

# **Mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen erityispiirteet asiantuntijanäkökulmasta**

**Jyväskylän yliopisto  
Kauppakorkeakoulu**

**Pro gradu -tutkielma**

**2023**

**Tekijä: Anni Alonen  
Oppiaine: Laskentatoimi  
Ohjaaja: Jukka Pellinen**



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

## TIIVISTELMÄ

Tekijä Anni Alonen	
Työn nimi Mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen erityispiirteet asiantuntijanäkökulmasta	
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu -tutkielma
Aika (pvm.) 8.10.2023	Sivumäärä 67
Tiivistelmä – Abstract	
<p>Tämä pro gradu -tutkielma tarkastelee arvonmääritystä mikro- ja pienyrityskontekstissa. Tutkielma selvittää mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen erityispiirteitä käytännön asiantuntijanäkökulmasta tarkkaan valikoitujen haastateltavien vastauksia tulkitsemalla ja analysoimalla. Tutkimus toteutetaan kvalitatiivisena tutkimuksena, jossa tutkimusaineistona on puolistrukturoitujen asiantuntijahaastatteluiden litteroitu materiaali. Kerättyä tutkimusaineistoa reflektoidaan suhteessa olemassa olevaan kirjallisuuteen ja tieteelliseen tutkimukseen. Kerätyn aineiston ja aikaisemman tutkimuksen dialogilla pyritään löytämään vastaus tutkimuskysymykseen, joka käsittelee mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen erityispiirteitä asiantuntijatyössä. Mahdollisena tutkimustuloksena voidaan tehdä käytettävissä olevat resurssit huomioiden varovaisia yleistyksiä ja johtopäätöksiä mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksestä ja siihen liittyvistä vain mikro- ja pienyrityskenttää koskevista erityispiirteistä. Tutkimuksen tarpeellisuutta perustellaan mikro- ja pienyrityssegmentin huomattavalla kansantaloudellisella ja globaalilla merkityksellä sekä mikro- ja pienyrityksiin kohdistuvan, olemassa olevan tutkimuksen ja kirjallisuuden vähyydellä, joka koskettaa erityisesti mikrokokoluokan yrityksiä.</p> <p>Tutkimuksen tulokset osoittavat mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen harkinnanvaraisuuden ja tapauskohtaisuuden. Yrityksen arvonmäärityksen lähtökohdat ja motiivit voivat liiketaloudellisessa ja oikeudellisessa kontekstissa poiketa toisistaan, mutta yrityksen arvonmääritysmenetelmät ja arvonmäärityksessä huomioon otettavat seikat ovat kontekstista huolimatta lähtökohtaisesti samat. Jokainen asiantuntijoista painotti strategisen analyysin merkitystä pienyrityskontekstin arvonmäärityksessä, sillä tilinpäätöstietoon perustuva arvonmääritys perustuu helposti sattumanvaraisiin piirteisiin ja epäluotettaviin ennusteisiin. Siksi yrityksen kyvykkyyksiä ja riskisyyksiä on asiantuntijoiden mukaan usein hyvä katsoa tilinpäätöksen ohi. Arvonmääritysmenetelmiä koskien asiantuntijoiden vastauksissa toistui odotetusti diskontattujen kassavirtojen menetelmä. Olemassa olevasta tutkimuksesta poiketen verrokkiyritysten transaktiokertoimiin perustuvaan arvonmäärityksen todettiin olevan yleisessä käytössä käytännön asiantuntijatyössä myös mikro- ja pienyrityskontekstissa.</p>	
Asiasanat Mikro- ja pienyritys, arvonmääritys, yrityskauppa, arvonmääritysmetodit	
Säilytyspaikka Jyväskylän yliopiston kirjasto	

# SISÄLLYS

TIIVISTELMÄ .....	2
SISÄLLYS.....	3
1 JOHDANTO.....	5
1.1 Tutkimuksen taustaa .....	5
1.2 Tutkimuksen tavoitteet & tutkimuskysymykset .....	6
1.3 Aikaisempi tutkimus .....	7
1.4 Tutkimuksen rakenne .....	8
2 MIKRO- JA PIENYRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS.....	10
2.1 Mikro- ja pienyritykset.....	10
2.1.1 Mikro- ja pienyritys käsitteenä.....	10
2.1.2 Mikro- ja pienyritysten merkityksestä .....	12
2.2 Yrityksen arvonmäärityksen motiivit ja taustat.....	13
2.2.1 Arvon standardit ja premissit .....	13
2.2.2 Yrityksen arvonmäärityksen motiivit .....	14
2.2.3 Yrityskaupan muodot.....	14
2.2.4 Oikeudellinen arvonmääritys .....	15
2.3 Yrityksen arvonmääritys .....	19
2.3.1 Arvonmääritysprosessi .....	19
2.3.2 Arvonmääritysmenetelmät.....	21
2.4 Mikro- ja pienyritykset arvonmäärityksen erityispiirteet.....	28
3 AINEISTO JA MENETELMÄ.....	30
3.1 Aineisto .....	30
3.2 Menetelmä .....	31
3.3 Aineiston analysointi.....	32
4 EMPIIRINEN TUTKIMUS JA ANALYYSI.....	36
4.1 Asiantuntijoiden esittely .....	36
4.2 Tulokset.....	37
5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI .....	51
5.1 Mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen erityispiirteet .....	54
5.2 Tutkimuksen rajoitteet .....	59
5.3 Jatkotutkimusehdotukset .....	60
LÄHTEET .....	61
LIITE 1 .....	65

LIITE 2 ..... 66

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkimuksen taustaa

Tämän pro gradu -tutkielman aiheena on mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen erityispiirteet asiantuntijänäkökulmasta. Tutkielman teoria esittelee yleisimmät käytännön asiantuntijatyössä käytetyt arvonmääritysmallit ja muut arvonmäärityksen menetelmät ja tarkastelee niiden käytettävyyttä suhteessa mikro- ja pienyrityksen arvonmääritykseen. Teoriaa reflektoidaan olemassa olevaan tieteelliseen kirjallisuuteen ja aikaisempaan tutkimukseen. Tutkielma tarkastelee motiiveja arvonmäärityksen taustalla ja esittelee myös motiivien oikeudellista näkökulmaa. Mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksestä tekee ainutlaatuisen se, että olemassa oleva tutkimus ja kirjallisuus tarkastelee arvonmääritystä pitkälti suuryritysnäkökulmasta ja ulottuu parhaimmillaankin pääasiassa pieniin ja keskisuuriin yrityksiin. Siten se jättää vain vähälle huomiolle pieniin ja etenkin mikroyrityksiin kohdistuvan tarkastelun, joilla koostaan huolimatta on hyvinkin merkityksellinen asema ja merkitys niin Suomessa kuin sen rajojen ulkopuolellakin.

Tutkielma toteutetaan laadullisena haastattelututkimuksena, jossa aineistona käytetään puolistrukturoidun teemahaastattelun kautta saatua, tarkoin valikoitujen asiantuntijoiden haastatteluaineistoa. Kerättyä haastatteluaineistoa peilataan koostettuun teoriaan ja kerätyn aineiston ja aikaisemman tutkimuksen välille pyritään luomaan dialogi, jonka kautta tuloksia reflektoidaan alan tieteelliseen tutkimukseen. Haastatteluilla pyritään saamaan tietoa valuaatioasiantuntijan käytännön arvonmäärityksessä käyttämistään menetelmistä ja erityispiirteistä mikro- ja pienyrityksiä koskien. Haastateltavat pyrittiin valikoimaan niin, että aineistoon saataisiin näkemystä erityisesti mikro- ja pienyrityssektorilta, sillä suuri osa aikaisemmasta tutkimuksesta keskittyy joko pien- ja keskikokoisten yritysten arvonmääritykseen. Aineisto haluttiin kerätä juuri haastattelutekniikalla, jotta tarkkaan valittujen valuaatioasiantuntijoiden näkemyksiä saatiin mahdollisimman spesifisti dokumentoitua.

Mikä tekee yrityksen arvonmäärityksestä mielenkiintoisen tutkimuskohteen, on sen ajankohtaisuus riippumatta vallitsevista taloudellisista tai asenteellisista olosuhteista; yrityskauppaa käydään jatkuvasti ja kuten tutkimuksen oikeudellisen arvonmäärityksen luku osoittaa, myös erilaiset yllättävät käännteet osakkeenomistajan elämässä voivat luoda tarpeen arvonmääritykselle. Yrityksen arvonmääritys ei siten kosketa pelkkää yrityskauppatilannetta, vaan se ulottuu laajemmalle liiketoiminnan ja omistajuuden muuttuviin tilanteisiin. Parhaimmillaan arvonmääritys tarjoaa perustan päätöksenteolle ja auttaa sen osapuolia ymmärtämään yrityksen arvon muodostumisen taustalla olevia tekijöitä.

## 1.2 Tutkimuksen tavoitteet & tutkimuskysymykset

Tutkimuksella pyritään vastaamaan seuraavaan tutkimuskysymykseen sekä sen alakysymyksiin:

- Mitkä ovat mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen erityispiirteet asiantuntijatyössä?
  - o Miten mikro- ja pienyrityksen arvonmääritys eroaa keskisuurten ja suurten yritysten arvonmäärityksestä?
  - o Mitkä arvonmääritysmenetelmät soveltuvat mikro- ja pienyrityksen arvonmääritykseen? Miten näitä käytetään käytännön asiantuntijatyössä?
  - o Mitä mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksessä tulee ottaa huomioon?
  - o Miten arvonmäärityksen motiivi vaikuttaa valittuun arvonmääritysmenetelmään?

Yllä lueteltuihin tutkimuskysymyksiin pyritään löytämään tämän tutkielman avulla ratkaisu arvonmäärityksen asiantuntijoiden haastattelun avulla, josta saatuja tuloksia reflektoidaan olemassa olevaan tutkimukseen ja kirjallisuuteen.

Tutkielma hakee uutta näkökulmaa yrityksen arvonmäärityksen tutkimuksessa sillä, että kirjallisuuskatsauksen perusteella suuri osa aikaisemmasta tutkimuksesta tarkastelee valuaatiota käsitteen ”pk-yritys” tai ”SME” näkökulmasta. Termi pk-yritys viittaa ”pieniin ja keskisuuriin” yrityksiin ja SME ”small and medium sized enterprises”. Aikaisemman tutkimuksen painoarvo on siten pääsääntöisesti suuremman kokoluokan, kuin mikro- ja pienen kokoluokan yritysten näkökulmassa. Näistä kahdesta etenkin mikroyritykset jäävät usein kokonaan tarkastelun ulkopuolelle. Kuten luvusta 1.3 käy ilmi, laaja osa kirjallisuudesta ja tutkimuksesta käsittelee pörssiyritysovaluaatiota analyyttikon näkökulmasta, mutta vähemmälle huomiolle jää listaamattomien yritysten osuus. Tämä on huomion arvoista siitäkin näkökulmasta, miten valtavan suurta osuutta nimenomaa mikro- ja pienen kokoluokan yritykset edustavat niin kansallisessa kuin globaalissakin mittakaavassa (ks. luku 2).

On kuitenkin huomioitava, että käytettävissä olevat resurssit rajaavat muun muassa asiantuntijahaastatteluiden lukumäärää, jolloin johtopäätöksissä tehtävät yleistyksiset on tehtävä varovaisuutta noudattaen ja tutkimuksen rajallisuudet huomioiden. Tutkimuksen viitekehysistä arvonmääritys on todella laaja ja esimerkiksi toimialakohtaisille erikoisuuksille voisi omistaa kokonaan oman tutkimuksensa. Tästä syystä juuri toimialakohtaisten tekijöiden vaikutusta yrityksen arvoon käsitellään hyvin rajatusti ja tutkimuksen pääpaino annetaan asiantuntijoiden omille näkemyksille käytännön arvonmääritystyöstä ja mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen erityispiirteistä.

