiimiä eli niitä pelinkehittäjiä eikä varsinaisesti yritystä. Eli lähdetään hankkimaan niitä tekijöitä. (Asiantuntija X)

Usein yrityksen henkilöstölle ei kuitenkaan määritetä erillistä arvoa, koska IFRS standardien mukaan henkilöstöä ei tunnisteta erikseen, vaan se on osa yrityksen liikearvoa. Näin ollen henkilöstölle ei määritetä usein arvoa aineettoman pääoman arvonmäärityksessä paitsi osana Multi-period-Excess-Earnings -menetelmää. (Rantanen.) Sauran mukaan henkilöstön vaikutusta yrityksen arvolle on vaikea määrittää, koska vaikka tiedettäisiin, että henkilöstöllä on vaikutusta

yrityksen arvoon, niin vaikea saada selville, minkälaista arvoa se luo yrityksellä kassavirtojen näkökulmasta.

Tärkeää arvonmäärityksen kannalta on myös aineettoman pääoman elinkaari. Tyypillisesti kassavirtapohjaisissa menetelmissä lähdetään liikkeelle ikuisien kassavirtojen olettamasta, kun määritetään jatkuvan liiketoiminnan arvoa. Mutta aineettoman pääoman arvonmäärityksessä on lähtökohtana, että aineettomilla omaisuuserillä on rajallinen elinikä, lukuun ottamatta joitakin poikkeustapauksia, kuten esimerkiksi brändi, jonka voidaan tietyissä tapauksissa olettaa olevan ikuinen. Koska aineettomilla omaisuuserillä on lähtökohtaisesti rajallinen elinikä, haasteena on määrittää, kuinka monta vuotta se tarkalleen ottaen on. Aineettoman pääoman arvonmääritykseen liittyy myös paljon muita oletuksia, jotka pitää pystyä perustelemaan olemassa olevilla tiedoilla tai asiantuntija-arvioilla. Tällöin voidaan hyödyntää toimialalla yleisesti käytettyjä oletuksia ja yhdessä yrityksen johdon ja asiantuntijoiden kanssa pohtia, millaiset oletukset sopisivat käytettäväksi arvonmäärityksessä. (Rantanen.) Aineettomaan pääomaan liittyvä suurempi riski korostuu arvonmäärityksessä. Siinä käytetään usein diskonttokorkona korkeampaa diskonttokorkoa kuin yrityksen kokonaisarvonmäärityksessä. (Rantanen, Asiantuntija Y).

Aineettomien omaisuuserien arvonmäärityksessä on tärkeä huomioida tuleviin kassavirtoihin liittyvät riskit. Tyypillisesti yksittäisen aineettoman omaisuuserän arvonmäärityksessä diskonttokorkona käytetään korkeampaa diskonttokorkoa kuin koko yrityksen arvonmäärityksessä. Eli jos yrityksen arvonmäärityksessä diskonttokorkona käytetään WACC:ia, mikä kuvastaa yhtiön painotettua keskimääräistä tuottovaadetapääomakustannusta, niin yleensä aineettomalla pääomalla on suurempi riski ja siksi sellainen riskipremio koko yhtiön WACC:iin nähden (Rantanen.)

Haastatteluissa korostui lisähuomion tarve aineettoman pääoman arvonmääritykselle, koska aineettoman pääoman arvo yrityksille kasvaa jatkuvasti. Arvonmäärityksessä on tärkeää ymmärtää kohdeyrityksen kokonaisarvo ja suhteuttaa eri omaisuuserien arvot kokonaisarvoon, koska varsinkin aineettomien omaisuuserien arvonmääritykseen liittyy niin paljon subjektiivisia oletuksia, jotta esimerkiksi ei käy niin, että brändin arvo on määritetty yhtä arvokkaaksi kuin kohdeyrityksen kokonaisarvo (Rantanen).

Aineettoman pääoman arvonmääritykseen pitäisi kiinnittää enemmän huomiota, koska yleensä aineeton pääoma on se kaikkein arvokkain omaisuuserä, eikä sitä näy taseessa. Eli pitäisi ymmärtää, mikä on yhtiön kokonaisarvon ja tasearvon ero ja palastella se eri omaisuuserille. (Rantanen.)

On tärkeää, että yrityksen kokonaisarvo osataan erotella eri omaisuuseriin. Yrityksen kokonaisarvoa ja eri omaisuuseriä ei pidä käsitellä erikseen, vaan omaisuuserien arvot pitää olla suhteutettu järkevästi kokonaisarvoon. (Rantanen, Asiantuntija X) Aineettoman pääoman arvonmäärityksen ansiosta nähdään, miten kauppahinta allokoituisi eri omaisuuseriin ja näin ostajayritys voi valmistautua paremmin kauppahintakeskusteluihin. (Asiantuntija X). Tällä on merkitystä, koska Walldénin ja Ruususen mukaan kauppahinnan määräytymiseen vaikuttaa

pääasiassa ostavan yrityksen kohdeyrityksestä määrittämä arvo ja sitä kautta se, että kuinka paljon ostava yritys on valmis maksamaan kohdeyrityksestä.

Yrityskauppojen lisäksi aineettoman pääoman arvonmäärittäystä voidaan tehdä myös verotustarkoituksiin, kuten siirtohinnoittelua varten. (Rantanen, Juva, Saura, Asiantuntija X, Ruusunen & Walldén.) Aineettoman pääoman arvonmäärittäksen kehittämiseksi onkin tarvetta, mutta asiantuntijoiden mukaan ei ole tarvetta kehittää niinkään uutta tarkempaa arvonmäärittäsmallia, vaan aineettoman pääoman arvonmäärittäystä tulisi huomioida paremmin osana yrityksen kokonaisarvonmäärittäystä, jotta ymmärrettäisiin selkeämmin, mitä yrityskaupan yhteydessä ostetaan ja mitkä ovat osa-alueet, mistä ostettavan yrityksen arvo koostuu.

Mun mielestä sitä (aineetonta pääomaa) pitäisi miettiä enemmän, erityisesti suuremmissa yrityskaupoissa olisi hyvä pohtia etukäteen. Mitä tulee tasemielessä ylimääräisenä ja mistä todellisuudessa sitten maksettiin. Et kuinka paljon sitä liikearvoa tulee ja kuinka suuri osa siitä aineettomasta pääomasta allokoituu esimerkiksi brändille, asiakassuhteille, teknologialle, patenteille tai mitä ikinä sitten on ostettu. Sekä mietittäisiin, millaiset poistopohjat eri omaisuuserillä on tulevaisuudessa ja millainen tulosvaikutus niillä on. Mutta aika usein se valuaatio menee enemmän sen kasvuennusteen tai kasvavirtaennusteen mukaan. (Asiantuntija X)

5.3 Aineettoman pääoman arvonmäärittäysmenetelmät

Aineettoman pääoman arvonmäärittäyksessä käytettävät menetelmät jaetaan markkina-, kulu- ja tuottooperusteisiin menetelmiin. (Rantanen, Asiantuntija X). Suositeltua on käyttää ensisijaisesti markkinaperusteisia, sitten tuottooperusteisia menetelmiä ja viimeiseksi kuluperusteisia menetelmiä. (Asiantuntija X). Tuottooperusteisia kassavirtapohjaisia menetelmiä käytetään, koska ne ovat teoreettisesti kaikkein tarkimpia menetelmiä. Markkinaperusteisia menetelmiä käytetään taas harvemmin, koska aineettomasta pääomasta ei ole olemassa tietokantaa, mistä saisi tietoa esimerkiksi markkinakertoimista. (Rantanen). Mutta esimerkiksi brändin tai teknologian rojaltilmaksujen tuottooperusteisessa arvonmäärittämisessä huomioidaan markkinanäkökulma (Juva). Kuluperusteista menetelmää käytetään, esimerkiksi teknologian kohdalla joskus, mutta ongelmana niissä on se, että kuluperusteisesti määritetty arvo ei välttämättä kuvasta hyvin teknologian käypää arvoa. Ensisijaisina arvonmäärittäysmenetelminä ovatkin tuottooperusteiset menetelmät. (Rantanen, Juva, Saura.) Tuottooperusteiset menetelmät ovat teoreettisesti hyviä menetelmiä, mutta niihin liittyy myös paljon subjektiivisuutta, joita tulee analysoida kriittisesti. (Rantanen.) Aineettoman pääoman arvonmäärittäysmenetelmien käyttöön on jo vakiintunut tietyt käytännöt siitä, mitä menetelmiä käytetään milloinkin. (Juva.)

Brändin arvonmäärittäykseen käytetään yleensä tuottooperusteista Relief-from-Royalty menetelmää eli säästyneiden rojaltilkustannusten menetelmää. (Rantanen, Asiantuntija X, Juva, Saura). Brändin arvonmäärittäyksessä Relief-from-Royalty menetelmässä arvioidaan esimerkiksi sitä, että jos yritys lisensoi brändin, niin millaisia rojaltilmaksuja, kolmannen osapuolen pitäisi maksaa siitä

suhteessa liikevaihtoon. (Juva, Asiantuntija X.) Relief-from-Royalty menetelmän etuna on, että siinä on vähän oletuksia, joita tarvitsee tehdä. Huonona puolena menetelmässä on sen kaavamaisuus ja yksinkertaisuus menetelmänä, jolloin voidaan helposti keskittyä liian paljon rojaltiprosenttiin. (Saura.)

Brändin arvonmäärityksessä käytettävä Relief-from-Royalty on hyvin kaavamainen ja yksinkertainen, joka toisaalta myös on hyvä asia, mutta toisaalta sitä käytetään vähän liikaa. Et tavallaan siinä rojaltiprosentti on niin tärkeässä osassa ja siinä ollaan usein huonoja. Et aika paljon näkee sitä ei ole pystytty miettimään, mikä se järkevä rojaltiprosentti sitten olisikaan. Se siinä Relief-from-Royalty menetelmässä on kätevää, että siinä on lopulta niin vähän oletuksia, mitä pitää tehdä. (Saura.)

Brändin arvonmäärityksessä Relief-from-Royalty -menetelmällä otetaan estimoidut rojaltimaksut meidän sellaisesta benchmark datasta. Me sortataan, vaikka se data silleen, et siellä on ainoastaan saman toimialan rojalteja ja rojaltikohde on samanlainen. (Asiantuntija X.)

Relief-from-Royalty menetelmää voidaan käyttää myös teknologian sekä patenttien arvonmääritykseen. (Rantanen, Juva, Asiantuntija X.) Juvan mukaan teknologian arvonmääritys voidaan myös tehdä kustannusperusteisesti, laskemalla sen kehittämiseen menneet kehityskulut. Jos teknologian kehityksestä on paljon aikaa, lasketaan arvo sen perusteella, että paljonko kilpailijan tulisi investoida, että he saisivat kehitettyä saman teknologian. Kustannusperusteiset menetelmät eivät kuitenkaan ole ensisijaisesti käytettäviä menetelmiä. (Juva).

Yleensä kulupohjaset on vähän huonompia menetelmiä, ei mielellään käytetä niitä, jos on mahdollisuus käyttää tuottoperusteisia menetelmiä. Mutta esimerkiksi tilanteessa, jossa ei vaan ole tarpeeksi dataa siihen et vois ymmärtää sitä, että esim. mikä se rojal-tisäästö olisi, niin silloin käytetään kulupohjaisia menetelmiä. (Juva.)

Juva mainitsee myös, että teknologian arvonmäärityksessä on tärkeitä ymmärtää teknologian elinkaari ja siitä saatavat kassavirrat sekä mahdolliset uudet teknologiat, joita voidaan kehittää vanhan teknologian päälle. Asiakassuhteiden arvonmäärityksessä käytetään ensisijaisesti Multi-period-Excess-Earnings-menetelmää eli MEEM:ä, jossa on lähtökohtana määrittää arvo ensin muille omaisuususerille, jonka jälkeen näiden muiden erien arvo vähennetään yrityksen kokonaisarvosta ja jäljelle jäävä diskontattu arvo on ylijäävä tuotto, joka on asiakassuhteiden arvonmäärityksessä asiakassuhteiden arvo. (Juva, Saura, Rantanen, Asiantuntija X.)

Asiakassuhteiden arvonmääritykseen käytettävässä Multi-period-Excess-Earnings -mallissa lähdetään siitä olettamasta, että muille aineettomille pääomaerille on selvitetty niiden arvot ja sitä kautta yritetään arvioida et mikä on niiden kontribuutio siihen koko bisnekseen. Eli siinä on tietty kontribuutio kaikille muille omaisuususerille paitsi asiakassuhteille ja sitten vähennetään siitä koko bisneksen tuotosta näiden muiden omaisuuserien kontribuutiot ja jäljelle jää ylimääräinen tuotto, joka sitten diskontataan ja pyritään arvioimaan niiden asiakassuhteiden tuoman arvon, kun on otettu ensin pois kaikkien muiden erien tuoma arvo. (Juva.)

MEEM:ä voidaan käyttää myös teknologian arvonmääritykseen, mutta ensisijainen arvonmääritystapa teknologian arvonmääritykseen on Relief-from-Royalty -menetelmä. (Rantanen, Saura, Juva). MEEM:ä käytetään keskeisimpään

aineettomaan pääomaerään, eli merkittävimmäksi tai arvoltaan suurimmaksi arvioituun omaisuuserään. Yleensä se on kuitenkin asiakassuhteet tai teknologia (Asiantuntija X, Juva, Saura.) Monesti MEEM:ä käytetään juuri asiakassuhteiden arvonmäärityksessä, vaikka jokin muu aineeton pääomaerä olisi arvokkaampi kohdeyritykselle. (Saura). Haasteena menetelmässä on se, että sitä voidaan käyttää samanaikaisesti vain yhden aineettoman omaisuuserän arvonmääritykseen. (Rantanen).

Haasteena MEEM:ssä on se, että kaikilla muilla aineettomilla pääomaerillä, kuin sillä mille määritetään arvo, pitää olla määriteltynä käyvät arvot ja tuottovaateet. Joten sitä ei voi käyttää samanaikaisesti monen omaisuuserän arvonmääritykseen. (Rantanen.)

Lopulta kun kaikille aineettomille omaisuuserille on laskettu tuottovaatimukset ja arvot, verrataan arvoja yrityksen kokonaisarvoon ja arvioidaan, että onko kokonaisuus järkevän oloinen. (Asiantuntija X). Asiakassuhteet ovat usein arvonmäärityksen kannalta tärkein aineeton omaisuuserä (Rantanen, Saura, Juva). Asiakassuhteiden rooli arvonmäärityksessä korostuu etenkin, kun ulkomainen ostaja tulee uutena Suomeen ja ei halua aloittaa toimintaa alusta, vaan tulee mukaan markkinoille yritystoston kautta (Ruusunen & Walldén.)

Alihankintasopimuksille voidaan määrittää arvo, jos alihankkija on sitoutunut toimittamaan tietyksi ajaksi hyödykettä tietyllä hinnalla, joka on halvempi kuin markkinahinta. Tällöin alihankintasopimuksella on arvoa yritykselle ja se voidaan tunnistaa aineettomana omaisuuseränä. Alihankintasopimuksen arvo voi olla myös negatiivinen, jos yritys on sitoutunut hankkimaan tiettyjä hyödykkeitä tietyltä alihankkijalta markkinahintaa korkeammalla hinnalla (Asiantuntija X, Juva.) Sopimusten arvo on markkinahinnan ja sopimushinnan erotuksen diskontattu arvo. (Juva). Tavarantoimittajasuhteiden arvoon vaikuttaa myös se, miten tärkeitä ne ovat yritykselle. Yritykselle voi olla esimerkiksi arvoa siitä, että kaikki hyödykkeet eivät saavu jostakin tietystä maasta tai joltakin tietyltä toimittajalta. Yleensä tavarantoimittajasuhteilla ei kuitenkaan katsota olevan suurta merkitystä, koska monella yrityksellä on eri vaihtoehtoja ja markkinoilta saa hyödykkeitä markkinahintaan. (Saura.) Tilauskannassa voidaan käyttää arvonmääritykseen kustannusperusteista lähestymistapaa, jossa arvioidaan tilauskannan arvoa säästyneiden kustannusten kautta, jossa arvioidaan, miten paljon on säästetty myynnin ja markkinoinnin kustannuksia uusmyyntiin verrattuna, mikä kertoo tilauskannan arvon. Mikäli tietyt asiakkaat ovat sitoutuneet ostamaan tietyn määrän hyödykkeitä yritykseltä, niin yrityksellä on jo tietty liikevaihto, mikä on lukittu tulevaisuuteen, siten tilauskantaan liittyvä riski on pienempi kuin muuhun myyntiin liittyvä riski. (Juva.)

Vaikka yrityksen henkilöstölle ei yleensä määritetä arvoa aineettoman pääoman arvonmäärityksessä, niin henkilöstölle voidaan laskea arvo kuluperusteisesta näkökulmasta osana tekijänä Multi-period-Excess-Earnings menetelmän arvonmääritystä. Siinä arvioidaan henkilöstön kokoa ja palkkakustannuksia sekä henkilöstön uudelleen koulutus kustannuksia eli miten paljon työntekijää pitäisi kouluttaa rekrytoinnin jälkeen, että hänellä olisi haluttu osaamistaso työssään. Lisäksi henkilöstön arvonmäärityksessä katsotaan rekrytointikustannuksia.

Henkilöstölle pyritään määrittämään arvo sen kouluttamiseen, palkkoihin ja rekrytointiin liittyvien kustannuksien kautta. (Rantanen, Asiantuntija X.)

Henkilöstöä ei IFRS:n mukaan tunnisteta erikseen liikearvosta eikä sitä arvosteta erikseen, mutta se on oma komponentti ylituottomenetyksessä eli MEEM:ssä. Menetelmässä pitää periaatteessa myös henkilöstölle määrittää arvo, mikä on teoreettisesti suhteellisen helppoa. Kuluperusteisessa arvonnäytösmenetelmässä arvioidaan henkilöstön määrä ja suhteutetaan henkilöstökulut ja tehdään oletuksia uuden työntekijän rekrytointi- ja koulutuskuluista. (Rantanen.)

Haastateltujen asiantuntijoiden mukaan CIV-menetelmää ei juurikaan käytetä yrityskauppojen yhteydessä tehtävään aineettoman pääoman arvonnäytösmenetelmään. Asiantuntijoiden mukaan aineettoman pääoman arvonnäytösmenetelmässä käytettävien arvonnäytösmenetelmien tulisikin olla riittävän yksinkertaisia ja ajallisesti tehokkaita käyttää, mutta toisaalta olisi myös hyvä, että käytetään myös muita menetelmiä, ettei arvonnäytösmenetelmästä tule liian kaavamaisista. Tärkeää onnistuneen arvonnäytösmenetelmän taustalla on myös arvonnäytösmenetelmän tilannekohtainen luovuus arvonnäytösmenetelmien käytössä (Saura.)

Arvonnäytösmenetelmissä korostuu niiden yksinkertaisuus, koska mitä monimutkaisempi menetelmä on, niin sitä enemmän se huomio kiinnittyy siihen menetelmän soveltamiseen ja soveltamiseen. Yleensä on kyllä silleen et mitä yksinkertaisempi se arvonnäytösmenetelmä on niin sen parempi, mutta toisaalta menetelmät voivat olla liian yksinkertaisia ja kaavamaisia. Se kaavamaisuus ja se, että tehdään samalla tavalla, kun aikaisemminkin toisessakin yrityskaupassa, vaan rajoittaa sitä ajattelua, koska ne menetelmät, jota on aikaisemmin käytetty, niin ei välttämättä sovellukaan siihen käsitteeseen olevaan yrityskauppaan. (Saura.)

Onnistuneen lopputuloksen näkökulmasta on tärkeitä, että arvonnäytösmenetelmässä pysyisi sellainen luovuus mukana ja uskalletaisiin tehdä eri tavalla kuin jossakin toisessa yrityskaupassa on tehty. Usein näkee sitä, että ollaan vähän varovaisia edes kokeilemaan mitään uutta. Tämä korostuu menetelmissä, että esimerkiksi Relief-from-Royalty ja MEEM on niin yleisesti käytettyjä menetelmiä, että ollaan varovaisia ja ei haluta käyttää mitään muuta menetelmää. (Saura.)

5.4 IFRS 3 -standardi ja aineettoman pääoman arvonnäytösmenetelmä

IFRS 3 -standardin mukaan hankkivan osapuolen tulee raportoida tilinpäätöksen liitetiedoissa, mitä yrityskauppoja se on tehnyt viimeisen tilikauden aikana ja mitä aineettomia eriä on tunnistettu kauppahinnan kohdistuksessa. IFRS 3 -standardin mukaisessa kauppahinnan kohdistuksessa liikearvosta tulee erotella kaikki eroteltavissa olevat aineettomat omaisuuserät. (Rantanen.) Kauppahinnan kohdistuslaskelmassa on tietyt säännöt ja toimintatavat, joiden mukaan arvonnäytösmenetelmä tulisi tehdä. Hyvänä puolena on, että se yhdenmukaistaa aineettoman pääoman arvonnäytösmenetelmää ja pakottaa yritykset pohtimaan yrityskaupan yhteydessä, mitä omaisuuseriä yrityskaupassa hankitaan ja mistä yrityskaupassa on maksettu. Kauppahinnassa tulee ottaa myös huomioon kaikki mahdolliset elementit, jotka siirtyvät kaupan yhteydessä ostavalle yritykselle (Rantanen, Saura, Juva.)

Aineettoman pääoman arvonmäärityksen kannalta on myös tosi valveutuneita yrityksiä, joissa jopa hallitustasolla mietitään, että jos esimerkiksi maksetaan yrityksestä 100 miljoonaa, niin miltä se näyttää taseella ja kannattaako tästä yrityksestä maksaa 100 miljoonaa. Lisäksi mietitään samalla, miltä tämä näyttää IFRS 3 kannalta. (Saura.)

IFRS 3 on siinä mielessä hyvä työkalu, että se pakottaa miettimään varsinkin IFRS standardeja seuraavilla yhtiöillä sitä, mitä ollaan ostamassa. Tavallaan liian helposti mietitään, että tämä yhtiö on jonkun arvoinen ja ajatellaan, että se arvo tulee sieltä kassavirroista, mutta tavallaan pitäisi vähän palastella, mistä nämä kassavirrat tulevat, niin se IFRS 3 vähän pakottaa pohtimaan niitä. (Saura.)

IFRS 3 -standardi on lisännyt paljon yritysten ja markkinoiden keskuudessa läpinäkyvyyttä siitä, mitä yrityskaupassa on ostettu ja mitkä ovat olleet yrityksen arvon takana olevat omaisuuserät. Se myös pienentää taseessa olevan liikearvon alenemisriskiä (Rantanen.)

Se osa kauppahinnasta, jota ei voida kohdistaa millekään tietylle omaisuuserälle on liikearvoa ja sitä ei poisteta, vaan sitä testataan vuosittain IAS 36 mukaan. Näin ollen aineettomien omaisuuserien arvot vaikuttavat liikearvon määrään ja sen alentumisriskiin. Vaakakupissa ovat toisaalta aineettomista syntyvät vuosittaiset poistot ja liikearvosta mahdollisesti tehtävät alaskirjaukset ja näiden vaikutukset tulevaisuuden tuloksiin. (Rantanen.)

IFRS 3 -standardi on tuonut aineettoman pääoman arvonmääritykselle paljon lisää kiinnostusta, mikä on kaikin puolin hyvä asia. (Juva). Toisaalta IFRS 3 -standardin mukaiset aineettoman pääoman identifiointikriteerit ovat hyvin kaavamaisia, jolloin ongelmana voi olla, että aineetonta pääomaa käsitellään vain IFRS 3 -standardin näkökulmasta. Tällöin esimerkiksi jo tiedossa olevia tulevia aineettomia omaisuuseriä ei huomioida ollenkaan. Lisäksi IFRS 3 -standardin mukaisessa aineettoman pääoman arvonmäärityksessä ei huomioida yrityskaupassa syntyviä synergioita, koska ne ajatellaan tulluksi huomioitua osana jäljelle jäävää liikearvoa. Sauran mukaan synergiat ovat yrityksille tärkeä yrityskauppojen motiivi ja siksi myös arvonmäärityksessä olisi hyvä myös arvioida yrityksen arvoa synergioiden kanssa, jolloin yrityksestä ei maksettaisi liikaa, koska siitä ajatellaan saatavan synergioita, joiden arvoa ei kuitenkaan ole kunnolla arvioitu. Synergiat eivät siis saa olla yritykselle tekosyy maksaa ostettavasta yrityksestä liikaa yrityskaupassa. (Saura.)

Asiakassuhteet ovat selkeä osa aineetonta pääomaa ja ne tulee esille IFRS 3:ssa, mutta IFRS 3 antaa mahdollisuuden arvostaa vaan yrityksen nykyiset asiakassuhteet, jolloin mietitään vain niitä nykyisiä asiakassuhteita eikä tulevia asiakassuhteita, jotka ovat tulevaisuuden kannalta tärkeitä. (Saura.)

Joskus aineettoman pääoman arvonmääritystä mietitään myös synergiaetujen näkökulmasta. Siinä koitetaan kvantifioida, minkälaisia synergioita saadaan kaupassa, eikä ne synergiat ole vaan tekosyy sille, miksi kannattaa maksaa yrityksestä mikä kauppahinta vain koska saadaan synergioita. Siksi olisi tärkeää miettiä mitä ne synergiat oikeastaan ovat. Synergioita mietitään yleensä otsikkotasolla ja tietyntyyppisille synergioille pystytään jopa määrittämään arvo. Mutta sitten ostettavaa yritystä käsitellään kokonaisuutena ja yksittäisiä omaisuuseriä ei palastella erikseen (Saura.)

IFRS:n mukaan raportoivien yhtiöiden kohdalla olisi tärkeää, että jo yrityskauppa suunniteltaessa arvioidaan kohdeyrityksen arvon perustaa sen

arvoajureiden pohjalta, jotta yrityksestä maksettava hinta pysyisi järkevällä tasolla ja ei kävisi niin, että maksetaankin yrityksestä liikaa. Koska IFRS 3 -standardin mukaisen arvonmäärityksen pohjalta ostava yritys saa tietoa ostetun yrityksen keskeisistä arvoajureista, niin silloin myös osataan pitää huolta näistä keskeisistä arvoajureista integrointivaiheessa. (Rantanen, Saura.)

On tärkeää, että pyrittäisiin jo ennen kauppaa pohtimaan, että onko tästä järkeä maksaa näin paljon. Et kyllä se IFRS 3 antaa kyllä hirveen hyvän näkökulman siihen aineettoman pääoman arvonmääritykseen, että se pakottaa miettimään aineetonta pääomaa ja varmasti jos otetaan tosissaan se IFRS 3 eikä katsota sitä vaan pakollisen byrokratiana, niin se auttaa kyllä siinä, että ei maksettaisi järkyttäviä hintoja yrityskau-poissa. (Saura.)