### 1.3 Aikaisempi tutkimus

Huolimatta siitä, että pienemmän segmentin yritykset kattavat suurimman osan yrityksistä, enemmistö aikaisemmasta tutkimuksesta keskittyy tarkastelemaan suuria yksityisen pääoman ostoja (Lahmann, Stranz & Velamuri, 2017). Varsinaista arvonmääritystä koskettava tutkimus on perinteisesti kohdistunut pörssiyhtiöihin ja niiden osakkeiden arvon määrittämiseen; tästä syystä myös arvonmääritysmenetelmät ja niiden taustateoriat perustuvat pitkälti pörssiyhtiönäkökulmaan. Siksi suuri osa olemassa olevasta tutkimuksesta on vaikeasti sovellettavissa pienyrityksiin. (Savolainen 2015.) Pienyritysten valuaatio on kuitenkin saavuttanut entistä suuremman merkityksen lähihistoriassa (Petersen, Plenborg & Schøler, 2006), mikä onkin johdonmukaista niiden kansantaloudellinen ja globaali vaikutus huomioiden (ks. luku 2). Esimerkkinä tästä on Alleen, Ericksonin, Esplinin & Yohnin (2020) tutkimus, jossa he haastattelivat 172 valuaatiospesialistia. Vaikka tutkimusta ei rajattu koskettamaan vain tietyn kokoluojan yrityksiä, suurin osa asiantuntijoista kertoi tekevänsä pääasiassa pienyritysten arvonmäärityksiä liittyen oikeusriitoihin, verotuksellisiin asioihin sekä yrityskauppoihin ja myynteihin.

Debatti arvonmäärityksessä yleisesti käytettävien mallien soveltuuvudesta pienyrityksen arvonmääritykseen on jatkuvaa ja näkemyksiä on monia. Boudreauxin, Raon, Underwoodin & Rumoren (2011) pienyrityksiä tarkasteleva tutkimus suosii kassavirtojen diskonttaukseen perustuvaa arvonmääritysmenetelmää, sillä vapaat kassavirrat käsittävät muitakin omistajan nostettavissa olevia etuuksia, kuin ilmoitetut osingot. Toisaalta Pricer & Johnson (1997), Ohlson (1995) sekä Kooli, Kortas & L'Her (2003) pitävät kassavirtaennusteita herkkinä arviointivirheille. Francisin, Olssonin ja Oswaldin (2000) tutkimus puolustaa asiantuntija-arvioihin perustuen lisäarvomallia, joka on Francisin mukaan vähiten herkkä reagoimaan eri kirjanpitokäytäntöihin arvonmäärityksen kohteena olevien yritysten välillä. Tämä on olennaista erityisesti pienyritysten kohdalla, joiden tilinpäätöksessä esitettävä informaatio ei ole yhtä säänneltyä kuin suuryrityksillä (ks. luku 2); lisäksi pienemmän yrityskokoluokan sidosryhmille tuottama tieto on vähemmän läpinäkyvää (Koller, Goedhart & Wessels 2010). Tiedon läpinäkyvämmä lisää

informaation asymmetriaa, joka puolestaan on omiaan vaikeuttamaan yrityksen valuaatiota.

Pienyrityksen arvonmäärityksen perustavanlaatuisimpana ongelmana voidaan varmastikin pitää markkina-arvon puuttumista, tai toisin sanoen huonoa likviditeettiä (englanniksi "lack of marketability" (Kooli yms. 2003)). Tämä likviditeetin puute tarkoittaa käytännössä sitä, että pienyritykset eivät ole markkinoilla tehokkaan kaupankäynnin kohteena, jolloin niille ei myöskään ole muodostunut markkinoiden määrittämää hintaa, toisin kuin listattujen pörssiyritysten osakkeille (Bathala, Bowlin & Dukes 2003). Tämä aiheuttaa monenlaisia ongelmia arvonmääritykselle, kuten CAP-mallin vaatiman beta-kertoimen määrittelyyn liittyvän problematiikan (ks. luku 3.3.2.5) sekä yrityksen markkina-arvoon perustuvan arvonmäärityksen heikon soveltuvuuden pienyhtiökenttään, sillä markkina-arvomenetelmät perustuvat arvonmäärityksen kohteen kanssa samankaltaisten yritysten transaktiokertoihin, jotka tyypillisesti ovat pörssiyritystransaktioita (Cooper, DiGabriele, Riley & Sorensen 2021). Olennaista verrokkiyritysten transaktiokertoihin perustuvassa arvonmäärityksessä on löytää vertailukelpoinen yritys, jonka taloudelliset mittarit, kuten kassavirrat, kasvupotentiaali ja riskit ovat samankaltaisia kuin arvioitavana olevan yrityksen (Occhino & Maté 2019). Näin ollen markkina-arvomenetelmät eivät ole poissuljettu vaihtoehto pienyrityskontekstissa.

On kuitenkin erikoista huomata, miten vähäiselle osalle varsinainen käytännönläheinen tieteellinen tutkimus mikro- ja pienyritysten arvonmäärityksen suhteen on jäänyt. Olemassa oleva tutkimus tyytyy useimmiten lähinnä toteamaan todeksi sen, että tutkimustieto pienyrityksiä koskien on vähäistä. Ongelma koskettaa varsinkin mikroyrityksiä, joista julkaistua tieteellistä, vertaisarvioitua tutkimusta on olemassa hyvin vähän. Siksi tämä tutkimus pyrkii valottamaan mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen erityispiirteitä käytännönläheisestä näkökulmasta eli sellaisia asiantuntijoita haastatteleamalla, jotka työnsä kautta ovat aidosti päivittäin pienyritystransaktioiden kanssa tekemisissä.

## 1.4 Tutkimuksen rakenne

Tutkimus koostuu kaikkiaan viidestä eri pääluvusta. Tutkimuksen johdantoluku luo katsauksen tutkimuksen taustaan ja aiheen valintaan ja avaa hieman tutkimuksen tarkoitusta laajemmassa mittakaavassa. Johdantoluvussa tehdään myös rajaukset tarkasteltavan aiheen suhteen eli luetellaan ne näkökulmat, jotka tutkimuksesta on resurssien niukkuus huomioiden ollut tarpeen rajata tutkimuksen ulkopuolelle. Johdanto esittelee tutkimuskysymykset sekä asemoi tutkimusta suhteessa jo olemassa olevaan empiriaan ja kirjallisuuteen.

Toinen luku esittelee tutkielman viitekehityksen ja avaa tutkimuksen motiiveja. Toisessa luvussa käsitellään tutkimuksessa käytettävää käsitteistöä, kuten määritellään tutkimuksen kohteena olevien mikro- ja pienyritysten



standardit. Luvussa esitellään viitekehyksen ja motiivien katsauksen jälkeen tutkimuksen varsinainen teoria. Luvussa kerrotaan yleisesti yrityskaupasta, sen piirteistä sekä arvonmäärityksen käyttötarkoituksista. Arvonmääritysmallit esitellään oman alaotsikon alla ja niitä alustavasti asemoidaan suhteessa tutkimukseen. Arvonmääritysmallien yhteydessä on katsottu olennaiseksi käsitellä lisäksi tuottovaatimuksen määräytymistä eri näkökulmista. Kolmas luku sivuaa hieman varsinaista tutkimusaihetta eli mikro- ja pienyritysten erityispiirteitä käytännön arvonmäärityksessä.

Kolmas luku luo lyhyen katsauksen aineistoon, sen valintaan sekä aineistonkeruumenetelmään. Lisäksi käydään läpi aineiston analysointimenetelmä.

Neljäs luku koostuu varsinaisesta empiriasta, joka alkaa lyhyellä haastateltavien esittelyllä. Osiossa perustellaan haastateltavien valikoitumista tutkimukseen. Kerättyä haastatteluaineistoa reflektoidaan suhteessa aikaisempaan tutkimukseen ja sen tulokset jaotellaan kahden alaotsikon alle, jotka liittyvät vahvasti tutkimuskysymyksiin.

Viides luku esittelee tutkimuksen yhteenvedon sekä koostaa tutkimuksen tulokset ja esittelee mahdolliset tutkimuskysymyksiin saadut vastaukset. Lopuksi tarkastellaan tutkimuksen rajoitteita tutkimukseen käytettävissä olleiden resurssien valossa ja lopuksi esitellään jatkotutkimusehdotukset saatujen johtopäätösten valossa.

## 2 MIKRO- JA PIENYRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS

Tutkimuksen keskittyessä tarkastelemaan mikro- ja pienyritysten arvonmäärittämis-erityispiirteitä, on oleellista saada selkeä käsitys mikro- ja pienyritysten luokittelun taustalla vaikuttavista standardeista ja toisaalta selkeyttää keskeisiä termejä tutkimuksen lukijalle. Luokitteluja tarkastellaan sekä suomalaisen Kirjanpitolain lähtökohdista sekä lisäksi Euroopan Unionin Komission ohjeistuksen lähtökohdista, jotta tutkimuksen viitekehys voidaan ulottaa koskemaan myös laajemman kentän mikro- ja pienyrityksiä, kuin pelkästään kotimaisia yrityksiä. Tässä luvussa esitellään lisäksi konkreettista numeerista dataa mikro- ja pienyritysten osuudesta suhteessa muun kokoluokan yrityksiin, mikä perustelee edelleen tutkimusaiheen tarpeellisuutta ja ajankohtaisuutta.

### 2.1 Mikro- ja pienyritykset

#### 2.1.1 Mikro- ja pienyritys käsitteenä

Kirjanpitolaki (1336/1997) määrittää raja-arvot sekä pienyrityksen että mikroyrityksen taseen loppusummalle, liikevaihdolle sekä tilikauden aikana palveluksessa olleelle henkilökunnalle. Rajojen ylittyessä kirjanpitovelvollinen siirtyy seuraavaan yrityksen kokoluokkaan ja on siten velvollinen kunkin kokoluokan asettamiin vaatimuksiin esim. määrämuotoisen toimintakertomuksen laatimisen tai tilinpäätöksessä esitettävien liitetietojen suhteen. Kirjanpitolain mukaan kirjanpitovelvollinen luokitellaan mikro-, pien- tai suuryritykseksi seuraavien raja-arvojen perusteella:

- 1) Taseen loppusumma
- 2) Liikevaihto
- 3) Tilikauden aikana palveluksessa keskimäärin (X) henkilöä.

Mikroyrityksen tapauksessa kirjanpitolain asettamista raja-arvoista saa päättyneellä sekä sitä välittömästi edeltäneellä tilikaudella ylittyä korkeintaan yksi, tai yritys on kirjanpitolain silmissä pienyritys:

- 1) Taseen loppusumma 350 000 euroa
- 2) Liikevaihto 700 000 euroa
- 3) Tilikauden aikana palveluksessa keskimäärin 10 henkilöä

Pienyritys puolestaan luokitellaan suuryritykseksi, jos sille määritellyistä raja-arvoista ylittyy päättyneellä sekä sitä välittömästi edeltäneellä tilikaudella enemmän kuin yksi:

- 1) Taseen loppusumma 6 000 000 euroa
- 2) Liikevaihto 12 000 000 euroa
- 3) Tilikauden aikana palveluksessa keskimäärin 50 henkilöä.

Kirjanpitovelvollinen on juridisesti suuryritys, jos sille määritellyistä raja-arvoista, joita ovat taseen loppusumma 20 000 000 euroa, liikevaihto 40 000 000 euroa ja tilikauden aikana palveluksessa keskimäärin 250 henkilöä, ylittyy sekä päättyneellä että sitä välittömästi edeltäneellä tilikaudella vähintään kaksi.

Yrityksen kokoluokitusta on kuitenkin tarpeen tarkastella myös muusta näkökulmasta kuin Suomen kirjanpitolain asettamilla kriteereillä, sillä tieteellisessä kontekstissa pienen kokoluokan yritykset määritellään eri raja-arvoihin ja termeihin. Euroopan Unionin komission suositus mikroyritysten sekä pienten ja keskisuurten yritysten määritelmästä sisältää samat määrittävät tekijät kuin Suomen kirjanpitolakikin, eli taseen loppusumman, liikevaihdon sekä henkilömäärän. (OJ L 124, 20.5.2003, p. 36–41.)

Yrityksen kokoluokka	Henkilöstön määrä	Liikevaihto		Taseen loppusumma
Keskisuuri	< 250	≤ 50 Meur	<i>tai</i>	≤ 43 Meur
Pieni	< 50	≤ 10 Meur	<i>tai</i>	≤ 10 Meur
Mikro	< 10	≤ 2 Meur	<i>tai</i>	≤ 2 Meur

TAULUKKO 1 Yrityksen kokoluokan raja-arvot

Standardit ovat henkilömäärän osalta linjassa Suomen kirjanpitolain kanssa, mutta komission liikevaihdolle tai taseen loppusummalle määrittelemä raja-arvo on kirjanpitolain määritelmää jonkin verran numeerisesti suurempi. Huomion arvoista on myös se, että Euroopan unionin määritelmä niputtaa kaikki kolme kokoluokkaa, mikroyritykset, pienyritykset kuin keskisuurteen yritykset termin "SME", "Small and medium-sized enterprises" alle. "SME" on myös tieteellisessä kirjallisuudessa paljon käytetty termi. On siis hyvä tiedostaa, ettei termi "SME" täysin vastaa suomen lainsäädännön termiä "pien- tai mikroyritys", kuten tässäkin tutkielmassa usein yrityksen koosta puhuttaessa viitataan. Lisäksi Kirjanpitolaki luokittelee yritykset koon mukaan joko mikro-, pien- tai

suuryrityksiksi, jolloin keskisuuren yrityksen määritelmä on jätetty kokonaan luokittelun ulkopuolelle. Tällöin kirjallisuudessa käytetyn SME-termin soveltuvuus pien- ja mikroyrityskenttään vaikenee entisestään.