Yritykselle tehtävän Due Diligencen yhteydessä voidaan tehdä myös aineettomalle pääomalle Due Diligenceä, mutta esimerkiksi teknologialle voidaan tehdä oma Due Diligence. (Asiantuntija X, Asiantuntija Y, Rantanen, Juva, Saura.) Teknologia Due Diligencessä kohdeyrityksen teknologiaa voidaan verrata kilpailijoihin tai katsoa sen avointa lähdekoodia. (Asiantuntija X). Due Diligence raportista saa paljon tietoa kauppahinnankohdistuslaskelman laatimisen tueksi (Rantanen).

Financial DD:stä (Due Diligence) saadaan yleensä tietoa aineettomista omaisuuseristä, esimerkiksi asiakassuhteissa katsotaan suurimpien asiakkaiden osuus kokonaisliiketoiminnasta ja arvioidaan riskiä, jos joku asiakas menetettäisiin ja miten se vaikuttaisi liikevaihtoon. Due Diligence -raportista voidaan arvioida myös asiakassuhteiden pituuksia. Lisäksi jossakin teknologiayhtiöissä voidaan tehdä erillistä teknologia DD:tä. (Rantanen.)

IFRS 3 -standardin näkökulma huomioidaan myös aineettoman pääoman arvonmääritykseen liittyvässä keskustelussa kohdeyrityksen sekä ostavan johdon ja asiantuntijoiden kanssa. (Rantanen.)

Aineettomien arvonmääritykseen tarvitaan kohdeyrityksestä eri alojen asiantuntijoita kertomaan omaa näkemystään. Me yhdistämme kohdeyrityksen johdon näkemyksen, ja ostavan yrityksen johdon näkemys aineettomista omaisuuseristä ja niiden arvoon vaikuttavista oletuksista. Sitten pitää vielä huomioida, mitä IFRS 3 edellyttää. Sehän painottaa tyypillistä markkinaosapuolen näkemystä. (Rantanen.)

Yrityskaupassa myyvän yrityksen kannalta IFRS 3 -standardi ei oikeastaan näy arvonmäärityksessä, luukuun ottamatta Due Diligence vaihetta, jossa kohdeyrityksen johdon pitää vastaila IFRS 3 standardiin liittyviin kysymyksiin. (Ruusunen & Wallden).

5.5 Aineettoman pääoman arvonmääritykseen liittyvät haasteet

Aineettoman pääoman arvonmäärityksen haasteena on se, että aineeton pääoma on hyvin uniikkia ja erilaista jokaisessa yrityksessä ja siten on vaikeaa löytää sopivaa vertailutietoa. (Rantanen).

Aineeton pääoma on yrityksen uniikeinta omaisuutta, eli muuten samanlaisilla yrityksillä brändi tai asiakassuhteet ovat se keskeinen tekijä, joka erottaa yrityksen sen kilpailijoista. Näin ollen aineettomille omaisuuserille ei löydy vertailutietoa. Jos väitetään, että yrityksen arvonmääritys on jollakin tavalla subjektiivista ja enemmän taidetta kuin tiedettä niin aineettoman pääoman arvonmäärityksessä otetaan taas harppaus entistä abstraktimpaan maailmaan. (Rantanen.)

Aineettoman pääoma arvo on vähän kuin valossa oleva fotoni, jolla ei ole lepomasaa, vaikka sillä on olemassa paino. Aineeton pääoma on vähän samanlainen. Jos aineeton pääoma ei tuota kassavirtaa ja liity liiketoimintaa, niin harvoin sillä on mitään tasearvoa tai muutakaan arvoa. Kuten ei valon fotonillakaan ole painoa, ellei se ole liikkeessä. (Ruusunen.)

Aineettomille pääomaerille kohdistuvien kassavirtojen tunnistaminen ja aineetomaan omaisuuteen liittyvän riskin huomioiminen diskonttokorossa on myös haastavaa arvonmäärityksessä. (Rantanen, Juva).

Haastavaa aineettoman pääoman arvonmäärityksessä on se, että aineeton pääoma on niin uniikkia, että sille on vaikea löytää vertailudataa. Aineettoman omaisuuserän arvonmääritys perustuu myös useisiin oletuksiin omaisuuserälle kohdistuvista kassavirroista, jäljellä olevasta taloudellisesta eliniästä ja kassavirtoihin liittyvästä riskistä eli diskonttokorosta. (Rantanen.)

Myös aineettomien omaisuuserien kassavirrantuottopotentiaalin ja niihin liittyvän riskin välisen suhteen ymmärtäminen on haasteellista. Ratkaisuna tähän on käyttää toimialan asiantuntijoiden näkemyksiä hyväksi ja keskustella yrityksen johdon kanssa erilaisista riskiskenaarioista ja tulevaisuuden ennusteiden perusteista. (Juva.) Lisäksi erilaisten arvonmääritykseen liittyvien oletusten arvioiminen on haastavaa

Suurimpana haasteena arvonmäärityksessä mun mielestä on tuoton ja riskin suhteen arvioiminen eli periaatteessa jos miettii jotain kohdeyritystä, niin sillähän periaatteessa on olemassa niin sanotusti yksi oikea arvo ja eri arvonmääritykset ovat lähellä tai kaukana siitä todellisesta arvosta. Se tulee aika usein riskin ja tuoton suhteesta. Eli jos sulla on hirveen optimistinen ennuste, niin sulla pitäisi olla myös aika korkea se diskonttokorke. Eli sen optimistisuuden ei periaatteessa pitäisi vaikuttaa siihen arvoon, koska todellinen Underlying Value on se mikä sen yrityksen arvo on, vaikka kukaan ei vielä tiedä sitä. (Juva.)

Se on vähä kaikkien arvonmääritysmallien ongelma, että usein on joku tietty asia, minkä se edellyttäisi, esimerkiksi on joku tietty oletus tai oletukset, jotka pitäisi saada tehtyä, mutta ne ovat hirveen vaikeita. (Saura).

Myös aineettomien omaisuuserien vaikuttaminen välillisesti sekä toinen toisiinsa että aineellisiin omaisuuseriin lisää yksittäisen aineettoman pääomaerän arvonmäärityksen haasteellisuutta. (Saura, Ruusunen & Wallden). Lisäksi yksittäisten aineettomien pääomaerien arvonmääritys on paljon haastavampaa kuin yrityksen kokonaisarvonmääritys, koska kaikki aineettomat omaisuuserät vaikuttavat toinen toisiinsa päällekkäisesti ja ristikkäin (Saura.) Haastateltujen asiantuntijoiden mielestä aineettomista pääomaeristä erityisesti teknologian arvonmääritys on haastavaa, koska sen todellisen arvon ymmärtäminen on vaikeaa sen erityisluonteen takia.

Haastavaa aineettoman pääoman arvonmäärityksessä on se, että kaikki vaikuttaa kaikkeen, eli sellainen rajanvedon tekeminen siinä, mikä on mitään. Esimerkiksi varsinkin IFRS 3 näkökulmasta, että jos meillä on yrityksessä asiakassuhteet, teknologia ja brändi erikseen, ja niille kaikille pitäisi saada tarkka lukuarvo. Ne vaikuttavat toinen toiseensa ja silloin on tosi vaikeata määrittää arvoa tietylle erälle. Sitten totta kai lisäksi vielä yrityksen kaikki muut tekijät, eli esimerkiksi työntekijöitä ei erikseen arvosteta IFRS 3:ssa, mutta yrityksen brändi ja asiakkaat vaikuttaa työntekijöihin sekä työntekijät vaikuttavat asiakkaihin. (Saura.)

Usein teknologiat ovat vaikeita arvonmääritykselle, koska on vaikeata arvioida, mikä nykyisen teknologian arvo on, koska teknologioita päivitetään koko ajan ja tulee uusia teknologioita, jotka rakentuvat näiden vanhojen teknologioiden päälle. On vaikeata määrittää, mikä se ostetun teknologian arvo oikeasti on ja mikä on sen elinkaari. Elin-kaari voi olla selkeästi hahmotettavissa, mutta on vaikeaa arvioida, että pystyykö nykyisen teknologian avulla kehittämään uutta teknologiaa. Lisäksi eri teknologiat rakentuvat toistensa päälle ja niiden elinkaaret menevät myös päällekkäin. (Saura.)

Esimerkiksi pre-revenue vaiheen teknologian arvonmääritys on aika haasteellista, että päästään siihen todelliseen arvoon. Se, että lasketaan kuluperusteisesti joku arvo ei ole välttämättä niin haasteellista, mutta sitten sen todellisen arvon ymmärtäminen voi olla haasteellista, koska ei ole sitä track-recordia sillä teknologialla ja vaikea tietää sen teknologian merkitystä yrityksen arvolle. (Juva.)

Brändin arvonmääritys on usein helpompaa, koska siihen liittyvä kassavirta on paremmin tunnistettavissa. Brändin arvonmäärityksessä käytettävän rojalitikan valinta voi kuitenkin olla haastavaa. (Rantanen.) Aineettoman pääoman arvonmääritys on haastateltujen asiantuntijoiden mukaan haastavaa monesta näkökulmasta katsottuna.

5.6 Yhteenveto empiirisestä osiosta

Yrityksen arvonmääritysprosessi koostuu kohdeyhtiön analysoimisesta ja sen tulevan kehityksen arvioinnista, joiden perusteella tehdään yrityksen arvonmääritys huomioiden yritykseen ja siitä tehtyihin olettimiin liittyvä riski. Yrityksen arvonmääritys tehdään monesti käyttämällä kassavirtapohjaista diskontatun kassavirran menetelmää eli DCF-menetelmää. Lisäksi yrityksen arvonmääritykseen käytetään markkinaperusteisia transaktio- ja markkinakertoimia. Muita arvonmääritysmalleja ei juurikaan käytetä, lukuun ottamatta pääomasijoittajien kohdalla arvonmäärityksessä yleensä käytettävää LBO (Leveraged Buyout) -mallia. Yleisesti ottaen käytettävään arvonmääritykseen vaikuttaa enemmän yrityksen kehitysvaihe kuin itse toimiala.

DCF-menetelmästä voidaan tehdä erilaisia skenaarioita, joita voidaan verrata keskenään. Markkinaperusteisia kertoimia käytetään usein DCF-menetelmälle vertailuarvon antavina menetelmiä, mutta joskus myös ensisijaisena menetelmänä jos kohdeyrityksestä saatava tieto ja ennusteet ovat vajaampia ja ei saada riittävän tarkkoja tietoja DCF-menetelmän käyttämiseksi. Yrityskaupassa kohdeyrityksestä maksettavaan hintaan vaikuttaa yleensä ostavan yrityksen pörssikertoimet, mutta todella suurilla yrityksillä, kuten Googlella, ei ole väliä

kauppahinnan suuruudella, jos yrityskaupassa saatu hyöty on huomattavasti suurempi kuin kauppahinta.

Aineettoman pääoman arvonmäärityksen kannalta keskeisimpiä aineettomia omaisuuseriä ovat asiakassuhteet, teknologiat ja brändi. Lisäksi muita merkittäviä aineettomia omaisuuseriä voivat olla tilauskannat, tavarantoimittajasopimukset ja patentit sekä tavaramerkit. Henkilöstölle ei lähtökohtaisesti määritetä arvoa, vaikka se on keskeinen arvoajuri yrityksille. Tämä johtuu siitä, että IFRS standardien mukaan sitä ei tunnisteta osaksi yrityksen liikearvoa. Henkilöstölle voidaan kuitenkin määrittää arvo kuluperusteisesti, sen ollessa yhtenä osatekijänä Multi-period-Excess-Earnings menetelmän arvonmäärityksessä. Aineeton pääoma on usein yrityksen tärkeimpiä arvoajureita, jolloin niiden arvonmäärityksen rooli korostuu. Aineettoman pääoman arvonmäärityksessä on tärkeää tunnistaa merkittävimmät aineettomat omaisuuserät ja kohdistaa näille osuudet yrityksen kassavirroista. Arvonmäärityksessä on keskeistä tunnistaa aineettoman pääoman elinkaari sekä riski, joka näkyy arvonmäärityksessä käytettävässä diskonttokorossa. Merkittävimmät erot aineettoman pääoman ja yrityksen kokonaisarvonmäärityksen välillä liittyvätkin juuri aineettomien pääomajurien subjektiivisuuteen, elinkaareen ja niihin liittyvän riskin huomioimiseen.

Aineettoman pääoman arvonmääritykseen voidaan käyttää markkina-, tuotto- tai kuluperusteisia menetelmiä. Näistä markkinaperusteisia menetelmiä ei juurikaan käytetä, koska aineettomalle pääomalle ei ole olemassa vertailudataa. Täten tuotto- ja kuluperusteiset menetelmät ovat suosituimpia. Mikäli tuotto- ja kuluperusteisia menetelmiä ei voida käyttää käytetään kuluperusteisia menetelmiä, jotka ovat jälleen hankinta- tai uudelleenkehityskustannuksiin liittyviä menetelmiä. Tuotto- ja kuluperusteisia menetelmiä käytetään aineettoman pääoman arvonmääritykseen niiden parhaan soveltuvuuden vuoksi. Tuotto- ja kuluperusteisista menetelmistä suosituimpia ovat brändin ja teknologioiden arvomääritykseen käytettävä Relief-from-Royalty menetelmä ja lähinnä asiakassuhteiden arvomääritykseen käytettävä Multi-period-Excess-Earnings (MEEM) menetelmä.

Aineettoman pääoman arvonmääritystä tehdään usein lähinnä IFRS 3 -standardin näkökulmasta. IFRS 3 -standardi onkin asettanut tietyt vakiintuneet käytännöt sille, miten aineettoman pääoman arvonmääritystä tehdään. IFRS 3 -standardin mukaisella kauppahinnan kohdistamisella voidaan määrittellä aineettomat pääomaerät tarkasti ja siten yrityskaupasta jäljelle jäävä liikearvo jää pienemmäksi ja siten liikearvoon liittyvä IAS 36 -standardin mukainen arvonalenemisriski pienenee. Lisäksi IFRS 3 -standardi on lisännyt aineettomaan pääomaan kiinnitettävää huomiota ja laittanut yritykset pohtimaan, että mitkä ovat ostettavan yrityksen keskeiset arvoajurit ja mitä yrityskaupassa ollaan oikein ostamassa.

Aineettoman pääoman arvonmäärityksessä haasteena on erityisesti sen luonteenomainen uniikkisuus, minkä vuoksi siitä on vaikea löytää sopivaa vertailutietoa. Lisäksi yrityksen kassavirtojen kohdistaminen aineettomille omaisuuserille ja aineettomaan omaisuuteen liittyvä riittävän riskin huomioiminen on haastavaa aineettoman pääoman arvonmäärityksessä. Myös aineettoman pääoman arvonmääritykseen liittyvien oletuksien arvioiminen on hankalaa ja aineettomien omaisuuserien vaikuttaminen välillisesti toinen toisiinsa lisää

arvonmäärityksen liittyvää haasteellisuutta. Lisäksi aineettomiin omaisuuseriin liittyvät omaisuuseräkohtaisia haasteita, kuten esimerkiksi teknologiassa sen erityisluonne ja todellisen arvon vaikea ymmärtäminen. Alla olevassa kuviossa 8 on koottuna yhteenveto tämän tutkimuksen empiirisestä osasta



KUVIO 8 Yhteenveto tutkimuksen empiirisestä osasta

6 JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI

Tämän tutkimuksen tarkoituksena oli tutkia yrityskaupan arvonmääritysprosesseja ja siinä tapahtuvaa aineettoman pääoman arvonmääritystä. Tutkimuksen kohteena oli analysoida aineettoman pääoman merkitystä yrityksen kokonaisarvonmäärityksessä, ja sitä miten aineettoman pääoman arvostusmenetelmät eroavat perinteisistä arvonmääritysmenetelmistä sekä keskeisimpiä aineettoman pääoman osa-alueita, jotka vaikuttavat yrityksen kokonaisarvoon. Tämän tutkimuksen tavoitteita lähestyttiin tutkimuksen ydintutkimuskysymyksen ja neljän alatutkimuskysymyksen näkökulmasta. Tutkimuksen ydintutkimuskysymys oli seuraava

- Millainen merkitys aineettoman pääoman arvonmäärityksellä on yrityskaupan kokonaisarvonmäärityksessä, ja mitkä ovat sen keskeisimmät osa-alueet yrityksen kokonaisarvon kannalta?

Ydintutkimuskysymyksen lisäksi tutkimuksessa oli tavoitteena saada vastaus myös seuraaviin alatutkimuskysymyksiin

- Millainen on yrityksen arvonmääritysprosessi yrityskaupassa ja mitkä ovat yleisimmin käytetyt arvonmääritysmenetelmät?
- Mitkä ovat aineettoman pääoman arvonmäärityksen keskeiset asiat ja miten se eroaa yrityksen kokonaisarvonmäärityksestä?
- Miten IFRS-standardit vaikuttavat aineettoman pääoman arvonmääritykseen yrityskaupoissa?
- Mitä haasteita yrityksen aineettoman pääoman arvonmääritykseen liittyy?

Edellä oleviin tutkimuskysymyksiin haettiin vastauksia aikaisemman tutkimuksen perusteella luodusta tutkimuksen teoriaosuudesta ja tutkimuksen empiriaosiossa yrityskauppojen ja arvonmäärityksen asiantuntijoille tehtyjen haastatteluiden kautta. Tutkimuksen alussa aiheeseen tutustuttiin perehtymällä aiheeseen liittyvää tieteelliseen kirjallisuuteen, jonka keskeisimpiä teemoja on esitelty luvuissa kaksi ja kolme. Teoreettisen osuuden kokoamisen jälkeen tutkimuskysymyksiin etsittiin vastausta alan asiantuntijoita haastatteleamalla. Haastattelut toteutettiin puolistrukturoituina haastatteluina, jonka jälkeen aineisto analysoitiin aineistolähtöisellä sisällönanalyysillä. Lukuun viisi tutkimuksen tulokset koottiin haastatteluiden olennaiset asiat yhteen. Tutkimuksen tuloksissa tarkasteltiin aluksi keskeisimpiä arvonmäärityksen taustalla olevia asioita ja käytetyimpiä menetelmiä yrityksen arvon selvittämiseksi. Tämän jälkeen analysoitiin aineettoman pääoman arvonmääritystä ja sen eroavaisuutta yrityksen kokonaisarvonmäärityksestä. Tähän sisältyi aineettoman pääoman arvonmääritykseen ominaisten menetelmien tarkastelu. Seuraavaksi analysoitiin aineettoman pääoman moninaisuutta ja sen tuomia haasteita arvonmääritystilanteessa sekä IFRS-

standardien vaikutusta aineettoman pääoman arvonmääritykselle. Lopuksi koottiin yhteenveto empiirisestä osiosta. Haastateltujen asiantuntijoiden näkemysten ja teoreettisen viitekehyksen keskinäisiä yhteneväisyyksiä ja eroavaisuuksia tarkastellaan seuraavissa neljässä kappaleessa. Lisäksi kappaleissa vastataan tutkimuskysymyksiin ja kootaan merkittävimmät havainnot aiheeseen liittyen. Tämän jälkeen esitellään tutkimuksen johtopäätökset ja pohditaan vastausta tutkimuksen ydintutkimuskysymykseen kappaleessa 6.5. Pohdinta. Lopuksi arvioidaan tutkimuksen onnistumista ja esitellään mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

6.1 Yrityksen arvonmääritysprosessi ja yleisimmin käytetyt arvonmääritysmenetelmät

Tämän tutkimuksen mukaan yrityksen arvonmääritysprosessi alkaa kohdeyrityksen analysoimisesta, jossa tutkitaan yritystä strategisista ja liiketoimintaan liittyvistä näkökulmista. Katramo ym. (2013, 72) kuvaavat tätä yrityksen strategian ja liiketoiminnan analyysiksi. Strategian ja liiketoiminnan analysoinnin jälkeen tehdään yrityksen tilinpäätösanalyysi ja arvioidaan sen tulevaa kehitystä. Nämä ovat merkittäviä vaiheita yrityksen arvonmäärityksen onnistumisen kannalta. Katramon ym. (2013, 83) mukaan tilinpäätösanalyysissä selvitetään yrityksen nykyinen taloudellinen tilanne ja yrityksen historiallisen kehityksen vaikutusta arvioidaan suhteessa nykyiseen tilanteeseen sekä arvioidaan tekijöitä, joista olisi apua yrityksen tulevan kehityksen arvioinnissa.

Yrityksen tulevan kehityksen arviointi voi perustua esimerkiksi yrityksen omiin ennusteisiin ja arvioihin. (Kallunki & Niemelä 2007, 33). Yrityksen tulevaa kehitystä arvioidaan yleensä ennusteella, joissa muun muassa ensimmäisille 5-7:lle vuodelle määritetään tarkemmat ennusteet ja lopuille vuosille tehdään karkeampi ennuste. (Koller ym. 2010, 188). Haastateltujen asiantuntijoiden mukaan yrityksen tulevan kehityksen arvioinnissa tehdään yleensä yrityksen johdolta saatujen tietojen pohjalta ennusteet ensimmäiselle viidelle vuodelle, jonka jälkeen lasketaan yrityksen kassavirrat siitä seuraaville vuosille ikuisuuskasvuoletaman mukaisesti. Ennusteiden perusteella tehdään yrityksen kokonaisarvonmääritys huomioiden yritykseen ja sen liiketoimintaan liittyvä riski. Tätä riskin huomioimista kutsutaan yrityksen riskiarvioksi, jossa on tarkoituksena selvittää ostettavaan yritykseen liittyvät merkittävät riskit ja arvioida näiden riskien vaikutusta niiden todennäköisyyksien ja vakavuustasojen mukaan. (Vilkkumaa 2010, 111-114). Haastatellut asiantuntijat korostivat tämän riskien arvioinnin merkitystä ja yrityksen johdon kanssa kommunikointia riskeihin ja tulevaisuuden ennusteisiin liittyen, mikä on varmasti keskeistä arvonmäärityksen kannalta.

Yrityksen arvonmääritykseen on olemassa monia menetelmiä, jotka antavat erilaisia arvioita yrityksen arvosta taloudellisten lukujen ja ennusteiden pohjalta. (Seppänen 2017, 24). PwC:n Esko Sauran mukaan arvonmääritysmenetelmien tavoitteena on antaa yrityksen arvolle vaihteluväli, jonka kohdalle ulkopuolisen

arvonmäärittäjän mukaan yrityksen arvo sijoittuisi. Kollerin ym. (2010, 103) mukaan yleisimpiä arvonmääritysmenetelmiä ovat lisäarvomalli, kassavirtaperusteiset mallit sekä markkinaperusteiset kerroinmallit. Suurin osa haastatelluista asiantuntijoista taas piti selvästi suosituimpana menetelmänä diskontatun kassavirran menetelmää eli DCF (Discounted Cash Flow) -menetelmää. Tämän lisäksi suosittuja menetelmiä olivat erilaiset transaktio- ja markkinakertoimet, joita käytetään monen haastatellun asiantuntijan mukaan usein lähinnä vertailukohtana DCF-menetelmän antamalle yrityksen arvolle. Ruususen ja Walldénin mielipide erosi muista haastatelluista, koska he pitivät omassa toiminnassaan markkinakeitoimien käyttöä ensisijaisena menetelmänä, koska heidän kohdeyrityksiensä ennusteet ovat yleensä epätarkkoja, jolloin DCF-menetelmä ei välttämättä sovellu käytettäväksi menetelmäksi niin hyvin. Markkinaperusteisia menetelmiä käytetäänkin, mikäli kohdeyrityksestä saatavat tiedot ja ennusteet ovat epätarkkoja ja niistä ei saada tarpeeksi tarkkoja tietoja DCF-menetelmän käyttämiseksi. Tämän tutkimuksen haastatelluista ilmeni, että DCF-menetelmän ja kertoimien lisäksi yrityksen arvonmäärittämisessä ei juurikaan käytetä muita menetelmiä, lukuun ottamatta pääomasijoittajien kohdalla arvonmäärittämisessä yleensä käytettävää LBO (Leveraged Buyout) -mallia. Huomionarvoista on, ettei haastateltujen asiantuntijoiden mukaan tämän tutkimuksen teoriaosassa esille tuotuja lisäarvomallia tai reaaliopioita käytetä yrityskaupan arvonmäärittämisessä. Haastateltujen asiantuntijoiden mukaan käytettävään menetelmään vaikuttaa enemmän yrityksen kehitysvaihe, eikä niinkään sen toimiala.

DCF-menetelmässä lasketaan yrityksen tuottamien ennustettujen tulevien kassavirtojen nykyarvo. (Bäck ym. 2009, 124.) Osa haastatelluista asiantuntijoista toi myös esille, että DCF-menetelmästä voidaan tehdä erilaisia skenaariomalleja, joissa tehdään arvonmäärittäminen esimerkiksi pessimistisessä, realistisessa sekä optimistisessä tilanteessa. Myös Koller ym. (2010, 717) korostavat erilaisten painotettujen tulevaisuuden skenaarioiden huomioimisen DCF-menetelmässä. Lisäksi voidaan tehdä DCF-menetelmän mukainen arvonmäärittäminen sekä huomioimalla yrityskaupassa saatavat synergiat että tekemällä arvonmäärittäminen ilman yrityskaupassa saatavia synergioita. Erilaiset DCF-menetelmän mukaiset skenaariot ja synergioiden vaikutuksen huomioiminen tuovat hyvän vertailukohtaan yrityksen arvon mahdolliselle vaihteluvälille. Markkina-arvomenetelmiä käytetään perustuen yrityksen vertailukelpoisissa transaktioissa käytettyihin kertoimiin tai pörsinoteerattujen yritysten markkinakertoimiin (Seppänen 2017, 94-95). Haastateltujen asiantuntijoiden mukaan nämä markkinaperusteiset transaktio- ja markkinakertoimet ovat usein arvonmäärittästä tukeva toinen menetelmä kassavirtaperusteisen DCF-menetelmän ohella.