Tilinpäätös ja siihen tietyin edellytyksin liitettävä toimintakertomus ovat useimmiten yrityksen ulkopuolisten sidosryhmien ainoa saatavilla oleva raportti yrityksen taloudellisesta tilanteesta ja tuloksesta. Siksi on aiheellista tehdä vertailua pien- ja mikroyritysten tilinpäätöksissä esitettäviin tietoihin suhteessa suuryritykseksi luokitellun yrityksen vastaavaan tilinpäätösdataan.

Lähtökohtaisesti lainsäädännön esittämät vaatimukset tilinpäätöksessä esitetylle tiedolle kiristyvät sitä mukaa, mitä suurempi tarkasteltava yritys on kooltaan. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että suuryrityksen tilinpäätöksen esitystapojen kriteeristö edellyttää tiedon yksityiskohtaisempaa esitystä, kuin pien- tai mikroyritysten tapauksessa. Esimerkiksi kirjanpitolain 1753/2015 säädöksen 1 luvun 1§ mukaan pienyritys ja mikroyritys ovat tietyin poikkeuksin vapautettuja toimintakertomuksen laatimisesta.

### **2.1.2 Mikro- ja pienyritysten merkityksestä**

Pienen kokoluokan yrityksillä on suuri merkitys niin kansantaloudellisesti kuin maailmantaloudellisestikin. Resurssiensa rajallisuudesta huolimatta pienyritykset tuottavat merkittävän osan sekä talouskasvusta että työpaikoista ja kattavat koko maapallon kattavasta yritysten verkosta liioittelematta lähes sata prosenttia. Keskusjärjestö Suomen Yrittäjät esittelee vuosituhannen yrittäjyyttä Suomessa ja esittää, että alle kymmenen hengen yritykset ja pienyritykset muodostavat yritysten kokonaismäärästä 98,7 % ajanjaksolla 2001–2019 (Yrittajat.fi). Tilastokeskuksen vuoden 2021 statistiikan mukaan 0–49 hengen yrityksiä eli mikro- ja pienyrityksiä oli 99,4 % kaikista rekisteröityjen yritysten määrästä jättäen keskisuurille ja suurille yrityksille vain 0,6% siivun muista rekisteröidyistä yrityksistä (Tilastokeskus.fi).

Pienen kokoluokan yritysten merkitys on myös kansainvälisellä tasolla merkittävä. Yhdysvaltain hallituksen itsenäisen viraston, U.S. Small Business Administrationin vuoden 2022 tiedotteen mukaan pienyritykset työllistivät Yhdysvaltojen työikäisestä väestöstä lähes puolet (46 %) ja pienyritysten määrä oli Yhdysvalloissa kokonaisuudessaan 33,2 miljoonaa (Advocacy.SBA.gov). Euroopan Unionin komission virallisten verkkosivujen mukaan pienten ja keskisuurten yritysten osuus kattoi koko EU:n yritysportfolioista 99 % ja samalla yli puolet Euroopan bruttokansantuotteesta (Europa.eu/smes\_en). Komission virallinen pienten ja keskisuurten yritysten vuosittainen raportti erittelee dataa vielä tarkemmin ja arvioi euroalueen yritysten pienten ja keskisuurten yritysten määrästä jopa 90-95 % koostuvan mikroyrityksistä (Di Bella, Katsinis, Laguera Gonzales, Odenthal, Hell & Lozar, 2023, 7).

Tilastollisista faktoista ja mikro- ja pienyritysten kiistattomasta merkityksestä huolimatta olemassa olevan tutkimuksen ja kirjallisuuden huomio kohdistuu edelleen useimmiten pörssiyrityksiin tai vähintään keskisuuren ja pienen kokoluokan yrityksiin. Aikaisemman kirjallisuuden ja tutkimuksen niputtaessa pienet ja keskisuuret yritykset usein samaan kokokategoriaan, pienimmän

segmentin yritykset eivät saa osakseen ansaitsemaansa, aidosti mikro- ja pienyrityksiin kohdistuvaa tutkimusta ja kirjallisuutta.

## 2.2 Yrityksen arvonmäärityksen motiivit ja taustat

### 2.2.1 Arvon standardit ja premissit

Yrityksen arvoa määriteltäessä tulee ymmärtää käsitteen "arvo" eri lähtökohdat, sillä arvon käsite saa eri merkityksiä olosuhteista ja käyttötarkoituksista riippuen. Näiden olosuhteiden ja käyttötarkoitusten kuvausta varten on arvon standardit ja premissit. Arvon standardi eli sen perusta vastaa kysymykseen:

- Mikä arvon määritelmä tai käsite soveltuu arvonmäärityksen tavoitteeseen ja käyttötarkoitukseen?

Arvon perustan premissi vastaa kysymykseen:

- Kenen näkökulmasta arvoa määritellään ja mitkä ovat transaktion osapuolten motiivit transaktioon?
- Missä olosuhteissa ja millä oletuksilla kohteen arvoa määritetään? (Seppänen 2017, 47.)

Arvon kaksi fundamentaalipremissiä ovat vaihtoarvo ja omistajanarvo. Vaihtoarvo kuvastaa hypoteettista transaktiutilanteen arvoa eli hintaa. Omistajanarvo puolestaan ei viittaa tilanteeseen, jossa hyödyke – kuten yritys – vaihtaa kauppapuolten välillä omistajaa, vaan se kuvastaa arvoa, joka tietylle taholle omistajuudesta koituu. Joissain tilanteissa vaihtoarvo voi siis poiketa omistajanarvosta. (Fishman, Morrison & Pratt 2013, 20.) Nämä kaksi olettamusta (tai premissiä) perustavat viitekehyksen arvon standardeille, joita ovat käypä arvo, käypä markkina-arvo, erityisarvo eli investointi- ja sijoitusarvo sekä likviditaatioarvo (Seppänen 2017, 49; Fishman yms. 2013, 21-27).

Arvon standardit kuuluvat siis aina jompaankumpaan arvon premissistä. Esimerkiksi oikeudellisessa kontekstissa paljon käytetty käypä arvo voidaan käsitellä vaihtoarvona, jolloin sillä tarkoitetaan omaisuudesta vaihdossa maksettavaa todennäköistä hintaa. Jos arvonmääritystilanteessa kyse ei ole transaktiosta vaan tarpeesta arvioida yrityksen arvoa esimerkiksi osituksen yhteydessä, kyseessä on omistajanarvo, jolloin arvo käsitetään omistajalleen tuottamana hyötynä.

Käytännössä arvonmääritys tapahtuu kuitenkin liiketoimintakontekstissa esimerkiksi yrityskauppatilanteessa, jolloin arvonmäärityksen tarkoituksena on tuottaa tietoa osto- tai myyntipäätöksen tueksi. Tällainen arvo on subjektiivista, sillä arvoa tarkastellaan tässä kontekstissa tietyn tahon, eli useimmiten ostajan tai myyjän näkökulmasta (Savolaisen 2015 viittaukset Virtanen 1981, 285-287; Penttilä 1991, 59).

## 2.2.2 Yrityksen arvonmäärityksen motiivit

Yrityksen arvonmääritys ei kosketa pelkkää yrityskauppaa. Arvonmääritykset voidaan jakaa tarkoituksensa mukaisesti kolmeen luokkaan:

- 1) liiketaloudelliseen arvonmääritykseen
- 2) verotukselliseen arvonmääritykseen sekä
- 3) oikeudelliseen arvonmääritykseen.

Liiketaloudelliseen arvonmääritykseen lukeutuvat mm. yrityskauppojen, yritys-järjestelyjen sekä oman tai vieraan pääoman lisäysten vaatimat arvonmääritykset. (Leppiniemi 1999, 12-13.) Esimerkiksi perintöverotukseen tai osakkeiden lunastustilanteisiin liittyvät arvonmääritykset ovat kumpikin oikeudellisia arvonmäärityksiä (Savolainen, 2014). Arvonmäärityksen lähtökohtana on niin sanotun arvokäsitteen määrittely ja edelleen arvokäsitteen perusteella arvokäsitteen mukaisen arvonmääritysmenetelmän valinta (Bonbright 1937, 10). Arvokäsite määrittää, mitä arvoa arvonmäärityksellä haetaan ja arvonmääritysmenetelmä tarjoaa työkalun arvokäsitteen määrittelemän arvon määrittelemiselle.

## 2.2.3 Yrityskaupan muodot

Yrityskaupalla on erilaisia muotoja sen käyttötarkoituksista riippuen. Osakekaupassa ostaja hankkii ostettavan yrityksen osakekannan sellaisenaan tai tietyn prosentuaalisen osuuden siitä ostajan intresseistä riippuen. Osakekaupassa yhtiön osakkeiden määrän osoittama omistuksen suhde siirtyy ostajalle, mutta yrityksen varat ja velat pysyvät ostettavalla yrityksellä. Osakekauppanenettely on myyjän kannalta edullinen yrityskaupan muoto, sillä kaikki myytävän yrityksen vastuut siirtyvät kaupan myötä ostajalle ja osakkeiden mahdollista myyntivoittoa verotetaan pääomatulona suoraan osakkaalta. (Karsio, Koila, Vartiainen & Ääriälä 2012, 16&157).

Liiketoimintakaupasta puhuttaessa ostaja hankkii yrityksen liiketoiminnan varat ja velat eli esimerkiksi yritystoimintaa ylläpitävät tuotannontekijät sekä toimintaa rahoittavat järjestelyt ja niihin liittyvät velvollisuudet. Liiketoimintakauppa ja osakekauppa voivat tapahtua toisistaan riippumatta, mutta kaupan eri muodot eivät rajoita toisiaan pois kaupan lopullisista kohteista. Liiketoimintakauppaan voi esimerkiksi kuulua sopimuksesta riippuen myös yrityksen osakkeita.

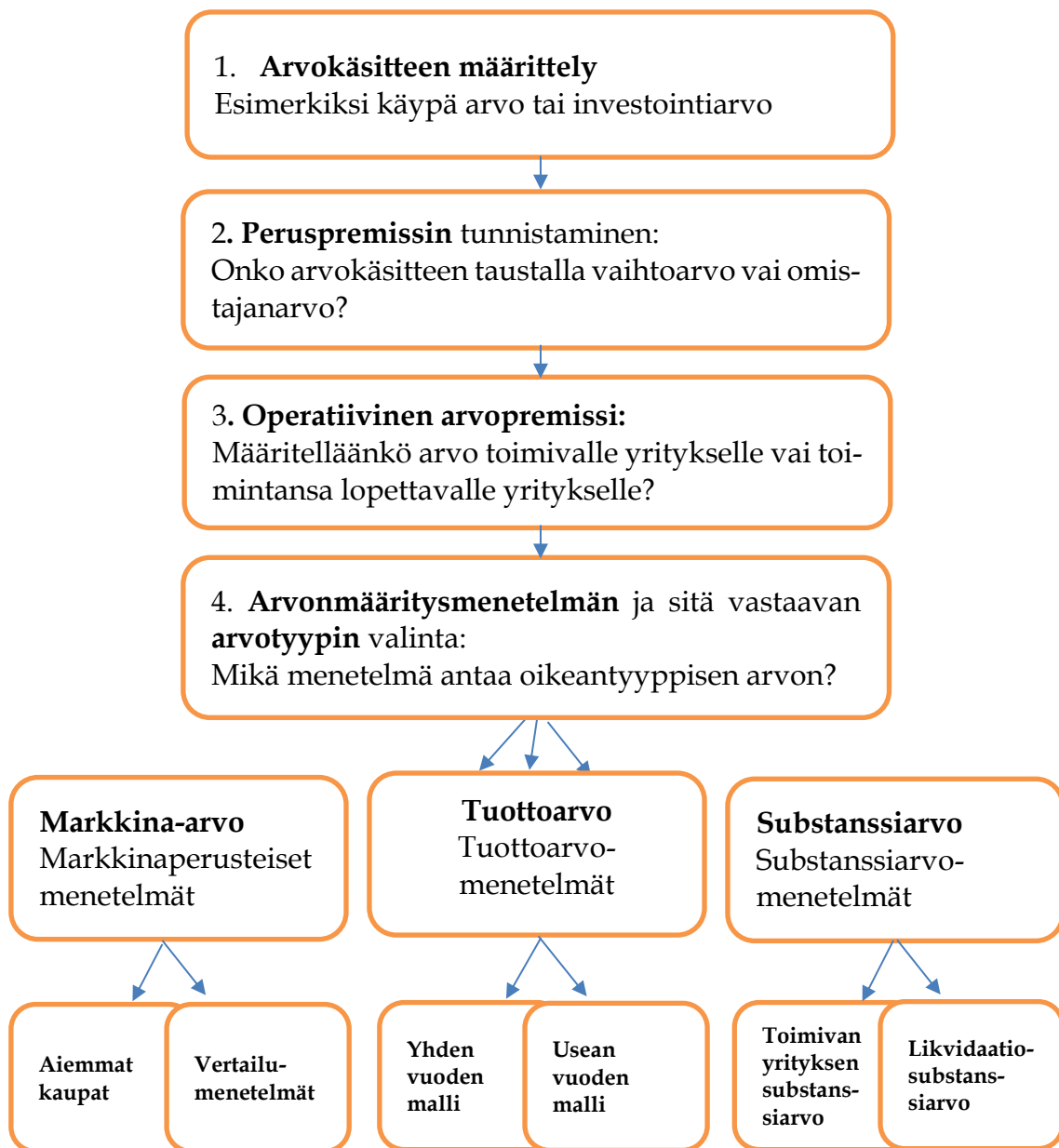
Yrityskaupan muoto riippuu sekä ostajan että myyjän tavoitteista ja intresseistä yrityskaupan suhteen, mutta verotuksellisesta näkökulmasta myyvälle osapuolelle osakekauppa on edullisempi vaihtoehto. Sen sijaan ostaja pyrkii optimoimaan verotusta ostamalla osakekannan sijasta yrityksen liiketoiminnan. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman 2013, 183.)

## 2.2.4 Oikeudellinen arvonmääritys

### 2.2.4.1 Yrityksen arvonmääritys osana oikeusprosessia

Oikeudellinen arvonmääritys poikkeaa esimerkiksi yrityskaupan yhteydessä tehtävästä arvonmäärityksestä, sillä yrityskauppatilanteessa kyse on myyjän ja ostajan neuvotteluasemista toisiinsa nähden – kyseessä on siis lopulta pitkällinen neuvottelutilanne, jossa kumpikin osapuoli tavoittelee suurinta mahdollista omaa etuaan. Oikeudellisen arvonmäärityksen lähtökohta on erilainen, sillä oikeudellisessa kontekstissa yrityksen arvon tulee muodostua mahdollisimman objektiivisista tekijöistä. Tyypillinen oikeudellisessa arvonmäärityksessä käytettävä arvokäsite onkin käypä arvo (Savolaisen 2015 viittaus Osakeyhtiölakiin 624/2006), joka IFRS 13 mukaan viittaa järjestäytyneessä kaupassa markkinaosapuolten välillä vastaanotettuun hintaan omaisuuden myynnistä tai velan siirrostä arvonmäärityspäivänä. Käyvän arvon käsite sisältää siis ne oletukset, joita markkinaosapuolet käyttäisivät hinnoitellessaan omaisuutta (tai velkaa) vallitsevissa markkinaolosuhteissa riskioletukset huomioiden (IFRS 13). Tilanteissa, kuten ositus- tai perintöriidassa tai yhtiöoikeudellisissa riitatilanteissa kuten osakkeiden tai yhtiöosuuksien lunastuksissa, tarvitaan oikeudellista arvonmääritystä. Arvonmäärityksen kohteille on edellä mainituissa tilanteissa harvoin olemassa valmista käypää hintaa, jolloin juridisen tahon, kuten viranomaisen, käräjäoikeuden, pesänjakajan tai muun ratkaisuntekijän on vahvistettava valuaation kohteelle jokin arvo (Savolainen, 2015).

Oikeudellisen arvonmäärityksen kulku noudattaa pääpiirteissään seuraavaa kaavaa (Savolainen 2014):



KUVIO 1 Oikeudellisen arvonmäärittäksen keskeiset vaiheet (Savolainen 2014)

#### 2.2.4.2 Verotus

Yrityksen arvonmäärittäminen saa verotuksellisen kontekstin perintö- ja lahjaverotuksen muodossa. Kuten seuraavissa alaluvuissa tullaan huomaamaan, yrityksen arvonmäärittäminen tarvitaan muussakin kuin myyjän ja ostajan välisessä transaktiolanteessa. Kuten oikeudellisessakin arvonmäärittäksessä, myös verotuksellinen arvonmäärittäminen tähtää käyvän arvon määrittämiseen; verotuksellisen arvonmäärittäksen arvokäsite on siis aina käypä arvo. Käyvällä arvolla viitataan Verohallinnon yritysvarallisuuden arvostamista perintö- ja lahjatilanteessa koskevassa ohjeessa ”luovutettavan osakkeen, osuuden tai liikkeen- ja ammatinharjoittajan elinkeinotoiminnan todennäköiseen luovutushintaan”. Verohallinnon ohje



suosittelee osakkeen käyvän arvon määrittämistä ensisijaisesti yhtiön osakkeista maksettujen kauppahintojen perusteella. Asetelma on siis sama kuin oikeudellissakin arvonmäärityksessä. Kuten usein pienyrityksen tapauksessa, myös verotuksellisessa arvonmäärityksessä yrityksen ja osakkeen hintaa joudutaan arvioimaan muulla perusteella.

Verohallinnon ohjeen mukaan ”varovainen arvio yrityksen käyvästä arvosta” saadaan markkinahinnan puuttuessa substanssiarvon ja tuottoarvon perusteella, josta substanssiarvoa pidetään arvonmäärityksessä käytettävästä menetelmästä riippumatta yrityksen minimiarvona. Ohje toteaa käyvän arvon määrittämisen substanssi- ja tuottoarvomenetelmillä olevan kaavamaisista ilman yrityksen tai sen toimintaympäristön omaispiirteiden huomioon ottamista. Siksi sovellettuja arvonmääritysmenetelmiä voidaan käyttää silloin, kun ”yrityksen käypä arvo voidaan perustaa ohjeen mukaista tietopohjaa laajempaan tosiasia-aineistoon”. (Vero.fi.)

Verotuksellinen arvonmääritys vaatii muutamia huomioita tuottoarvolaskennassa. Satunnaiset erät (kuten käyttöomaisuuden luovutusvoitot ja -tappiot) sekä tilinpäätössiirrot tulee oikaista tuloslaskelmasta. Lisäksi yrittäjän laskennalliset palkkakustannukset voi vähentää käyvän palkan ja maksetun palkan erotuksen mukaisesti tietyin edellytyksin. Tuloverot otetaan huomioon verovuoden oikaistun tuloksen mukaisena laskennallisena kustannuksena. (Vero.fi.)

Yrityksen verotuksellinen käypä arvo saadaan yllä esitetyn tuottoarvon sekä substanssiarvon perusteella seuraavasti:

- ”Jos tuottoarvo on suurempi kuin substanssiarvo, käypä arvo on tuottoarvon ja substanssiarvon keskiarvon määrä
- Jos substanssiarvo on suurempi (tai yhtä suuri) kuin tuottoarvo, käypä arvo on yhtiön substanssiarvon määrä”.

Yleensä yrityksen käypä arvo lasketaan kuitenkin painotetusti jompaankumpaan, joko substanssi- tai tuottoarvoon. Esimerkiksi silloin, kun yrityksen tulos on perustunut olennaisesti yrityksen toiminnasta pois jäävän henkilön työpanokseen – kuten esimerkiksi perintötilanteessa usein on – käypä arvo voidaan tapauskohtaista harkintaa noudattaen määrittää pelkän substanssiarvon perusteella. (Vero.fi.)

Osakkeen käypä arvo lasketaan jakamalla yrityksen käypä arvo osakekannan osakkeiden lukumäärällä. Osakkeen arvonmäärityksessä ei lähtökohtaisesti huomioida mm. lunastuslausekkeitä, paitsi erityisen painavasta ja perustellusta syystä. (Vero.fi.)

### **2.2.4.3 Ositus- tai perintöriita**

Osituksessa eli aviopuolisojen erotilanteen omaisuudenjaossa kysymyksessä voi olla esimerkiksi pieni osakeyhtiö, jonka osakekanta täytyy osittaa eli jakaa puolisojen kesken tasavertaisten omistusosuuksien mukaisesti. Kuten oikeudellisessa kontekstissa yleensäkin, tässäkin tilanteessa lähtökohtana varallisuuden arvolle on sen käypä myyntiarvo. Perinteiset yrityksen arvonmääritysmenetelmät ovat heikosti sovellettavissa ositustilanteeseen, sillä osituksessa omaisuus arvostetaan ositushetken mukaiseen arvoonsa, eikä varallisuuden arvoa voi siten

tulevien tuottojen perusteella (Kangas 2019, 380-381). Markkinaperusteisten arvonmääritysmallien heikko soveltuvuus useimmissa ositustilanteissa yrityksen osakekantaa arvotettaessa aiheuttaa kuitenkin sen, että usein tuottoarvon käyttö on suositeltavinta silloin, kun yrityksen oletetaan jatkavan toimintaansa. (Lohi 2016, 410.) Ositukseen liittyviin erityispiirteisiin lukeutuu se, että puolison ansaintakykyyn perustuvat tulevat tuotot jäävät osituksessa tapahtuvan puolittamisen ulkopuolelle (Lohi 2016, 411).

#### 2.2.4.4 Osuuksien tai osakkeiden lunastaminen

Oikeuskirjallisuudessa osakeyhtiön osaketta on kuvattu eräänlaisena sopimuksena sijoittajan ja yhtiön välillä, jossa sijoittaja tekee yhtiöön oman pääoman ehdoisen sijoituksen ja saa vastineeksi tiettyjä oikeuksia yhtiössä. Osakeyhtiölain (624/2006) 1 luvun 4 § mukaan ”osake voidaan rajoituksitta luovuttaa ja hankkia, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin”. On kuitenkin myös tilanteita, joissa osake vaihtaa omistajaa osapuolten tahdosta riippumatta; se ”lunastetaan”. (Savolainen, 2018). Osakkeen lunastamisessa on kyse tilanteesta, jossa 1. osakkeenomistajalla on oikeus vaatia, että toinen osakkeenomistaja, yhtiö tai muu taho ottaa osakkeen, tai 2. jossa toisella osakkeenomistajalla, yhtiöllä tai muulla taholla on oikeus vaatia, että osakkeenomistaja luovuttaa osakkeen (Pönkä 2015, 92).

Osakkeen lunastamisella nähdään olevan viisi käyttötarkoitusta:

- 1) Yhtiön omistajapiirin kontrollointi,
- 2) Rahoitus ja varojenjakko
- 3) Vähemmistöosakkeenomistajan suojaaminen osakeyhtiön sulautumisessa ja jakautumisessa
- 4) Määräysvallan keskittyminen ja
- 5) Vaikutusvallan väärinkäyttö (Pönkä 2015, 96-102).