Ensimmäisen alatutkimuskysymyksen aihealueesta voidaan painottaa seuraavia havaintoja:

- Yrityksen arvonmäärittämisprosessi etenee tietyllä kaavalla, johon kuuluu kohdeyrityksen analysointi liiketoiminnallisesta, strategisesta ja taloudellisesta näkökulmasta sekä näiden vaiheiden jälkeen yrityksen tulevan kehityksen arviointi, jossa luodaan ennusteet kohdeyrityksen tulevaisuuden taloudellisesta kehityksestä ja yrityksen riskisyys

- Käytetyimmät arvonmäärittäminen menetelmät ovat diskontatun kassavirran menetelmä sekä markkinaperusteiset transaktio- ja markkinakertoimet
- Yleensä arvonmäärittäminen menetelmien valintaan vaikuttaa enemmän yrityksen kehityksen vaihe kuin toimiala

6.2 Keskeiset asiat aineettoman pääoman arvonmäärittämisessä

Aineeton pääoma jaetaan inhimilliseen, rakenne- ja suhdepääomaan. (Pastor ym. 2017, 394). Inhimillinen pääoma sisältää esimerkiksi työntekijöiden tietotaidon, koulutuksen, asenteet, innovatiivisuuden, kompetenssit ja kyvyt, joita yritys hyödyntää liiketoiminnassaan ja jotka vaikuttavat yrityksen arvon luontiin. (Roos ym. 2006, 13). Tämän tutkimuksen haastatteluista ilmeni, että inhimilliselle pääomalle ei usein määritetä arvoa aineettoman pääoman arvonmäärittämisessä, vaikka sillä on keskeinen rooli yrityksen arvon muodostumisessa. Mikäli yrityksen inhimilliselle pääomalle eli tässä tapauksessa yrityksen henkilöstölle määritellään arvo, se tehdään yleensä kuluperusteisesti arvioimalla keskimääräisiä henkilöstön palkka-, rekrytointi- ja koulutuskuluja. Tämä on kuitenkin hyvin haastavaa. Rakennepääoma sisältää yrityksen toiminnassa käytettävät rakenteet, järjestelmät, prosessit ja toimintatavat. Lisäksi rakennepääomaan kuuluu lisäksi yrityksen maine, brändi, tavaramerkit, immateriaalioikeudet sekä sen organisatiokulttuuri. (Roos ym. 2006, 14.) Haastateltujen asiantuntijoiden mukaan näistä yrityksen brändi, teknologia sekä patentit ja tavaramerkit ovat arvonmäärittämisessä kannalta merkittäviä aineettomia pääomaeräitä. Rakennepääoman voidaan pitää olevan yrityksen aineettoman pääoman arvonmäärittämisessä kannalta keskeisin aineettoman pääoman laji ja se on aidosti yrityksen hallussa olevaa aineetonta pääomaa. Suhdepääoma sisältää yritykselle arvoa luovat sidosryhmäsuhteet, kuten suhteet asiakkaisiin, alihankkijoihin, tavarantoimittajiin, palveluntarjoajiin, muihin yhteistyökumppaneihin, rahoittajiin, omistajiin, mediaan ja yhteiskuntaan. (Roos ym. 2006, 14). Asiakas-suhteet olivat monien asiantuntijoiden mielestä ehkä yksi keskeisimmistä aineettomista omaisuuseristä yrityksen aineettoman pääoman arvonmäärittämisessä taustalla. Muita yrityksen sidosryhmäsuhteita ei pidetä niin tärkeinä arvonmäärittämisessä kannalta, lukuun ottamatta joissakin tapauksissa alihankkija- ja tavarantoimittajasuhteita.

Haastatellut asiantuntijat painottivat, että nykyisin aineettomat pääomaerät ovat yrityksen keskeisimpiä arvoajureita ja näiden merkitys yrityksen arvolle on suuri. Levin (2001, 1) mukaan talouskasvu perustuu suurelta osin juuri aineettomaan pääomaan ja sen hyödyntämisellä yritykset saavuttavat suurempia voittoja ja saavat merkittävää kilpailuetua. Aineettoman pääoman arvonmäärittämisessä rooli on tärkeä ja se tulisi tehdä osana yrityksen kokonaisarvonmäärittäystä, koska aineettoman pääoman resurssit ovat keskeisiä yrityksen arvonluoja ja mahdollistavat yrityksen resurssien paremman käytön. (Lev & Zambon, 2003; 600.) Aineettoman pääoman arvonmäärittämisessä on haastateltujen asiantuntijoiden mukaan keskeistä tunnistaa, mitkä ovat kohdeyrityksen keskeiset aineettomat

omaisuuserät ja missä suhteessa yrityksen kassavirrat kohdistuvat kullekin omaisuuserälle. Tämä voi olla heidän mukaansa usein arvonmäärityksen haastavin vaihe. Haastatellut korostivat aineettomista omaisuuseristä asiakassuhteita, teknologiaa ja brändiä keskeisinä aineettomina omaisuuserinä arvonmäärityksen kannalta. Keskeisille aineettomille omaisuuserille määritetään arvot niiden arvonmääritykseen parhaiten soveltuvilla menetelmillä. Aineettoman pääoman arvonmääritysmenetelmät ovat markkina-, tuotto-, tai kuluperusteisia menetelmiä. (Mellen & Evans 2010, 264). Tämän tutkimuksen tutkimustulosten mukaan markkinaperusteisia menetelmiä käytetään harvoin, koska aineettomille pääomaerille ei ole olemassa aktiivisia markkinoita, joilta löytää vertailutietoa. Samaa korostivat omassa tutkimuksessaan myös Bryer ja Simensky (2002).

Jos markkinaperusteisia menetelmiä ei voida käyttää, on arvonmäärityksessä käytettävä tuotto- tai kustannusperusteisia menetelmiä, joista suosituimpia ovat tuottooperusteiset menetelmät (Reilly 2012, 45.) Myös haastateltujen asiantuntijoiden mukaan tuottooperusteisia menetelmiä käytetään eniten, koska ne ovat heidän mielestään teoreettisesti kaikkein tarkimpia menetelmiä. Kuluperusteisia menetelmiä käytetään, mikäli tuottooperusteiset menetelmät eivät jostakin syystä sovellu arvonmääritykseen. Useiden haastateltujen asiantuntijoiden mukaan heidän asiantuntijaorganisaatioissaan käytetään erityisesti tuottooperusteisista menetelmistä Relief-from-Royalty ja Multi-period-Excess-Earnings (MEEM) -menetelmiä, jotka korostuivat myös tieteellisessä kirjallisuudessa. Moni haastateltu asiantuntija korosti, että Relief-from-Royalty menetelmää käytetään lähinnä brändien ja teknologioiden arvonmääritykseen ja MEEM:ä asiakassuhteiden arvonmääritykseen, mikä pätee myös tämän tutkimuksen teoriaosiossa esitettyihin tieteellisen kirjallisuuden havaintoihin.

EY:n Artturi Juvan mukaan Relief-from-Royalty -menetelmä soveltuu aineettoman pääomaerän arvonmääritykseen tilanteissa, joissa aineeton pääomaerä on hyödynnettävissä yrityksen operatiiviseen liiketoimintaan ja auttaa siten yritystä saamaan itselleen kassavirtoja, tai se voidaan lisensoida yritykselle tuottamaan kassavirtoja perustuen lisenssimaksuun, rojaltiin tai muuhun maksuun. Tutkimuksessa tehdyistä haastatteluista ilmeni, että Relief-from-Royalty menetelmää käytetään teknologian ja brändin arvonmääritykseen. Nämä havainnot ovat linjassa tämän tutkimuksen teoriaosuuden havaintoihin. Multi-period-Excess-Earnings menetelmä soveltuu taas arvonmääritysmenetelmäksi niin sanotusti kohdeyrityksen merkittävimmälle aineettomalle omaisuuserälle, joka on monesti määritelty asiakassuhteiksi. Tämä merkittävien yrityksen aineeton omaisuuserä voi olla joskus myös teknologia, mutta asiakassuhteet valitaan usein yrityksen merkittävimmäksi aineettomaksi omaisuuseräksi, koska sille ei ole olemassa muuta hyvää arvonmääritysmenetelmää ja MEEM menetelmää voidaan käyttää vain omaisuuserän arvonmääritykseen kerrallaan toisin kuin esimerkiksi Relief-from-Royalty menetelmää. Multi-period-Excess-Earnings -menetelmän käyttämiseksi arvonmäärittäjän pitää ensin kohdistaa kassavirrat muille omaisuuserille vähentämällä yrityksen kassavirroista muiden omaisuuserien käytön kustannus. Laskettavalle aineettomalle omaisuuserälle kohdistuvat jäljelle jääneet kassavirrat, jotka diskontataan nykyarvoon pääoman omaisuuseräkohtaisella tuottovaatimuksella omaisuuserän arvon määrittämiseksi.

Kustannusperusteiset menetelmät perustuvat lähtökohtaan, että paljonko yritykselle syntyisi kustannuksia, jos se kehittäisi tai hankkisi kyseisen pääomaerän itselleen. (Sharma 2012, 63). Kustannusperusteisia menetelmiä käytetään haastateltujen asiantuntijoiden mukaan etenkin teknologian arvonmäärityksessä sekä joissakin tapauksissa patenttien ja henkilöstön arvonmäärityksessä. Ongelmana kustannusperusteisissa menetelmissä voi olla esimerkiksi teknologian kohdalla se, että jälleen hankinta tai uudelleenkehityskustannukset eivät välttämättä kuvasta teknologian todellista arvoa. Tässä tutkimuksessa tehdyistä haastatteluista ilmeni, että aineettoman pääoman arvonmääritys eroaa jonkin verran yrityksen kokonaisarvonmäärityksestä. Tehdessä arvonmääritystä olennaista on huomioida myös aineettoman omaisuuserän elinkaari, koska monesti aineettomilla omaisuuserillä on rajallinen elinikä lukuun ottamatta esimerkiksi brändiä, joka voi tietyin oletuksin olla ikuinen. Keskeistä on tarkastella kohdeyrityksen kehitysvaihetta ja toimialaa, jonka pohjalta voidaan verrata aineettomille omaisuuserille määriteltyä arvoa suhteessa toimialan yritysten aineettomien omaisuuserien arvoon. Merkittävimpinä eroina aineettoman pääoman arvonmäärityksessä yrityksen arvonmääritykseen on aineettomaan pääomaan liittyvä subjektiivisuus ja siihen usein liittyvän korkeamman riskisyyden ja epävarmuuden huomiointi korkeampana diskonttokorkona kuin yrityksen kokonaisarvonmäärityksessä. Korkeampi riskisyys liittyy haastateltujen asiantuntijoiden mukaan aineettomaan pääomaan liittyvään subjektiiviseen luonteeseen. Toki aineettomaan pääomaan liittyvä riski voi vaihdella eri omaisuuserien välillä, esimerkiksi brändiin liittyy pienempi riski kuin muihin aineettomiin omaisuuseriin. Lisäksi aineellisen omaisuuden riski voi olla erilainen eri omaisuuserien kohdalla

Toisen alatutkimuskysymyksen aihealueesta voidaan nostaa esiin seuraavia havaintoja:

- Aineettomat pääomaerät ovat yritysten keskeisiä arvoajureita yrityksen arvon takana
- Aineettoman pääoman arvonmäärityksessä on keskeistä tunnistaa merkittävimmät aineettomat omaisuuserät ja kohdistaa niille kohdistuvat yrityksen kassavirrat
- Keskeisimmät aineettomat omaisuuserät ovat asiakassuhteet, brändi ja teknologiat sekä yrityksen henkilöstö
- Aineettoman pääoman arvonmääritykseen käytetään lähinnä tuotto- ja kuluperusteisia menetelmiä, joista tuottoperusteiset menetelmät ovat käytetyimpiä
- Tuottoperusteisista menetelmistä suosituimpia ovat Relief-from-Royalty ja Multi-period-Excess-Earnings (MEEM) -menetelmät

6.3 Aineettoman pääoman arvonmääritykseen vaikuttavat IFRS-standardit

Haastateltujen asiantuntijoiden mukaan aineettoman pääoman arvonmääritykseen vaikuttaa IFRS standardeista lähinnä IFRS 3 standardi, mutta myös IAS 38 standardi vaikuttaa aineettomien hyödykkeiden tunnistamisen kautta aineettoman pääoman arvonmääritykseen. IAS 38 standardi määrittelee aineettoman pääoman tunnistamiselle kriteerit, joiden perusteella voidaan arvioida, että onko aineeton omaisuuserä tunnistettavissa arvostettavaksi eräksi. (IAS 38, 21). Mikäli aineeton omaisuuserä kyetään tunnistamaan, sille pitäisi myös pystyä määrittämään luotettavasti jokin arvo. (IASB, 2010, A839-840) Haastateltujen asiantuntijoiden mukaan IFRS standardit vaikuttavat aineettoman pääoman arvonmääritykseen yrityskaupoissa vain julkisesti pörssiin listatun ostavan yrityksen kohdalla, jolloin yritysten pitää tehdä IFRS 3 standardin mukainen kauppahinnan kohdistus ja esittää tilinpäätöksen liitetiedoissa tilikauden aikana tehdyistä yrityskaupoista ja erotella yrityskaupoissa hankitut aineettomat omaisuuserät. IFRS 3 -standardin mukaista aineettoman pääoman arvonmääritystä ovat joutuneet tekemään lähinnä Big4 yritysten tyylisten suurten asiantuntijaorganisaatioiden asiantuntijat. Pienemmissä yrityskaupoissa ei ole tarvetta tehdä IFRS 3 -standardin mukaisia kauppahinnankohdistuslaskelmia, jolloin myös pienempien organisaatioiden arvonmääritystä tekevät asiantuntijat eivät yleensä tee IFRS 3 -standardiin liittyvää yrityksen aineettoman pääoman arvonmääritystä.

KPMG:n Heidi Rantasen mukaan yrityskaupassa maksetun kauppahinnan mahdollisimman tarkalla kohdistamisella eri omaisuuserille, jäljelle jäävä liikearvo jää pienemmäksi ja siten IAS 36 mukaisessa liikearvon testauksessa siihen liittyvä arvonalenemisriski pienenee. Tällöin yritys mahdollisesti säästyy liikearvolle mahdollisesti tehtäviltä liikearvon alaskirjauksilta, jotka aiheuttaisivat yritykselle negatiivisen tulosvaikutuksen. (Castadello & Klingbeil 2010, 4). IFRS 3 -standardin tarkoituksena on asettaa aineettoman pääoman arvonmääritykselle tietyt ohjenuorat poistaakseen yrityksiltä mahdollisuuden manipuloida tulosta liikearvopoistojen kautta. (IFRS 3). Joka tapauksessa monesti yrityskaupoissa jää kauppahinnan kohdistuksen jälkeen osa kauppahinnasta, jota ei pystytä kohdistamaan ja kirjataan liikearvoksi.