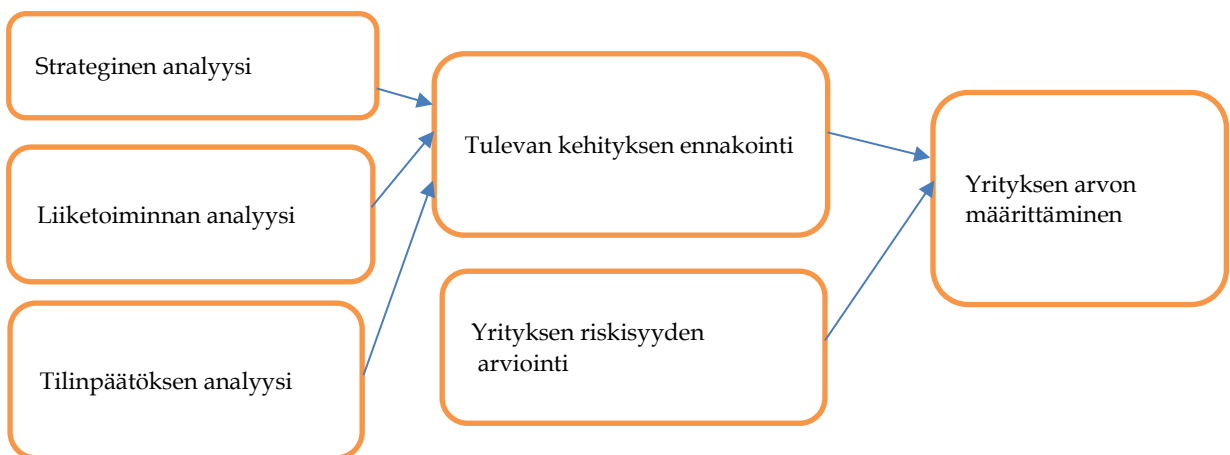
Kaikki edellä mainitut tilanteet vaativat siis arvonmääritysmetodologiaa, sillä taholle, jolta osakkeet lunastetaan, tulee maksaa osakkeiden arvoa vastaava kompensatio. Oikeudellisessa kontekstissa on suositeltavaa laskea osakkeen käypä arvo markkina-arvomenetelmällä. Markkinaperusteinen arvonmääritys on kuitenkin etenkin pienyritysten tapauksessa verrokkiyritysten puuttuessa vaikeaa (Ribal, Blasco & Segura 2010). Siksi oikeudellisessa arvonmäärityksessä sovelletaankin usein vaihtoehtoisia lähestymistapoja – joko tuottoarvoa tai substanssiarvoa (Savolainen, 2015). Näitä vaihtoehtoisia markkinaperusteisesta arvonmäärityksestä poikkeavia menetelmiä kutsutaan oikeudellisessa kontekstissa ”toissijaisiksi arvonmääritysmenetelmiksi”. Toissijaisia arvonmääritystekniikoita käyttäen määritellään yrityksen arvo, jonka jälkeen saatu arvo jaetaan osakekannan osakkeiden kokonaismäärällä. Oikeudellisessa kirjallisuudessa ja välimiesmenettelyssä tuottoarvoa on usein pidetty substanssiarvoa suositeltavampana arvonmääritysmenetelmänä, jos yrityksen odotetaan jatkavan tulevaisuudessa toimintaansa. (Elonen, 2022.)

## 2.3 Yrityksen arvonmääritys

Yrityksen arvonmääritys on prosessi, joka lähtee usein liikkeelle erilaisilla analyyseillä, kuten strategisella analyyseillä, liiketoiminnan analyyseillä ja tilinpäätöksen analyyseillä. Eri analyyseihin pyritään hahmottamaan syy- ja seuraussuhteita liiketoiminnan operatiivisen toiminnan ja tuloksetekokyvyn välillä sekä muodostamaan käsitys yrityksen sisäisistä ja ulkoisista riskeistä ja mahdollisuuksista. Analyyseillä ja muulla arvonmäärityksen kohteena olevan yritykseen kohdistuvalla tarkastelulla pyritään arvioimaan yrityksen arvoon ei-numeerisesti vaikuttavat tekijät. Yrityksen numeerinen arvo perustuu useimmiten arvonmääritysmenetelmästä saatuihin arvoihin. Näitä kvalitatiivisia ja kvantitatiivisia ominaisuuksia ja piirteitä yhdistelemällä syntyy yrityksen lopullinen arvo.

### 2.3.1 Arvonmääritysprosessi

Arvonmäärityksen vaiheet noudattavat Katramon yms. (2013, 72) mukaan seuraavaa kaavaa:



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

Yksityiskohtaisen ja tarkastetun tilinpäätöstiedon julkistaminen yksityisistä kohteista on yrityskauppanäkökulmasta tärkeää, sillä tilinpäätöstietojen julkistaminen ja siten tiedon läpinäkyvyyden lisääminen vähentää yrityskauppaa eniten hillitsevää tekijää, informaatioasymmetriaa (Chen, 2019). Arvonmääritysnäkökulmasta tilinpäätösinformaation käyttö saa usein osakseen kritiikkiä, sillä sen katsotaan perustuvan historialliseen tietoon – arvonmäärityksessä on kuitenkin lopulta kyse yrityksen kyvystä tuottaa tuottoa tulevaisuudessa. Ruben (1999) kuitenkin esittää, että valuaatiossa tärkeä huomioon otettava seikka on käytettävän arvonmääritysmallin luotettavuus ja tarkkuus, jotka puolestaan ovat riippuvaisia arvonmääritysmallissa käytetään informaation luotettavuudesta ja tarkkuudesta. Tämä informaatio viittaa nimenomaan tilinpäätösinformaatioon. Rubenin tutkimus alleviivaakin tilinpäätöstiedon olennaisuutta arvonmäärityskontekstissa sen historiallisesta sidoksisuudesta riippumatta. Olennaista on

kuitenkin huomata, että tilinpäätöstieto on relevanttia vain siltä osin, kuin miten sitä voidaan käyttää tulevaisuuden ennustamiseen.

Tilinpäätösanalyysi on tilinpäätösinformaatiota hyödyntävä sidosryhmille luotu työkalu, joka helpottaa sidosryhmiä tunnistamaan yrityksen kyvyn luoda arvoa omistajilleen (Plenborg & Kinserdal 2021, 85). Tilinpäätösanalyysin tarkoituksena on lisäksi yhtenäistää yritysten tilinpäätökset keskenään vertailukelpoiseen muotoon (Koller yms. 2010, 133-134). Tilinpäätösinformaatiolla on suuri merkitys käytännön arvonmäärityksessä, sillä lähes kaikki arvonmääritysmalleissa käytettävä informaatio on peräisin tilinpäätöksestä. Tilinpäätösinformaatio sellaisenaan on kuitenkin harvoin käyttökelpoista sovellettavaksi arvonmääritysmallien laskukaavoihin. Esimerkiksi operatiivisten ja ei-operatiivisten erien identifiointi on olennainen osa erimerkiksi yrityksen arvonmäärityksen kohteen, hinnoittelukertoimien arvoajureiden sekä DFC-mallin vapaiden kassavirtojen määrittämisessä (Seppänen 2017, 430). Tämän jaottelun tarkoituksena on saada parempi ymmärrys eri arvonluonnin lähteistä eri sidosryhmien intressien mukaisesti. Yrityksen operatiivisen toiminnan erottaminen esimerkiksi rahoitustoiminnasta on olennaista pääasiallisesti siksi, että yrityksen operatiivinen toiminta on lopulta merkittävin tekijä arvonluonnin taustalla. (Plenborg yms. 2021, 139.)

Yrityksen strateginen analyysi luo katsauksen yrityksen arvoajureihin ja sen asemoitumiseen toimialalla. Arvoajurit ovat tekijöitä, joiden perusteella yritys erottuu kilpailijoistaan ja luo arvoa omistajilleen. Yrityksen asemoitumiseen toimialalla vaikuttaa esimerkiksi kilpailutilanne. Strateginen analyysi on olennainen osa arvonmääritystä, sillä strategian onnistuminen vaikuttaa olennaisesti siihen, miten yritys selviää liiketoiminnassa pitkällä aikavälillä. Lisäksi se mahdollistaa tulevaisuuden ennusteiden tekemisen sekä auttaa ymmärtämään kriittisiä tekijöitä liiketoiminnan kehityksen taustalla. (Katramo yms. 2013, 77-80.) Plenborg yms. (2021, 270-275) jakaa strategisen analyysin viiteen eri vaiheeseen:

- 1) Yrityksen toimintaympäristön luonne
- 2) Yrityksen kassavirtapotentiaaliin ja riskeihin vaikuttavat makrotaloudelliset tekijät
- 3) Teollisuusalan kannattavuuteen vaikuttavat tekijät
- 4) Arvoketjuanalyysi
- 5) VRIO-analyysi
- 6) SWOT-analyysi.

Strateginen analyysi voidaan jakaa kahteen osaan sen perusteella, tarkasteleeko analyysi yrityksen sisäisiä tekijöitä vai ulkoisia tekijöitä. Sisäinen analyysi tarkastelee yrityksen tuotteita, niiden hinnoittelua, tuotantoprosessia, osaamista ja henkilöstöä. Ulkoinen analyysi keskittyy kilpailijoihin, toimialaan, yleiseen taloudelliseen sekä teknologiseen kehitykseen ja muihin yrityksen ulkopuolisiin vaikutuksiin. Toimialan analyysi jakautuu edelleen esimerkiksi toimialan kehityksen, rakenteen, trendien, dynamiikan sekä alalle tulon esteiden analysointiin; toimiala voi olla esimerkiksi taantuva tai kasvava, hajanainen tai

keskittynyt, voimakkaan kilpailtu tai toimiala voi olla vaikeasti uusien tulokkaiden tavoitettavissa. (Katramo yms. 2013, 80-83).

Strategisen analyysin tavoitteena on siis kartoittaa yrityksen ja sen toimintaympäristön riskejä ja mahdollisuuksia. Olemassa olevan tutkimuksen perusteella yritysکوhtainen riski on yksiselitteisen olennainen tekijä yksityisesti omistettujen yritysten arvonmäärityksessä (Fama & French 1988; Hitchner 2017, 103&108). Yrityskohtaisten riskitekijöiden tunnistus on lopulta yritysکوhtaisen riskilisänkin määrittämisen taustalla (Cooper yms. 2021), joka vaikuttaa olennaisesti ennusteisiin tulevaisuuden tuottovirtojen diskonttauksessa käytettävän korkokannan kautta (ks. lisää tuottovaatimuksen määrittämisestä luvusta 3.3.2.5).

Yritystransaktiossa yritysکوhtaiseen riskiin olennaisesti vaikuttavia tekijöitä ovat liikevaihto, yrityksen ikä, entisen omistajan kanssa transaktion jälkeen jatkuva työsopimus, kilpailukieltosopimuksen vaikutusalue, yrityksen myyntiajankohta, hintojen alennukset, yrityksen toimiminen samanaikaisesti usealla toimialalla, franchising-yrittäjyys sekä toimiminen säännellyllä toimialalla (Cooper yms. 2021).

Lopulta tilinpäätösanalyysin ja muiden yrityksestä tehtävien analyysien taustalla on pyrkimys parantaa ennusteiden luotettavuutta ja ennakoita liiketoiminnan tulevia suuria linjoja, joilla voidaan nähdä olevan vaikutus sille määritellyn arvoon. (Katramo yms. 2013, 77).

### 2.3.2 Arvonmääritysmenetelmät

Arvonmäärityskirjallisuus jakaa arvonmääritysmenetelmät lähestymistapojen perusteella kolmeen yleisesti tunnistettuun luokkaan:

- 1) markkina-arvomenetelmiin
- 2) tuottoarvomenetelmiin
- 3) ja kustannusarvomenetelmiin (mm. Damodaran 2005; Pratt & Niculita 2008).

Teoriassa lähestymistavat ja niiden soveltamisessa käytettävät arvonmääritysmenetelmät tuottavat saman arvon indikaation sillä oletuksella, että malleja käytetään niiden vaatimalla tavalla. Käytännössä niin kuitenkin harvemmin tapahtuu. (Seppänen, 2017, 91.) Siksi arvonmääritysmenetelmän valintaan kannattaa valuaatiota tehdessä kiinnittää huomiota.

Kullakin arvonmääritysmenetelmällä on ainutlaatuinen painopiste arvon ja sen arvoajureiden suhteen. Tuloslähtöinen lähestymistapa tarkastelee tulevia tuottoja niihin kohdistuva riski huomioiden, markkina-analyysi perustuu vaihtoehtoisten sijoitusten hintoihin ja omaisuuslähtöinen lähestymistapa perustuu yrityksen taustalla olevan omaisuuden hypoteettiseen myyntiarvoon. Kunkin menetelmän vahvuudet ja heikkoudet, arvonmäärityksen tarkoitus ja luonne sekä yrityksen ja sen toimialan olosuhteet määräävät, mitkä lähestymistavat voivat olla käyttökelpoisia ja kuinka luotettavia tulosten voidaan olettaa olevan kunkin lähestymistavan osalta. (Evans & Mellen 2010, 111.)

### 2.3.2.1 Markkina-arvomenetelmät

Markkinaperusteisia arvon indikaatioita pidetään lähtökohtaisesti tuotto- ja kustannusperusteisia hinta-arvioita luotettavampina, sillä nimensä mukaisesti se perustuu taloustieteelliseen periaatteeseen markkinoiden tasapainohinnasta kysynnän ja tarjonnan lain mukaan. Markkinat muodostavat siten luotettavan, tarakan sekä objektiivisen yrityksen arvon indikaation. (Seppänen 2017, 129.) Markkinaperusteinen arvonmääritys määrittelee yrityksen arvon suhteessa vertailukelpoisiin yrityksiin ja toimialaan; siksi sitä kutsutaankin vaihtoehtoisesti myös suhteelliseksi arvonmääritykseksi. Menetelmä perustuu oletukseen, että vastavilla yrityksillä, kuin arvonmäärityksen kohteella, on samanlaisia ominaisuuksia ja ovat siten mm. taloudellisilta ominaisuuksiltaan verrattavissa keskenään. Katramo yms. (2013, 104-105) jakaa suhteellisessa arvonmäärityksessä käytettävät arvostuskertoimet kolmeen eri kategoriaan niiden luonteen perusteella:

1. Julkisesti noteerattujen vertailuyhtiöiden kertoimien perusteella,
2. Toteutuneiden yrityskauppakertoimien perusteella sekä
3. Tuottovaatimuksesta ja/tai kasvusta johdettujen kertoimien perusteella.

Yksinkertaisuudessaan arvostuskertoimia käytetään seuraavan kaavan osoittamalla tavalla (Katramo yms. 2013, 105):

Kohdeyrityksen arvo = käytettävä kerroin x kohdeyrityksen tilinpäätösperuste.

Yrityskaupoissa usein käytettäviä kertomia ovat Seppäsen (2017, 162) mukaan seuraavat:

EV\*/liikevaihto  
EV/EBIT (myös NOPAT)  
EV/EBITDA  
EV/aineellisten varojen tasearvo  
EV/harkinnanvarainen kassavirta\*\*

\*=Yrityskaupoissa hinnoittelukertoimen arvo on transaktion arvo, joka muodostuu osakepääoman arvosta lisättynä korollisilla veloilla ja vähennettynä rahoitusvaroilla. Lisäksi siihen voivat kuulua optiot ja vaihtovelkakirjat.

\*\*=EBIT + Ei-rahamääräiset kulut (kuten poistot) + Omistaja-yrittäjän palkka +/- Kertaluonteiset erät +/- Ei-operatiiviset erät +/- Muiden omistajien palkat markkinatasoon arvostettuna.

Markkina-arvon käsite ei kuitenkaan mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksessä ole täysin ongelmaton lähtökohta arvon muodostumiselle. Tämä johtuu siitä, että markkina-arvomenetelmät perustuvat arvonmäärityksen kohteen kanssa samankaltaisten yritysten transaktiokertoimiin, jotka tyypillisesti ovat pörssiyritystransaktioita (Cooper yms. 2021). Olennaista verrokkiyritysten transaktiokertoimiin perustuvassa arvonmäärityksessä on löytää

vertailukelpoinen yritys, jonka taloudelliset mittarit, kuten kassavirrat, kasvupotentiaali ja riskit ovat samankaltaisia kuin arvioitavana olevan yrityksen (Occhino yms. 2019).

### 2.3.2.2 Tuottoarvomenetelmät

Tuottoarvomalleista osinkomalli ei kuulu käytetyimpiin, mutta sen voidaan katsoa luovan pohjan muille tuottoarvomalleille ja olevan siten olennainen osa nettonykyarvomalleja (Plenborg yms. 2021, 338). Myös Barker (1999) toteaa osinkotuoton ja P/E-arvon olevan vain arvon lähtökohta, jonka pohjalta lopullinen analyysi ja sijoituspäätös muodostetaan.

Osakkeen hinta voidaan osinkomallilla (DDM, Dividend Discount Model) määrittää tulevien osinkojen määrän, ajankohdan ja toteutumisen todennäköisyyden funktiona (Barker 1999). Osinkomallista on olemassa useita variaatioita tulevaisuuden arvioitujen osinkovirtojen käyttäytymisen suhteen. Tässä tutkimuksessa esitellään malli, joka on lähimpänä käytännön arvonmäärittäystä ja mm. Barkerin tutkimuksen perusteella analyytikoiden ja rahastonhoitajien keskuudessa suosituimpia variaatioita osinkomallista. Kyseessä on kaksiosainen, yleisesti kaikkiin tuottoarvomenetelmiin sovellettavissa oleva malli, joka yhdistää määritellyn ajanjakson tuottoennusteen sekä niin kutsutun jäännösarvon, joka on kaikkien tuottovirtojen nykyarvo ennustejakson jälkeen. Mm. Mercer & Harms (2020) esittävät kaksiosaisen tuottoarvomallin seuraavasti:

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{E_i}{(1+r)^i} + \frac{E_i(1+g)/(r-g)}{(1+r)^n}$$

Jossa:

PV = tuottoarvo

$E_i$  = tulevaisuudessa saatavat tuotot (rahavirrat) tietyltä ajanjaksolta  $i$

$n$  = viimeinen ajanjakso, jolta tuottoja odotetaan

$r$  = diskonttaus korko eli pääoman tuottovaatimus

$i$  = ajanjakso, jolta tulevaisuuden tuottoja odotetaan saatavaksi

$g$  = tuoton kasvuprosentti.

Kaksiosaisen tuottoarvomenetelmän jälkimmäinen osa eli jäännösarvo tunnetaan yleisesti nimellä "Gordonin malli" (Plenborg yms. 2021, 338), jonka Gordon ja Shapiro esittelivät tutkimuksessaan 1965. Gordonin malli kuvastaa kaksiosaisessa tuottoarvomenetelmässä siis ennusteperiodin jälkeistä aikaa, jolloin oletetaan, että tulevaisuuden vakiotuoton määrä kasvaa vakionopeudella joka vuosi.

Tunnetuimpia osinkomallista johdettuja tuottoarvomalleja ovat kassavirtamalli ja lisäarvomalli. Mallit saavat empiriirisen näytön perusteella tunnustusta siitä, että ne vähentävät arvonmäärittämisprosessissa arvionvaraisuuden vinoumia. (Chen, Yee & Yoo 2007.) Myös Katramo yms. (2013, 130) perustelee kassavirtalaskelmien käyttöä sillä, ettei tilinpäätöksen mahdollisilla arvionvaraisuuksilla ole vaikutusta kassavirtoihin, sillä kassavirtalaskelma seuraa nimensä mukaisesti tilikauden aikaisia kassaan- ja kassastamaksuja. Näin ollen kassavirtoja

eivät vääristä tulojen ja menojen jaksotukset eri tilikausille, erilaiset tilinpäätös-käytännöt, yritysjohton tulosjärjestelyt tai muut tilikauden tulosta vinouttavat tilinpäätöksen joustokohdat.

Nettokassavirta on käyttö-, sijoitus- ja rahoitustoimintojen kassavirtojen summa ja selittää kassan ja muiden likvidien varojen muutoksen raportointijaks-son – usein tilikauden – alusta loppuun. Tilinpäätöstietoja analysoivalle kassa-virtalaskelma tarjoaa perustan arvioida yrityksen kykyä generoida likvidejä va-roja eli kassaan maksuja ja mihin ko. likvidit varat sitten käytetään. Vapaa ope-ratiivinen kassavirta kertoo, riittävätkö liiketoiminnan generoimat kassavirrat kattamaan yritystoiminnassa tehtävät investoinnit ja yritystoiminnan rahoituk-sen vaatimat korko- ja lainanlyhennysmaksut. (Plenborg yms. 2021, 85.) Kirjalli-suudessa esitetyt kassavirtalaskelmat poikkeavat laskentatavassa toisistaan, mutta niin sanotun vapaan kassavirran malli (free cash flow, FCF) on yleisimmin arvonmäärityksessä käytetty tulevaisuuden tuotto.

Damodaranin (2006) paljon tieteellisessä kontekstissa käytetty määritelmä vapaasta kassavirrasta esitellään Ribalin yms. (2010) tutkimuksessa seuraavasti:

$$CF = EBIT(1 - t) + DA - CAPEX - \Delta WC$$

Jossa:

CF = kassavirta

EBIT = liikevoitto

t = verokanta

DA = poistot

CAPEX = pääomamenot

$\Delta WC$  = käyttöpääoman muutos.

Vapaan kassavirran määrittelyn jälkeen yrityksen arvo voidaan laskea mm. Mer-cerin & Harmsin (2020) esittelemän kaksiosaisen tuottoarvomallin mukaisesti kuten osinkomallissakin.

Kolmas tuottoarvomenetelmistä on muihin arvonmääritysmalleihin verra-ten uudehko innovaatio, niin sanottu lisäarvomalli. Myös lisäarvomalli perustuu ensimmäisenä tutkielmassa esiteltyyn osinkotuottomalliin, sillä myös lisäarvo-malli perustuu diskontattuun yrityksen nykyarvoon. Lisäarvomallin mukaan oman pääoman arvo muodostuu oman pääoman kirjanpidollisesta arvosta ja tu-levien lisävoittojen nykyarvosta, eli se on toisin sanoen tasesubstanssin ja lisä-voittojen nykyarvon summa. (Katramo yms. 2013, 135.)

Francis & Olsson (2000) määrittelevät alun perin Preinreichin (1938) ja Ed-wardsin ja Bellin (1961) esittelemän lisäarvomallin ja lisäarvon laskennan seuraa-van kaavan mukaisesti:

$$V_F^{AE} = B_F + \sum_{t=1}^T \frac{AE_t}{(1 + r_E)^t}$$

$$AE_t = X_t - r_E B_{t-1}$$



$$B_t = B_{t-1} + X_t - DIV_t$$

Jossa:

$V_t^{AE}$  = oman pääoman markkina-arvo ajanhetkellä  $t$

$AE_t$  = epänormaalit tulot vuonna  $t$

$B_t$  = oman pääoman kirjanpitoarvo vuoden  $t$  lopussa

$X_t$  = tulos vuonna  $t$

$DIV_t$  = ennustettu osinko vuodelle  $t$

$r_E$  = oman pääoman kustannus

$T$  = yrityksen odotettu käyttöikä (usein  $T \rightarrow \infty$ ).

Lisäarvomalli laskee siis oman pääoman arvon oman pääoman kirjanpitoarvon sekä pääomavaatimuksen ylittävien tuottojen summana.

Kaksiosainen tuottoarvomenetelmä saattaa vaikuttaa liian pelkistetyltä ratkaisulta kertoakseen todenmukaisen arvion yrityksen arvosta. Tosiasia kuitenkin on se, että etenkin listaamattomien yritysten yleisesti tunnistettu ja tulevaisuuden ennustamiseen olennaisesti vaikuttava ongelma on pitkän aikavälin strategian puuttuminen; näin ollen tulevaa kasvua ja investointipäätöksiä on vaikea ennustaa. Siitä syystä analyytikot usein perustavatkin analyysinsä usein historialliseen ja toimialakohtaiseen dataan, kuten tuottoarvomalleissa yleensä. (Ribal yms. 2010.) Tuottoarvon osakseen saama kritiikki perustuukin yleensä sen subjektiivisuuteen ja herkkyyteen, sillä sen laskemisessa käytetyillä muuttujilla ja taustaoletuksilla on suuri vaikutus lopulliseen arvon suuruuteen. Siksi sitä usein kutsutaankin *laskennalliseksi* arvoksi. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, 126).

### 2.3.2.3 Kustannusarvomenetelmät

Kustannusarvomenetelmät perustuvat usein oletukseen siitä, että arvonmäärityksen kohteena on yrityksen likvidoitavat varat – näkökulma ei siis katso tulevaisuuteen, kuten arvonmäärityksessä yrityksen tuottoarvoon perustuvissa menetelmissä on lähtökohtana. Kustannusarvomenetelmällä laskettavaa yrityksen arvoa kutsutaan usein substanssi- tai tasearvoksi, joka viittaa liiketoiminnan omaisuuden arvoon vähennettynä veloilla (Evans yms. 2010, 109). Substanssiarvo antaa yritystoiminnasta sellaisenaan äärimmäisen yksinkertaistetun kuvan, ja sitä usein pidetäänkin tuottoarvon kanssa rinnakkain käytettävänä vertailumenetelmänä sen sijaan, että yrityksen arvo perustettaisiin pelkkään substanssiarvoon (Rantanen 2016, 86). Substanssiarvoa voidaan pitää relevanttina arvonmääritysmenetelmänä siinä tapauksessa, jos arvonmäärityksen kohteena on liiketoimintaansa lopettava yritys, jonka tuottoarvon voidaan katsoa lähestyvän nolaa, mutta tuotannon tekijät, kuten koneet ja kalusto, ovat vielä realisoitavissa.