Reillyn ja Schweihsin (2017, 48) mukaan IFRS 3 standardin mukainen kauppahinnan kohdistus on yleisin syy aineettoman pääoman arvonmäärityksen taustalla. Sama tuli esille myös haastateltujen asiantuntijoiden kommentteista. IFRS 3 -standardi pakottaa yritykset tekemään aineettoman pääoman arvonmääritystä, mikä johtaa siihen kiinnitettävän huomion lisääntymiseen. IFRS 3 -standardi on lisäksi asettanut aineettoman pääoman arvonmääritykselle tietyt säännökset ja menetelmät, joiden pohjalta on vakiintunut tietyt käytännöt aineettoman pääoman arvonmääritykselle. Saura kuitenkin muistutti, että samojen menetelmien käyttö voi tehdä menetelmien käytöstä liian kaavamaisista, jolloin käytetään aina samoja arvonmääritysmenetelmiä ja -tapoja, vaikka ne eivät soveltuisikaan nykyiseen yrityksen arvonmääritykseen. Tällöin aineettoman pääoman

arvonmääritys ei välttämättä kuvasta oikein yrityksen aineettoman pääoman arvoa. Kauppahinnan kohdistuksessa tunnistetun ja määritetyn aineettoman pääoman tulisi kuvastaa Asiantuntija X:n mukaan ostajayrityksen ostointressejä ja strategisia syitä.

IFRS 3 -standardin myötä aineettomaan pääoman kiinnitettävä huomio auttaa ostavaa yritystä myös pohtimaan maksettavaa kauppahintaa siitä näkökulmasta, mitä yrityskaupassa ollaan ostamassa ja mitä ostettavasta yrityksestä ehkä kannattaisi maksaa. Lisäksi ostavassa yrityksessä nähdään, mistä eristä ostettavan yrityksen arvo koostuu ja mitkä ovat sen keskeisimmät arvoajurit. Hakala (2006, 7-8) painotti, että IFRS 3 -standardin tavoitteena on lisätä läpinäkyvyyttä tilinpäätöksissä velvoittamalla yritysostoja tehneet yhtiöt arvostamaan yrityskaupalla hankitut omaisuus- ja velkaerät käypiin arvoihin sekä kirjaamalla erikseen hankitut aineettomat omaisuuserät tasevarallisuuteen.

Kolmannen alatutkimuskysymyksen aihealueesta voidaan nostaa esiin seuraavat havainnot:

- Aineettoman pääoman arvonmääritystä tehdään lähinnä IFRS 3 standardin mukaisen kauppahinnan kohdistuslaskelman mukaisesta näkökulmasta
- IFRS 3 -standardi on luonut aineettoman pääoman arvonmääritykselle tietyt vakiintuneet käytännöt, joiden mukaan aineettoman pääoman arvonmääritys tehdään.
- Kauppahinnan mahdollisimman tarkalla kohdistamisella voidaan vähentää yrityksen liikearvoon liittyvää arvonalenemisriskiä.
- IFRS 3 -standardin kautta lisääntynyt huomio aineettoman pääoman arvonmääritystä kohtaan auttaa ymmärtämään paremmin yrityksen arvoajureita ja sitä mistä ostetusta yrityksestä maksetaan tai on maksettu.

6.4 Aineettoman pääoman arvonmääritykseen liittyvät haasteet

Tässä tutkimuksessa haastatellut asiantuntijat korostivat, että aineettoman pääoman arvonmäärityksen haasteena on erityisesti sen uniikinomaiseen luonteeseen liittyen vaikeus löytää sopivia verrokkiyrityksiä ja arvioida sen elinkaarta. Myös Reilly (2012, 45) on samoilla linjoilla. Lisäksi haastatteluissa tuli ilmi, että aineettomille omaisuuserille kohdistuvien kassavirtojen kohdentaminen on haastavaa, koska aineettomat pääomaerät uniikkeja ja niihin liittyy paljon subjektiivisuutta. Seetharaman ym. (2002, 133) korostivat, että erityisesti inhimillisen pääomaan liittyy merkittävästi subjektiivisuutta, jolloin sen arvonmääritys on haastavaa, koska tiettyyn inhimilliseen pääomaerään liittyviä tulevia kassavirtoja on haastavaa arvioida. Toisaalta huomionarvoista on arvioida voiko ylipäättään inhimilliseen pääoman tai henkilöstöön liittyviä kassavirtoja oikeasti arvioida erillään muusta yrityksen omaisuudesta. Aineettomiin omaisuuseriin liittyy haastateltujen asiantuntijoiden mukaan suurempi riski kuin aineellisiin hyödykkeisiin, koska niiden likviditeetti on heikko ja sitä on vaikea sijoittaa uusiin

käyttötarkoituksiin yrityksen liiketoiminnassa, minkä vuoksi sen arvonmäärittämissä käytetään myös usein korkeampaa diskonttokorkoa kuin aineellisten hyödykkeiden arvonmäärittämissä (Smith & Parr 2000, 201.)

Myös aineettomien pääomaerien vaikuttaminen välillisesti sekä toinen toisiinsa että aineellisiin omaisuuseriin lisää yksittäisen aineettoman pääomaerien arvonmäärittämissä haasteellisuutta. Lönnqvistin ym. (2010, 32) mukaan aineeton pääoma tuottaa arvoa yritykselle silloin kuin aineettomat pääomaerät täydentävät keskenään toisiaan ja luovat siten synergiaetuja yritykselle. Voidaankin todeta, että aineettoman pääoman arvonmäärittämissä ei välttämättä aina saada tarkkoja ja todenmukaisia arvoja yrityksen aineettomille omaisuuserille. Lisäksi valittu menetelmä ja valitut oletukset omaisuuserään liittyen vaikuttavat merkittävästi aineettoman pääoman arvonmäärittämissä (Castadello & Klingbeil 2010, 23). Tämän tutkimuksen tulosten mukaan myös arvonmäärittämissä menetelmien käyttöön liittyy omia haasteitaan. Kustannusperusteisissa aineettoman pääoman arvonmäärittämissä haasteena voi olla, että kuluperusteisesti määritetty arvo esimerkiksi teknologialle ei välttämättä kuvasta teknologian todellista arvoa. Tuottoperusteisen lähestymistavan menetelmiä käytettäessä taas yrityksestä saatavat arviot ovat hyvin riippuvaisia taloudellisesta datasta, kuten kassavirroista, liikevaihdosta ja nettotuloksesta. (Sharma 2012, 63). Haastatellut asiantuntijat korostivat, että aineettoman pääoman arvonmäärittämissä liittyvien oletusten arviointi on myös haastavaa.

Osa haastatelluista asiantuntijoista myös korosti, että aineettoman pääoman arvonmäärittämissä liittyy usein myös omaisuuseräkohtaisia haasteita, kuten esimerkiksi teknologiassa sen erityisluonne ja todellisen arvon vaikea ymmärtäminen. Castadellon ja Klingbeilin (2010, 23) mukaan arvonmäärittäjällä tulisikin olla hyvä toimialakohtainen tuntemus, jotta hän voisi arvioida oikein aineettoman omaisuuserän taloudellista vaikutusaikaa sekä arvoa. Osa haastatelluista asiantuntijoista kertoi, että he käyttävätkin apuna esimerkiksi teknologian ymmärtämisessä alan asiantuntijoita omasta organisaatiostaan tai ulkopuolelta, jolloin arvonmäärittäjän on helpompaa arvioida teknologian elinkaarta ja todellista arvoa

Viimeisen eli neljännen alatutkimuskysymyksen aihealueesta voidaan tuoda esiin seuraavat havainnot:

- Aineettoman pääoman arvonmäärittämissä on haastavaa arvioida aineettomaan pääomaan liittyvää elinkaarta sekä kohdistaa kassavirtoja erikseen tietyille aineettomille pääomaerille
- Aineettomaan pääoman liittyvän riskin ja erilaisten oletusten arviointi on haastavaa
- Aineettomiin omaisuuseriin liittyy omaisuuseräkohtaisia haasteita niiden erityisluonteen tai monimutkaisuuden takia
- Aineettomien omaisuuserien arvonmäärittämissä haastavuutta lisää niiden linkittyminen välillisesti sekä toisiin aineettomiin omaisuuseriin että myös aineellisiin omaisuuseriin

6.5 Pohdinta

Tämän tutkimuksen mukaan aineettomat omaisuuserät ovat nykyisin usein yrityksen keskeisimpiä arvoajureita. Aineettoman pääoman merkitys yrityksen arvolle on suuri ja sen arvonmääritykseen tulisi kiinnittää lisää huomiota yrityksen kokonaisarvonmäärityksessä. Vaikka aineettoman pääoman osuus yrityksen kokonaisarvonmäärityksessä olisikin pienehkö, niin tässä tutkimuksessa ilmeni, että siihen kiinnitetään enemmän huomiota kuin aiemmin. Tästä huolimatta aineettoman pääoman arvonmääritystä tehdään yleensä lähinnä vain IFRS 3 -standardin mukaisen kauppahinnan kohdistuslaskelman näkökulmasta. Toisaalta IFRS 3 -standardin myötä aineettoman pääoman arvonmääritykseen kiinnitetään aikaista enemmän huomiota. Lisäksi IFRS 3 -standardi on lisännyt yrityksen arvonmäärityksen läpinäkyvyyttä, kun tunnistetaan yrityksen arvon jakautuminen tarkemmin eri omaisuuseriin. IFRS 3 -standardin myötä myös aineettoman pääoman arvonmääritykselle on luotu tietyt suuntaviivat, joiden pohjalta sen arvonmääritykselle on vakiintunut tietyt käytännöt. Tämän huonona puolena on se, että aineettoman pääoman arvonmääritystä tehdään usein samalla tavalla, joka ei välttämättä toimi parhaalla mahdollisella tavalla kaikissa tilanteissa.

Tämän tutkimuksen tulosten mukaan aineettoman pääoman arvonmääritys eroaa yrityksen kokonaisarvonmäärityksestä joiltakin osin. Aineettoman pääoman arvonmääritykseen vaikuttaa esimerkiksi merkittävästi sen uniikinomainen luonne, jonka vuoksi aineettomasta pääomasta on saatavilla niukasti informaatiota ja vertailutietoa. Siksi aineettoman pääoman arvonmäärityksessä onkin olennaista kohdistaa aineettomille omaisuuserille kohdistuvat kassavirrat, jossa IFRS 3 -standardi näyttelee suurta roolia. Toisaalta aineettomille omaisuuserille kohdistuvien kassavirtojen arvioiminen on totuudenmukaisesti voi olla haastavaa ja on huomionarvoista arvioida voiko aineettomaan pääomaan liittyviä kassavirtoja edes arvioida erillään yrityksen muusta omaisuudesta niiden välillisesti toinen toisiinsa ja muihin aineellisiin omaisuuseriin liittyvän luonteen takia. Tämä tutkimuksen sekä myös aikaisemman tutkimuksen mukaan aineettoman pääoman arvonmäärityksessä käytetään myös sille ominaisia arvonmääritysmenetelmiä, jotka jaetaan markkina-, tuotto- ja kuluperusteisiin menetelmiin. Tämän tutkimuksen tulokset osoittavat, että näistä menetelmistä tuottooperusteiset menetelmät ovat usein suosituimpia, koska markkinaperusteisia menetelmiä ei voida käyttää riittävän vertailutiedon puutteen takia. Tuottooperusteisten menetelmien kerrottiin soveltuvan myös teoreettisesti parhaiten aineettoman pääoman arvonmääritykseen, koska aineettoman pääoman arvoa kuvaa parhaiten sen tuottamat kassavirrat yrityksille, mikäli ne vain pystytään kohdistamaan omaisuuseräkohtaisesti aineettomalle pääomalle. Kuluperusteisia arvonmääritysmenetelmiä käytetään yleensä silloin kun, markkina- tai tuottooperusteisia menetelmiä ei voida käyttää. Nämä kuluperusteiset arvonmääritysmenetelmät perustuvat yleensä jälleenhankinta- ja uudelleenkehityskustannuksiin, ja niitä käytetään usein lähinnä teknologian ja patenttien arvonmäärityksessä.

Tämän tutkimuksen tuloksissa korostui tuottooperusteisten aineettoman pääoman arvonmäärittämissä menetelmien käyttö ensisijaisina arvonmäärittämissä menetelminä. Tuottooperusteisista menetelmistä käytetyimpiä menetelmiä olivat asiantuntijoiden mukaan brändin ja teknologian arvonmäärittämiseen käytettävä Relief-from-Royalty menetelmä sekä asiakassuhteiden arvonmäärittämiseen käytettävä Multi-period-Excess-Earnings (MEEM) menetelmä. Nämä menetelmät toimivat hyvin kyseisten aineettomien omaisuuserien arvonmäärittämiseen, mutta niissä on myös omat heikkoutensa. Etenkin MEEM:ssä voi haasteeksi muodostua sen monimutkaisuus ja se, että sitä voi käyttää kerrallaan vain yhden aineettoman omaisuuserän arvonmäärittämiseen. Relief-from-Royalty menetelmässä taas käytetty rojaltiprosentti voi olla turhan keskeisessä asemassa.