Koska useimpien yritysten tilinpäätösinformaatio perustuu historialliseen kustannuslaskentaan, yrityksen nettovarallisuus on yleensä aliarvioitu ja siten epärelevantti ja paljon kritisoitu lähtökohta yrityksen arvolle (Watts, 2003).

Lisäksi Rantanen (2016, 86) huomauttaa yrityksen tasearvojen harvoin vastaavan niiden käypää arvoa.

#### **2.3.2.4 Muut arvonmäärittämenetelmät**

Muita yrityksen arvonmäärittämenetelmiä ovat niin sanotut peukalosäännöt. Peukalosäännöt perustuvat usein yksinkertaisiin kertolaskukaavoihin ja yleisiin, usein toimialakohtaisiin ohjeisiin, joissa esimerkiksi liikevaihto, käyttökate, P/E-luku tai muu ennalta määritelty tulostittari tai muu tilinpäätöksen avainluku kerrotaan esimerkiksi viidellä (Seppänen 2017, 74). Peukalosäännöt ovat yrityksen äärimmäisen yksinkertaistettuja arvonmäärittämenetelmiä, joiden heikkoutena voidaan pitää muun muassa niiden yksioikoista tapaa arvottaa yritys pitkälti toimialakohtaisten seikkojen perusteella, jolloin kaikkien saman toimialan yritysten oletetaan operoivan lähtökohtaisesti samalla tavalla. Tällöin peukalosäännöt jättävät paljon yrityskohtaisia kyvykkyyksiä huomioimatta.

#### **2.3.2.5 Tuottovaatimuksen määrittely**

Pääoman tuottovaatimus on olennainen osa tuottoarvoon perustuvaa arvonmäärittäystä. Tuottoarvomenetelmien luotettavuus ja käytettävyys on pitkälti riippuvaista laadittujen ennusteiden laadusta eli odotettujen tuottojen toteutumisen todennäköisyydestä. Yrityksen tuottoarvo perustuu sen kykyyn tuottaa tulevaisuudessa osinkoja, kassavirtoja, lisäarvoa tai muuta taloudellista omistajan tuottoa tai hyötyä. Vasta tulevaisuudessa toteutuviin tuottoihin ja hyötyihin liittyy kuitenkin aina riski. Tätä riskiä sijoittaja kompensoi määrittelemällä sijoitukselleen sen riskisyyttä vastaavan tuottovaatimuksen. Yritykselle tuottovaatimus näyttäytyy pääoman kustannuksena tai vaatimuksena, joka liittyy sen hankkimaan rahoitukseen – joko oman pääoman ehtoiseen tai vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen.

Pääoman tuottovaatimus kasvaa sitä mukaa, mitä suuremmat odotukset sijoittajalla on tekemänsä sijoituksen suhteen. Suuren riskin yrityksessä – riskiin vaikuttavat toisaalta myös yrityksen ulkoiset seikat, kuten toimiala – sijoittaja vaatii sijoitukselleen suuren tuoton, sillä sijoittajalla on suuri riski pääomansa menetykseen. Vastaavasti matalan riskin yrityksessä sijoittajan pääoma on paremmassa turvassa, mutta odotettu tuotto on siten myös pienempi. Näin ollen sijoittaja vaatii pääomalleen pienemmän riskikompensaation – eli tuottovaatimuksen, sillä tulevaisuudessa odotetun tuoton voidaan katsoa olevan todennäköinen. Oman pääoman sijoittajat vaativat tuotolleen pääsääntöisesti vieraan pääoman sijoittajaa korkeamman korvauksen, sillä vieraan pääoman sijoittajalla on konkurssitilanteessa vahvempi oikeudellinen asema oman pääoman ehtoiseen sijoittajaan nähden. Tällöin vieraan pääoman ehtoisella sijoittajalla on suurempi suoja sijoitustensa palauttamiseksi.

Pääoman tuottovaatimus on siis oman pääoman ehtoisen tai vieraan pääoman ehtoisen sijoittajan vaihtoehtoiskustannus, jolla hän olisi valmis sijoittamaan varansa johonkin toiseen, saman riskiseen sijoituskohteeseen – kuten

yritykseen (Kallunki & Niemelä 2004, 133). Sijoittajan vaatiman tuoton ja tuoton riskin välisen suhteen määrittelyyn Sharpe (1964), Lintner ja Moss kehittivät CAP-mallin (Capital Asset Pricing Model). CAP-malli perustuu riskittömän koron ja erikseen määritellyn riskipreemion yhdistelyyn. Riskitön korko edustaa tuottoa, joka on sijoittajan saatavilla täysin riskittömästi, kuten valtion velkakirjaa. (Plenborg yms. 2021, 303.) Sijoittaja voi valtion velkakirjaan sijoittaessaan olla varma sijoituksensa palautuksesta. Sen sijaan riskipreemio on se sijoittajan pääomalleen vaatima palautus, jonka toteutuminen on epävarmempaa. Riskipreemio kuvastaa siis sitä lisätuoton määrää, jonka sijoittaja vaatii pääomansa epävarman palautuksen korvaukseksi. Sharpen CAP-malli voidaan esittää seuraavasti:

$$R = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Jossa:

R = Tuottovaatimus sijoitukselle

R<sub>f</sub> = Riskitön korko

β = Sijoituksen beta-kerroin eli systemaattisen riskin riskikerroin

R<sub>m</sub> = Markkinoiden tuottovaatimus

(R<sub>m</sub> - R<sub>f</sub>) = Markkinapreemio, joka kuvaa lisätuottoa, jonka sijoittajat vaativat markkinoiden yleisen tuottovaatimuksen ylittävältä osalta.

Beta-kerroin kuvastaa sijoituksen systemaattista riskiä. Sijoitus on sitä riskisempi, mitä suurempi on sen beta-kerroin. Riskittömän sijoituksen beta on nolla, kohtalaisen vakaan riskin sijoituksen beta on alle yksi ja riskisemmän, herkästi markkinasuhdanteisiin reagoivan sijoituksen beta on yli yhden. Markkina-portfolioon mukainen riski on tasan yksi. (Plenborg yms. 2021, 306.) Näin ollen pääoman tuottovaatimus saadaan siis riskittömän koron ja beta-kertoimella riskivitetun, sijoittajan vaatiman markkinariskin ylittävän tuoton summana. Beta-kerroin määrittelee siis sijoituksen riskin suhteessa yleiseen pörssimarkkinaindeksiin, eli sen, miten herkästi sijoituksen tuotto muuttuu markkinoiden tuottojen muuttuessa. Beta-kertoimen avulla sijoittajat arvioivat sijoituskohteen riskiprofiilia ja sen reagoitiherkkyyttä markkinariskiin.

Mikro- ja pienyrityskontekstissa yritykset ovat lähes poikkeuksetta yksityisiä, jolloin niiden osakkeille ei ole pörssiyhtiöosakkeiden tavoin käypää markkinahintaa. Tästä syystä mikro- ja pienyrityksille tulee laskea niin sanottu toimiala-beta, joka perustuu samalla toimialalla operoivien verrokkirytysten beta-arvojen keskilukuun (Conine & Tamarkin, 1985). Toimialabetan laskenta perustuu usein Damodaranin (2020) laatimiin, keskimääräisiin beta-kertoimiin, joita Damodaran on laatinut kaikkiaan 94 eri toimialalle.

Damodaranin toimialakohtainen beta-kerroin ei sellaisenaan sovellu käytettäväksi CAP-mallissa, vaan beta tulee sovittaa kohdeyrityksen pääomaraken- teeseen. Hamada (1972) esittää toimialabetan laskentakaavan seuraavasti:

$$\beta_{UL} = \beta_L / [1 + (1 - \text{Vero}(\%)) \times D/E]$$

Josta edelleen toimialabetan vivuttaminen kohdeyrityksen pääomarakenteella:

$$\beta_{RL} = \beta_{UL} \times [1 + (1 - \text{Vero}(\%)) \times D/E]$$

Jossa:

$\beta_{UL}$  = Beta ilman pääomarakennevaikutusta

$\beta_L$  = Oikaisematon beta eli vivutettu beta perustuen yrityksen osakkeen tuotoista estimoituun betaan

$\beta_{RL}$  = Kohdeyrityksen uudelleenvivutettu beta

Vero(%) = Yrityksen efektiivinen verokanta

D/E = Korollisten velkojen (D) ja oman pääoman (E) markkina-arvoilla laskettu suhde. (mukaillen Plenborg yms. 2021, 310-311.)

## 2.4 Mikro- ja pienyritykset arvonmäärityksen erityispiirteet

Arvonmäärityskirjallisuuden, aikaisemman tutkimuksen ja teorian keskittyessä suurelta osin julkisesti noteeratun suuryhtiön näkökulmaan, arvonmääritys saavuttaa tiettyjä erityispiirteitä silloin, kun arvonmäärityksen kohteena on mikro- tai pienyritys. Arvonmäärityskirjallisuuden esittelemät arvonmääritysmallit ja muut arvonmäärityksen piirteet eivät sellaisenaan sovellu mikro- ja pienyrityskontekstiin, vaan menetelmissä ja arvonmäärityksen muissa oletuksissa tulee huomioida mikro- ja pienyrityksen koon vaikutukset esimerkiksi arvonmääritysmenetelmää valitessa ja sitä käytettäessä.

Luvussa 3.2.1 käsiteltiin tilinpäätösanalyysin merkitystä osana yrityksen arvonmääritystä. Kuten todettu, tilinpäätösinformaatio ei sellaisenaan useinkaan sovellu arvonmääritysmallien käyttöön, vaan tilinpäätöseriä tulee esimerkiksi vapaiden kassavirtojen laskentaa varten jaotella operatiivisiin sekä rahoituksellisiin eriin. Usein on lisäksi tarpeen tehdä niin sanottuja oikaisuja sekä taseen että tuloslaskelman puolella, jotta tilinpäätösinformaatio saadaan vastaamaan yrityksen taloudellista suorituskykyä, taloudellista asemaa sekä kassavirtoja. Näiden oikaisujen tarkoituksena on muokata tilinpäätöksessä esitetty tieto mahdollisimman lähelle käypää markkina-arvoa. Mitä pienempi yritys, sitä suurempi merkitys on tilinpäätökseen tehtävillä oikaisuilta. (Evans yms. 2010, 115-116.)

Yksityisillä yrityksillä on vähemmän kehittyneitä kirjanpitojärjestelmiä ja sisäisiä valvontajärjestelmiä, koska pääomantarjoajilla on vähemmän vaatimuksia yksityisen yrityksen tilinpäätösinformaation esitystavoista kuin suuryritysten tapauksissa (De Franco, Gavioli, Jin & Richardson, 2011). Lisäksi pienen sektorin yritysten taloudellisen informaation esitys tilinpäätöksessä on vähemmän säänneltyä kuin suuryrityksillä, sillä suuryritysten tilinpäätöksen esitystapojen kriteeristö edellyttää tiedon yksityiskohtaisempaa esitystä (KPL 1753/2015). Yleisimmin tehtäviin oikaisuihin liittyy olennaisimpien joukossa omistajan henkilökohtaisten kulujen poistamiseen (Allee yms. 2020). Listaamattomat yritykset usein yhdistelevätkin henkilökohtaisia sekä liiketoimintaan kuuluvia kuluja keskenään verotuksen minimoimiseksi. Lisäksi perheenjäsenille maksettava palkka

usein ylittää markkina-arvon, jolloin arvonmäärityksen tekijän tulee oikaista tilinpäätöksestä yrityksen lähipiirille yli markkinahintaan maksaman kompensaa-tion määrä. Toisaalta vaikka pienyritysten tilinpäätösinformaation voidaan edellä esitetyn katsauksen perusteella sanoa olevan vähemmän luotettavaa suur-yrityksen vastaavaan informaation verrattuna, Elnathan, Gavius & Hauser (2010) huomauttavat tutkimuksessaan, että suuryritysten tuloksia manipuloi-daan tuloksenmuokkauskeinoin pienyrityksiä enemmän. Siten oletama siitä, että tilinpäätöksessä esitettävä tieto antaa oikean ja riittävän kuvan yrityksen toi-minnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta, saattaa lopulta pienyritysten koh-dalla ainakin joltain osin pitää paremmin paikkansa.