Tämän tutkimuksen perusteella aineettoman pääoman arvonmäärittäminen eroaa yrityksen kokonaisarvonmäärittämisestä myös sen suuremman riskisyyden vuoksi käytettävän korkeamman diskonttokoron osalta. Aineettomaan pääomaan liittyvää korkeampaa riskisyyttä selitetään tämän tutkimuksen mukaan sillä, että ne ovat hyvin subjektiivisia ja niiden likviditeetti on heikko sekä niitä on vaikea sijoittaa mihinkään uusiin käyttötarkoituksiin yrityksen liiketoiminnassa. Aineettoman pääoman arvonmäärittämisen haasteina ovatkin siitä niukasti saatava informaatio ja aineettomaan omaisuuteen liittyvän riskin riittävä huomiointi. Myös omaisuuseräkohtaiset haasteet aineettomien omaisuuserien moninaisuuden ja erityisluonteen takia lisäävät aineettoman pääoman arvonmäärittämisen haastavuutta. Esimerkiksi yrityksen teknologian elinkaaren ja sen ominaisuuksien arvioiminen voi olla haastavaa.

Tämän tutkimuksen mukaan keskeisimpiä omaisuuseriä aineettoman pääoman arvonmäärittämisen kannalta ovat yrityksen asiakassuhteet, teknologiat ja brändi. Lisäksi myös tilauskannat, alihankintasopimukset ja patentit ovat merkittäviä omaisuuseriä aineettoman pääoman arvonmäärittämisen taustalla. Nämä ovat ainekin yrityksen ostajalle merkittäviä asioita ja sen vuoksi niitä pidetään tärkeinä myös aineettoman pääoman arvonmäärittämisessä. Yrityksen henkilöstö on myös merkittävä yrityksen arvoajuri edellä mainittujen asiakassuhteiden, teknologioiden ja brändin lisäksi, mutta sille ei yleensä määritetä arvoa aineettoman pääoman arvonmäärittämisen yhteydessä, koska henkilöstöä ei tunnisteta IFRS-standardeissa osaksi yrityksen liikearvoa ja yritys ei varsinaisesti omista henkilöstöään ja heidän osaamistaan. Yrityksen henkilöstölle voidaan kuitenkin määrittää arvo kuluperusteisesti osana MEEM-menetelmän arvonmäärittämisessä, missä arvioidaan henkilöstön kokoa ja palkkakustannuksia sekä henkilöstön uudelleen koulutuskustannuksia. Henkilöstön arvoa pyritään arvioimaan analyyttisesti siihen liittyvien rekrytointi-, palkka- ja koulutuskustannuksien kautta. Tästä huolimatta henkilöstölle voi olla vaikeaa määrittää arvoa, koska on erittäin vaikea saada selville, että minkälaista arvoa se luo yritykselle kassavirtojen näkökulmasta.

EY:n Artturi Juva tiivistä, että keskeiset asiat aineettoman pääoman arvon arvonmäärittämisessä ovat kohdeyrityksen arvoajureiden ymmärtäminen, toimialan vaikutuksen sekä riskin ja tuoton suhteen huomioiminen. Huomioimalla nämä edellä mainitut tekijät aineettoman pääoman arvonmäärittäminen voidaan

suorittaa siten, että se antaisi mahdollisimman realistisen arvion yrityksen arvon muodostumisesta aineettoman pääoman osalta. Tämän tutkimuksen pohjalta voidaankin esittää, että aineettoman pääoman arvonmäärittäminen tulisi tehdä osana yrityksen kokonaisarvonmäärittäystä, koska tällöin yrityskaupassa voitaisiin ymmärtää paremmin ostetun yrityksen arvon takana olevia arvoajureita, joita ovat tämän tutkimuksen mukaan yleensä yrityksen brändi, teknologiat ja asiakassuhteet sekä henkilöstö. Voidaankin todeta, että aineettomat omaisuuserät ovat monesti yrityksen saamien kassavirtojen takana ja siten yrityksen arvon perusta. Tämän tutkimuksen tulosten perusteella aineettoman pääoman arvonmäärittäminen lisääkin yrityskaupan kokonaisarvonmäärittäksen läpinäkyvyyttä ja ymmärrystä yrityskaupassa hankitun omaisuuden arvon jakautumisesta eri omaisuuserien kesken.

6.6 Tutkimuksen arviointi

Laadullisen tutkimuksen luotettavuuden arvioinnissa voidaan tarkastella tutkimusprosessia ja sen toteutusta. Tutkimuksen luotettavuuden kannalta keskeistä on tutkimuksen reliabiliteetti ja validiteetti. Tutkimuksen reliabiliteetilla kuvataan tutkimustulosten toistettavuuden mahdollisuutta eli sitä onko mahdollista saada samanlaisella tutkimuksella luotettavia sekä ei-umpimähkäisiä tuloksia. (Hirsjärvi ym. 2009, 231.) Tutkimuksen reliabiliteettia on pyritty parantamaan tuomalla selkeästi esille tutkimuksessa tutkimuksen rakenne ja kulku. Lisäksi tutkimuksen toteutus ja aineiston keruu on kuvattu mahdollisimman yksityiskohtaisesti. Tämä mahdollistaa tutkijan päättelyketjun seuraamisen ulkoisen havainnoijan toimesta (Koskinen ym. 2005, 159). Lisäksi tutkimukseen valittiin useampi haastateltava asiantuntija eri asiantuntijaorganisaatioista, jotta tutkimuksen reliabiliteettia voitiin kasvattaa. Useamman haastatellun asiantuntijan vastauksia voidaan vertailla ja niiden pohjalta voidaan myös mahdollisesti tehdä yleistyksiä.

Reliabiliteetin lisäksi tutkimuksen onnistumista voidaan arvioida validiteetin eli paikkansa pitävyyden näkökulmasta (Hirsjärvi 2009, 231). Validiteettia parannettiin jäsenvalidoinnin avulla, eli tutkimuksen tulokset lähetettiin luettavaksi haastatelluille henkilöille ja he tekivät niin halutessaan tarvittavia muutoksia tehtyihin tutkimushavaintoihin (Koskinen ym. 2005, 260.) Näin tutkimukseen osallistuneet haastatellut asiantuntijat saivat varmistaa, että tutkija on ymmärtänyt heidät oikein ja siten haastatteluaineisto on validi. (Cresswell 2014, 201). Tämä minimoi mahdollisia asiavirheitä tutkimuksessa. Tutkimus on julkaistu tehtyjen korjausten jälkeen. Tutkimuksen paikkansa pitävyyteen liittyy myös olennaisesti subjektiivisuuden käsite. Tutkimus on subjektiivinen, koska tutkijan näkemykset ja tulkinnat vaikuttavat aineiston analysointiin ja koottuun tutkimusraporttiin. Myös tutkijan näkemys aiheesta kehittyy tutkimusprosessin edetessä, joka vaikuttaa saatuihin tutkimustuloksiin. (Kiviniemi 2010, 79.) Tutkimustulosten vertaamisella tutkimuksen teoreettiseen viitekehykseen voidaan arvioida tutkimuksessa saatuja tuloksia ja luoda johtopäätökset tutkimuksen tuloksista.

6.7 Jatkotutkimusehdotukset

Aihepiiri on ajankohtainen aineettoman pääoman merkityksen kasvaessa yhä suuremmaksi. Siten tutkimuksen aihepiiriin liittyen voidaan havaita erilaisia jatkotutkimusmahdollisuuksia. Tässä tutkimuksessa tutkittiin aineettoman pääoman arvonmäärittystä osana yrityskaupassa tapahtuvaa yrityksen kokonaisarvonmäärittystä tutkimalla yleisesti yrityksen kokonaisarvonmäärittämisprosessia ja aineettoman pääoman arvonmäärittystä ja arvonmäärittämismenetelmiä sekä siihen liittyviä haasteita.

Tilinpäätöskäytänteiden ja aineettoman pääoman uusien dokumentaatiovaatimusten seurauksena aineettoman pääoman arvonmäärittystä voisi tutkia yrityksen näkökulmasta, jossa tutkimuksen kohteena olisi aineettoman pääoman arvonmäärittäminen yrityksessä sisäisesti ja sen hyödyntäminen esimerkiksi strategisesta näkökulmasta. Aiheesta voisi tehdä myös kvantitatiivista tutkimusta aineettoman pääoman sisäisen mittaamisen hyödyistä yrityksen kannattavuuden näkökulmasta. Lisäksi aineettoman pääoman arvonmäärittämismenetelmien soveltamista aineettoman pääoman eri erien arvonmäärittämiseen voisi tutkia lisää.

LÄHTEET

- Aho, S., Stähle, S. & Stähle, P. 2011. Aineettoman pääoman mittaaminen: VAIC ja CIV-menetelmien kriittistä tarkastelua. *Liiketaloudellinen Aikakauskirja* 1 (11), 92-101.
- Andriessen, D. 2004. *Making Sense of Intellectual Capital: designing a method for the valuation of intangibles*. Amsterdam: Elsevier.
- Angwin, D. 2001. Mergers and Acquisitions across European Borders: National Perspectives on Preacquisition Due Diligence and the Use of Professional Advisors. *Journal of World Business*. 36 (1), 32-57.
- Barkema, H. & Schijven, M. 2008. Toward unlocking the full potential of acquisitions: The role of organizational restructuring. *Academy of Management Journal*. 51 (4), 696-722
- Beattie, V. & Smith, S. J. 2013. Value creation and business models: Refocusing the intellectual capital debate. *The British Accounting Review*, 1-12.
- Blummé, N., Lumme, E., Pitkänen, T., Simonsen, L. & Blomquist, L. 2001. *Due Diligence osana yrityskauppaa*. Helsinki: KHT-Media.
- Bose, S., Thomas, K. 2007. Valuation of intellectual capital in knowledge-based firms: The need for new methods in a changing economic paradigm, *Management decision*, 45 (9), 1484-1496.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. 2011. *Principles of corporate finance*. 10. ed., global ed. New York, NY: McGraw-Hill/Irwin.
- Brandaõ, L. Dyer, J. & Hahn, W. 2005. Using Binomial Decision Trees to Solve Real-Option Valuation Problems. *Decision Analysis*, (2), 69-88.
- Brouthers, K., van Hastenburg, P. & van den Ven, J. 1998. If Most Mergers Fail, Why Are They So Popular? *Long Range Planning*, 31 (3), 347-353.
- Brännström, D. B. & Giuliani, M. (2009) Intellectual capital and IFRS3: A new disclosure opportunity: *Journal in Knowledge Management*, 7 (1), 21-23
- Buckley, A. 1996. Real Operating Options and Foreign Direct Investment: A Synthetic Approach. *European Management Journal*, 14, 304-314.
- Bryer, L. & Simensky, M. 2002. *Intellectual property assets in mergers and acquisitions*. New York: Wiley.
- Bäck, J., Karsio, T., Markula, E. & Palmu, M. 2009. *Due Diligence: onnistuneen yrityskaupan edellytys*. Helsinki: KHT-Media.
- Canibano, L., Garcia-Ayuso, M. & Sanchez, P. 2000. Accounting for intangibles: A literature review. *Journal for Accounting Literature*. 19, 102-130.
- Canibano, L. 2018. Accounting and Intangibles. *Spanish Accounting Review* 21 (1), 1-6.
- Carland, J. W. & White, L. R. 1980. Valuing the small business. *Journal of Small Business Management*, 18, p. 40.
- Chatterjee, S. 2009. The keys to successful acquisition programmes. *Long Range Planning*, 42 (2), 137-163.
- Choi, W. W., Kwon, S. S. & Lobo, G. J. 2000. Market Valuation of Intangible Assets. *Journal of Business Research*, 49 (1), 35-45

- Cox, S., Ross, J. & Rubinstein, M. 1979. Option Pricing: A Simplified Approach. *Journal of Financial Economics*, 7, 229-263.
- Cresswell, J. 2014. *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches*. 4th. edition. SAGE Publications Inc.
- Edvinsson, L. & Malone, M. S. 1997. *Intellectual capital: The proven way to establish your company's real value by measuring its hidden brainpower*. London: Piatkus.
- Gaughan, P. A. 2015. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. Hoboken, New Jersey: Wiley.
- Glaum, M., Schmidt, P., Street, D. & Vogel, S., 2012. Compliance with IFRS 3- and IAS 36-required disclosures across 17 European countries: company- and country-level determinants. *Accounting and Business Research*, 43 (3), 163-204.
- Gupta, J. & Chevalier, A. 2002. Pertinence of real options approach to the valuation of internet companies. *Operational Research*, 2 (2), 187-207.
- Halonen, J. 2017. *IFRS: Käytännön käsikirja. 4., uudistettu painos*. Helsinki: Edita.
- Haspeslagh, P. & Jemison, D. 1991. *Managing acquisitions. Creating value through corporate renewal*. New York: Free Press.
- IASB 2008. *International Financial Reporting Standards (IFRS) 2008: including International Accounting Standards (IAS) and Interpretations at 30 November 2009. 1A & 1B*. London: IASB
- Imam, S., Barker, R. & Clubb, C. 2008. The Use of Valuation Models by UK Investment Analysts. *European Accounting Review*, 17 (3), 503-535.
- Johnson, L. & Petrone, K. 1998. Is goodwill an Asset? *Accounting Horizons*, 12 (3), 293-303
- Kallunki, J., Niemelä, J. E. & Niemelä, J. 2012. *Osakkeen arvonmääritys: Onnistunut sijoituspäätös*. Helsinki: Talentum.
- Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svensnas, K. & Wilkman, N. 2013. *Yrityskauppa*. Alma Talent
- KHT-yhdistys & Hakala, J. 2006. *IFRS ja yrityskauppojen arvostuslaskelmat*. Helsinki: KHT-Media.
- Kohlbeck, M. & Warfield, T. D. 2007. Unrecorded Intangible Assets: Abnormal Earnings and Valuation. *Accounting Horizons*, 21 (1), 23-41.
- Koller, T., Wessels, D. & Goedhart, M. 2010. *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. Fifth edition. Hoboken (N.J.): Wiley.
- Koskinen, I., Alasuutari, P. & Peltonen, T. 2005. *Laadulliset menetelmät kauppateieteissä*. Tampere: Vastapaino.
- Lagrost, C., Martin, D., Dubois, C., & Quazzotti, S. 2010. Intellectual property valuation: How to approach the selection of an appropriate valuation method. *Journal of Intellectual Capital*, 11 (4), 481-503.
- Lev, B. 2001. *Intangibles: Management, measurement, and reporting*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press.
- Lev, B. & Zambon, S. 2003. Intangibles and intellectual capital: an introduction to a special issue *European Accounting Review*. 12 (4), 597-603

- Lev B. 2018. Ending the accounting-for-intangibles status quo. *European Accounting Review*. 28 (4), 713-736.
- Livne, G., Simpson, A. & Talmor, E. 2011. Do Customer Acquisition Cost, Retention and Usage Matter to Firm Performance and Valuation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38 (3), 334-363.
- Lönnqvist, A., Kujansivu, P. & Antola, J. 2005. Aineettoman pääoman johtaminen. Oitmäki: JTO-palvelut.
- Mellen, C. M. & Evans, F. C. 2010. *Valuation for M&A: Building value in private companies*. 2nd ed. Hoboken, N.J.: Wiley.
- Myers Stewart C. 1977. "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*. 5, 147-175.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. 2013. *Yritysrahoitus*. 7. uud. p. Helsinki: Edita.
- Nguyen, H. T., Yung, K. & Sun, Q., 2012. Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 39 (9/10), 1357-1375.
- Parr, R. L., Smith, G. V. & Murphy, W. J. 2015. *Intellectual property: Valuation, exploitation, and infringement damages, 2015 cumulative supplement*. Hoboken, New Jersey: Wiley.
- Pastor, D. Glova, J. Lipták, F. & Kováč, V. 2017. Intangibles and methods for their valuation in financial terms: Literature review. *Intangible Capital*. 13(2) 387-410.
- Penman, S. H. 2009. Accounting for Intangible Assets: There is Also an Income Statement. *Abacus*, 45 (3), 358-371.
- Quilligan, L. 2006. Intangible Assets identification and valuation under IFRS 3. *Accountancy Ireland*, 38 (3), 10-12.
- Reilly, R. 2012. Use of the Cost Approach to Assess Taxpayer Intangible Assets. *Journal of Property Tax Assessment & Administration*, 9 (4), 41-62.
- Reilly, R. 2011. Defining the Intangible Asset Valuation Assignment. *Journal of Property Tax Assessment & Administration*, 8 (4), 45-59.
- Reilly, R. 2003. Business Combination Purchase Price Allocation Procedures. *The CPA Journal* 73 (8), 44-49.
- Reilly, R. & Schweihs, R. P. 2017. *Guide to intangible asset valuation*. Revised edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Roos, G., Fernström, L., Piponius, L. & Rastas, T. 2006. *Aineeton pääoma - johdon käsikirja*. Helsinki: Edita Prima Oy.
- Ross, S., Westerfield, R. & Jaffe, J. 2013. *Corporate Finance*. Boston: McGraw-Hill Higher Education. 10. painos
- Samuel, M.P., Sastry, R.K., & Pavani, S. 2018. A Strategic Framework for Technology Valuation in Agriculture and Allied Sectors in India - Case Study of Chitosan.
- Seppänen, H. 2017. *Yrityksen arvonmääritys*. Alma Talent Verkkokirjahylly.
- Serrano Cinca, C., Mar Molinero, C., & Bossi Queiroz, A. 2003. The measurement of intangible assets in public sector using scaling techniques. *Journal of Intellectual Capital*, 4 (2), 249-275.

- Sharma, N. 2012. Intangible Assets: A Study of Valuation Methods. *BVIMR Management Edge*, 5 (1), 61–69.
- Sherman, A. J. 2010. *Mergers & acquisitions from A to Z*. 3rd ed. New York: American Management Association.
- Seetharaman, A., Helmi Bin Zaini Sooria, H. & Saravanan, A. 2002. Intellectual capital accounting and reporting in the knowledge economy. *Journal of Intellectual Capital*, 3 (2), 128-148.
- Stewart, T. A. 1997. *Intellectual capital: The new wealth of organisations*. London: Brealey
- Smith, G. V. & Parr, R. L. 2000. *Valuation of intellectual property and intangible assets*. 3. ed. New York: Wiley.
- Stähle, P. & Grönroos, M. 1999. *Knowledge Management – tietopääoma yritysten kilpailutekijänä*. Porvoo: WSOY Kirjapainoyksikkö.
- Sundarsanam, S., Sorwar, G., & Marr, B. 2006. Real Options and the impact of the intellectual capital on corporate value. *Journal of Intellectual Capital*, 7 (3), 291-308.
- Thornton, G. 2013. *Intangible Assets in a Business Combination: Identifying and valuing intangibles under IFRS 3*
- Trigeorgis, L. 1993. Real Options and Interactions with Financial Flexibility. *Financial Management* 22, 202-224.
- Trigeorgis, L. & Ioulianou, S. 2013. Valuing a high-tech growth company: The case of EchoStar Communications Corporation. *The European Journal of Finance*. 19 (7-8), 734-759.
- Troberg, P. 2007. *IFRS and US GAAP: A Finnish perspective*. Helsinki: Talentum.
- Tuomi, J. & Sarajärvi, A. 2009. *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi (5., uud. laitos.)* Helsinki: Tammi.
- Vilkkumaa, M. 2010. *Yrityksen menestyksen mittarit: Tunnusluvut, yrityksen hinnan määrittäminen & tilinpäätösanalyysi*. Helsinki: Yrityskirjat.
- Visconti, R. 2020. *The Valuation of Digital Intangibles: Technology, Marketing and Internet*.

Internet-pohjaiset lähteet

- Kauppalaki 1987/355. Annettu Helsingissä 27.3.1987. (Viitattu 30.6.2020). Saatavilla www-osoitteesta: <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1987/19870355>
- IVSC 647: <https://www.ivsc.org/files/file/view/id/647>
Käyty 05.10.2020
- Sveiby, K.E. 2010. *Methods for Measuring Intangible Assets*. <http://www.sveiby.com/article/Methods-for-Measuring-Intangible-Assets>
- EY. 2019. *Läpinäkyvyyskertomus 2019*. Saatavilla www-osoitteesta: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/fi_fi/pdf/transparency-reports/ey-fy19-transparency-report_fin_final.pdf
Käyty 18.08.2020
- KPMG: n Internet-sivut, <https://home.kpmg/fi/fi/home/tietoa-kpmgsta/kpmg-yrityksena.html>

Käyty 27.8.2020

PwC:n Internet-sivut, <https://www.pwc.fi/fi/tietoa-meista.html>

Käyty 20.8.2020

Tuohi Advisorsin Internet-sivut <https://tuohiadvisors.com/>

Käyty 24.9.2020

<https://tuohiadvisors.com/blog/aineettoman-paaoman-arvonmaaritys/>

Käyty 24.9.2020

KUVIOT JA TAULUKOT

KUVIO 1 Aineettomien resurssien jaottelua	10
KUVIO 2 Arvonmäärityksen eri osa-alueet (Katramo ym., 2013,72.).....	14
KUVIO 3 Strategisten analyysien jako ja painoarvo (Katramo ym. 2013, 80.)....	15
KUVIO 4 Markkina-arvomenetelmän vaiheet (Seppänen 2017, 134.)	22
KUVIO 5 Binomipäätöspuu (Brandão, Dyer & Hahn 2005, 75.).....	26
KUVIO 6 Aineettoman pääoman arvoalusta, The Value Platfom (Saint-Onge, ym. 1996).....	29
KUVIO 7 Aineettoman pääoman arvonmäärityksen näkökulmat ja menetelmät	34
KUVIO 8 Yhteenveto tutkimuksen empiirisestä osasta.....	62
TAULUKKO 1 Vapaan kassavirran laskenta (Bäck ym. 2009, 124.)	20
TAULUKKO 2 Yhteenveto haastatelluista asiantuntijoista	44

LIITTEET

Liite 1 tiedot haastateltavista (Nimi, Titteli ja Yritys)

Haastattelut nauhoitettiin ja litteroitiin jälkikäteen

Artturi Juva, Manager, Strategy & Transactions, Ernst & Young

Haastattelu tapahtui 19.08.2020 Helsingissä yhtiön pääkonttorilla. Haastattelun kesto oli 69 minuuttia

Esko Saura, Senior Manager, Accounting Consulting Services (ACS), PricewaterhouseCoopers

Haastattelu tapahtui 20.08.2020 Helsingissä yhtiön pääkonttorilla. Haastattelun kesto oli 65 minuuttia

Asiantuntija X, Manager, Strategy & Transactions, Ernst & Young

Haastattelu tapahtui 28.08.2020 etänä. Haastattelun kesto oli 67 minuuttia

Heidi Rantanen, Director, Corporate Finance, KPMG

Haastattelu suoritettiin etänä 31.08.2020. Haastattelun kesto oli 77 minuuttia

Asiantuntija Y, Manager ja Interim CFO, Yritys Y

Haastattelu tapahtui 25.09.2020 etänä. Haastattelun kesto oli 36 minuuttia

Vesa Wallden ja Pekka Ruusunen, Founding Partners, Tuohi Advisors

Haastattelu tapahtui 2.10.2020 etänä. Haastattelun kesto oli 65 minuuttia

Liite 2 Haastattelurunko

Taustatiedot yrityksestä ja haastateltavasta

- Millainen on yrityksenne rooli yrityskauppojen asiantuntijana? Oletteko erikoistuneet tietynlaisiin yrityskauppoihin?
- Mikä on koulutustaustanne ja aikaisempi työkokemuksenne?
- Mikä on asemanne yrityksessä?
- Minkälaista asiantuntijatyötä teette yrityskauppojen yhteydessä?
- Miten pitkä kokemus teillä on yrityskauppojen parissa? Kuinka monessa yrityskaupassa olette olleet tekemisissä uranne aikana?

Yrityksen arvonnäilytys

- Miten arvonnäilytysprosessi etenee?
- Mitä menetelmiä käytätte yrityksen arvonnäilytykseen (markkina-arvonnäilytysmenetelmät, lisäarvonnäilytysmalli, DCF tai Reaaliopitiot yms.)
- Millaisessa tilanteessa käytetään mitäkin menetelmää?
- Onko arvonnäilytysmenetelmien käytössä toimialakohtaisia eroja? Jos on, niin millaisia?
- Mitkä ovat arvonnäilytyksen keskeisimmät haasteet?
- Huomioidaanko yrityksen aineetonta pääomaa yrityksen kokonaisarvonnäilytyksessä?

Aineeton pääoma

- Mistä tekijöistä aineeton pääoma mielestänne koostuu?
- Mitkä aineettoman pääoman osa-alueet ovat erityisen tärkeitä yrityksen arvonnäilytyksen kannalta?

- Kuinka tärkeänä pidät aineetonta pääomaa yrityksen arvostuksen kokonaisuuden osalta?
- Miten yrityksen toimiala vaikuttaa aineettoman pääoman merkitykseen yrityksen kokonaisarvolle?

Aineettoman pääoman arvonmääritys

- Mistä aineettoman pääoman arvonmäärityksessä lähdetään liikkeelle?
- Mitä erityispiirteitä aineettoman pääoman arvonmääritykseen liittyy?
- Miten IFRS 3 -standardi näkyy aineettoman pääoman arvonmäärityksessä?
- Miten julkisesti noteerattujen ja listaamattomien yritysten aineettoman pääoman arvonmääritys eroaa toisistaan?
- Kuinka hankintamenolaskelman pakollisuus vaikuttaa yritysten kiinnostukseen aineettoman pääoman arvonmääritykselle?
- Mitä arvonmääritysmenetelmiä aineettoman pääoman arvonmäärityksessä yleisimmin käytetään?
- Onko aineettoman pääoman arvonmääritykseen käytössä erillisiä menetelmiä? Mihin ja miten niitä käytetään?
- Mitkä ovat suurimmat haasteet aineettoman pääoman arvonmäärityksessä?
- Mitä etua aineettoman pääoman arvonmäärityksestä on?
- Mitkä aineettoman pääoman osa-alueet ovat helpoimmin arvostettavissa rahamääräisiksi? Entä mitkä osa-alueet ovat vaikeimmin arvostettavissa rahamääräisiksi?
- Käytetäänkö aineettomien pääomaerien rahamääräiseen muotoon arvostamisessa joitakin teoreettisia menetelmiä vai perustuuko arvostus arvonmäärittäjän omiin oletuksiin erien arvosta?

Muut kysymykset

- Onko mielestänne tarvetta kehittää aineettoman pääoman arvonmäärittäystä ja miten sitä tulisi kehittää?
- Tuleeko mieleen vielä jotakin merkittävää aineettomaan pääomaan tai sen arvonmäärittämiseen liittyvää, jota ei ole vielä mainittu tässä haastattelussa?