Yrityksen puhtaaseen tuloksetekokykyyn perustuva arvonmääritys onkin listaamattoman yrityksen tapauksessa ongelmallista. Listaamattomalle yritykselle on tyypillistä esittää tulos nettotuloksena ennen veroja tai niiden jälkeen. Vähennettävien korkokulujen jälkeen kyseessä on tällöin oman pääoman palautus, joka heijastaa omistajan näkemyksiä omavaraisuusasteen tasosta. Ostajat sitä vastoin haluavat tarkan kuvan yrityksen todellisesta operatiivisesta suoritusky-vystä ennen rahoituspäätöksellistä vaikutusta. Tällöin ostajan intressinä ovat si-joitetun pääoman palautukset oman pääoman palautusten sijaan, jotta ostaja saa yrityksen suorituskyvystä kokonaisvaltaisemman kuvan. (Evans yms. 2010, 12-114).

Oman pääoman tuottovaatimuksen (CAP) laskentaan liittyy enemmän ar-vionvaraisuutta ja siten epävarmuutta, kun arvonmäärityksen kohteena on yksi-tyinen yhtiö. Siksi oikean tuottovaatimustason määrittämisellä on yksityisen yhtiön tapauksessa arvonmäärityksen kannalta suuri merkitys. Pääomakustannus-korko on tietyn omaisuuserän kokonaisriskipreemio, ja juuri tämän korkokan-nan arvioiminen on yksi vaikeimmista osista yksityisen osakeyhtiön arvonmää-rityksessä. Korkokannan on näissä tapauksissa arvioitu vaihtelevan 43,7 - 44,6 % välillä, josta yritysکوhtainen riski yhdessä toimialan riskipreemion kanssa on noin 24,9 % ja yritysکوhtainen riski ilman toimialan riskipreemiota on noin 24,3 %. Toimialan riskipreemio edustaa hyvin pientä osaa pääomakustannusko-rosta - alle kahta prosenttia - ja on tilastollisesti merkityksetön kokonaispääoma-kustannukseen verrattuna yksityisten yritysten transaktioissa. (Cooper yms. 2021.) Saman teollisuusalan sateenvarjon alle mahtuu suuri skaala erilaisia yhti-öitä, jolloin toimialariskipreemion määrittäminen on haastavaa ja hyvinkin arvionva-raista ja tarkkuudeltaan siten puutteellista. Tällöin toimialariskipreemion määri-tyksen tarkoituksenmukaisuus pienenee.

Pienen yrityssektorin arvonmäärityksen erityispiirteet eivät rajoitu pelk-kään historianäkökulmaan, vaan myös tulevaisuus näyttäytyy pienyrityksen nä-kökulmasta erilaiselta. Pienyrityksen arvonmääritys joudutaan perustamaan his-toriatietoon myös sen perusteella, että pienen sektorin yrityksillä harvemmin on usean vuoden strategista suunnitelmaa investointipäätöksineen ja kasvuennus-teineen. (Ribal yms. 2010.)

## 3 AINEISTO JA MENETELMÄ

### 3.1 Aineisto

Tämän laadullisen tutkimuksen tutkimusaineisto kerättiin haastattelemalla neljää valuaation asiantuntijaa puolistrukturoidun haastattelun avulla. Haastatteluilla pyrittiin valottamaan erityisesti mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen erityispiirteitä käytännön asiantuntijatyössä. Haastateltavien joukossa on pienen yrityssektorin arvonmääritysammattilaisia tai uransa aikana pienyritysten arvonmääritykseen erikoistuneita asiantuntijoita, jotka valikoitiin haastatteluun huolellisen taustatyön perusteella. Haastatteluiden avulla pyritään vastaamaan johdantoluvussa esitettyyn tutkimuskysymykseen sekä sen alakysymyksiin. Haastattelun kautta saatuja asiantuntijanäkökuilma pyritään refleктоimaan olemassa olevaan tutkimustietoon ja kirjallisuuteen. Haastatteluaineiston ja olemassa olevan tutkimustiedon keskustelulla pyritään tekemään tutkimuksen johdopäätökset eli päättämään, tuottiko tutkimuksen empiria tuloksia määritelyjen tutkimuskysymysten ja aikaisemman tutkimuksen valossa.

Haastattelut tallennettiin haastateltavien suostumuksella kokonaisuudessaan, jonka jälkeen ne litteroitiin sisällönanalyysin vaatimaan muotoon. Kaikkea tutkimusaineistoa ei esitetä tutkimuksessa, vaan katkelmia eli sitaatteja haastatteluista esitetään tutkielman luvussa 4 siten, että kukin sitaatti on yhdistettävissä kyseessä olevaan asiantuntijaan (ks. asiantuntijoiden esittely luvussa 4). Katkelmia esitetään empiriaosuuden yhteydessä siltä osin, kuin ne vastaavat tutkimuskysymyksiin tai tukevat muuten tutkimuksen teoreettista viitekehystä. Näin ollen suurinta osaa tutkimusaineistosta ei sisällytetä tutkimukseen, mutta aineisto säilytetään tutkimuksen teon ajan, jotta haastatteluaineistoon voi tarvittaessa palata sen varmistamiseksi, että tutkimustulokset perustuvat tarkkoihin lainauksiin ja ymmärrykseen haastattelutilanteesta.

Haastateltavien henkilöllisyys pidetään salattuna, mutta heidän asiantuntijuuttaan suhteessa käsiteltävään teemaan ja tutkimuskysymyksiin on taustoitettu viidennen luvun alussa. Lisäksi haastateltavien asiantuntijuutta on haluttu

osoittaa tutkimuksen empiriaosuudessa antamalle kullekin haastateltavalle tilaisuus kertoa koulutuksestaan ja kokemuksestaan käsiteltävänä olevaan aiheeseen liittyen.

## 3.2 Menetelmä

Laadullisen tutkimuksen yleisimmät aineistonkeruumenetelmät ovat haastattelu, kysely, havainnointi ja erilaisista dokumenteista kerätty tieto. Tutkimusaineistoksi valikoituva menetelmä riippuu pääpiirteissään tutkittavasta ongelmasta eli tutkimuskysymyksestä, tutkimuksen viitekehystä sekä resursseista. (Tuomi & Sarajärvi 2017, luku 3; Alasuutari & Alasuutari 2012, luku 4.)

Laadullisen tutkimuksen painottuessa erilaisiin merkitysrakenteisiin – ei siis mitattavissa oleviin, kvantitatiivisiin määreisiin – tutkimusaineistona tulee olla tekstiä, jossa haastateltavat puhuvat tutkittavasta aiheesta omin sanoin (Alasuutari 2012, luku 4). Kerätyn tutkimusaineiston kannalta haastattelun etuna on sen vapaamuotoisuus, sillä haastattelija voi tarvittaessa tarkentaa kysymyksiään, selventää sanamuotoja ja käydä keskustelua haastateltavan kanssa. Tärkeintä on saada koottua mahdollisimman kattava tutkimusaineisto, jolloin haastattelussa esitettävät kysymykset kannattaakin lähettää haastateltaville jo ennen haastattelutilannetta. Näin varmistetaan myös se, että haastatteluun valikoituneet ihmiset ovat tutkimuksen kannalta aidosti relevantteja haastateltavia. (Tuomi yms. 2017, luku 3.1.).

Teemahaastattelu eli puolistrukturoitu haastattelu etenee valittua teemaa noudattaen ennalta valmisteltujen kysymysten varassa. Puolistrukturoidun haastattelun etuna on mahdollisuus syventää ja tarkentaa kysymyksiä haastattelun aikana ja siten kerätä lisää aineistoa tutkimusta varten. (Tuomi yms. 2017, luku 3.3.1.) Puolistrukturoidussa haastattelussa kysymykset ovat kaikille haastateltaville samat, mutta haastateltavalle jää vapaus vastata kysymykseen omin sanoin. Strukturoituun haastatteluun nähden puolistrukturoidun haastattelun etuna on sen soveltuvuus merkitysrakenteita etsivään tutkimukseen, sillä valmiit vastausvaihtoehdot rajoittavat merkittävästi aineiston ulottuvuuksia. Alasuutarin (2012, luku 4) sanoin, ”jo pelkkä luonnollinen kieli sisältää valtaisan informaatiomäärän verrattuna suureenkaan tilastoaineistoon”.

Kuinka paljon tutkimusaineistoa tarvitaan, jotta tutkimusta voidaan kutsua tieteelliseksi, edustavaksi ja yleistettäväksi? On harvoin järkevää tai käytettävissä olevien resurssienkaan kannalta mahdollista toteuttaa niin montaa haastattelua, että yksilöiden väliset erot olisivat tilastollisesti merkittäviä (Alasuutari 2012, luku 2). Lisäksi Tuomi & Sarajärvi (2018, 97-98) huomauttavat, että ”ratkaisevaa ei ole aineiston koko vaan tulkintojen kestävyys ja syvyys”. Lisäksi huomion arvoista on myös se, ettei laadullisessa tutkimuksessa pyritä tilastollisiin yleistyksiin, vaan laadullinen tutkimus pyrkii esimerkiksi kuvaamaan jotain ilmiötä tai tapahtumaa, ymmärtämään tiettyä toimintaa tai antamaan teoreettisesti mielekkään tulkinnan jollekin ilmiölle (Tuomi yms. 2017, luku 3.4).

Laadullisessa tutkimuksessa olennaista on haastateltavien tietämys ja kokemus käsiteltävästä aiheesta. Tutkimuksen eduksi on lisäksi haastateltavien aito kiinnostus käsiteltävänä olevaa aihepiiriä kohtaan. Siksi haastateltavien valinnassa tuleekin noudattaa harkintaa ja varovaisuutta, että tutkimusaineisto palvelee tarkoitustaan. (Tuomi yms. 2017, luku 3.4.) Haastattelututkimuksessa on siitä huolimatta kiistattomat etunsa muihin aineistonkeruumenetelmiin nähden, sillä haastattelu – etenkin puolistrukturoidussa muodossaan – antaa asiantuntijalle vapauden muotoilla vastauksensa haluamallaan tavalla, jolloin aineisto voi antaa tutkijalle paljon nyansseja tutkittavan aiheen tiimoilta.

Tässä tutkimuksessa kerätyn haastattelumateriaalin pääpiirteet esittelevä tutkimusaineisto esitellään haastattelukysymys ja haastateltava kerrallaan luvussa 4. Tutkimusaineiston esitystapa perustuu tutkimuskysymyksen sekä sen alakysymysten tarkoituksenmukaisen laajaan asetteluun, jolloin jokaisen varsinaista aihetta käsittelevän kysymyksen (1-10) ja saadun vastauksen voidaan katsoa vastaavan tutkimuskysymyksiin. Tutkimuskysymys alakysymyksineen on haluttu muotoilla muotoon, joka ei rajoita mikro- ja pienyritysten arvonmäärityksen erityispiirteiden tulkintaa, vaan tutkimuksen tulokset perustuvat täysin asiantuntijoiden näkemyksiin siitä, mitä he pitävät mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksessä erityislaatuksena. Jokainen kysymys ja saatu vastaus on tutkimustulosten kannalta relevantti, sillä tulokset on pyritty kokoamaan myös asiantuntijoiden taustat ja erilaiset asiayhteydet huomioiden. Lisäksi on huomioitava, että kukin kysymys ja vastaus tarjosivat tutkimuskysymysten asettaman viitekehysten raameissa tutkimuksen kannalta hyvinkin relevanttia asiaa, sillä erilaisilla haastattelukysymysten ulkopuolisillakin huomioilla ja lisäyksillä on kerätyn tutkimusaineiston kannalta suuri merkitys.

Tutkimusaineiston esittely asiantuntija ja kysymys kerrallaan on perusteltavissa myös sillä, että tutkimusta pyrittiin monipuolistamaan valikoimalla haastatteluun taustoiltaan erilaisia arvonmäärityksen asiantuntijoita. Tällä pyrittiin minimoimaan haastatteluvastausten toisto ja vastausten yksipuolisuus. Kukin asiantuntija vastasi haastattelukysymyksiin omista lähtökohdistaan; yksi analyttikona, yksi yritysvälityksen ammattilaisena, yksi kansainvälisen valuaation konsulttina ja yksi tuomioistuinmenettelyn näkökulmasta. Jos näiden asiantuntijoiden näkemykset esittelisi yleistetysti aihepiiri kerrallaan, tutkimusaineisto menettäisi suuren osan kontekstisuudestaan. Haastatteluaineiston analyysi ja johtopäätökset esitellään luvussa 5.

### **3.3 Aineiston analysointi**

Laadulliselle tutkimukselle luonteenomaista on kerätä aineistoa, joka tekee mahdollisimman monenlaiset tarkastelut mahdollisiksi (Alasuutari 2012, luku 4). Laadullisen tutkimuksen aineistosta löytyykin aina useita kiinnostavia asioita, myös sellaisia, joiden tutkija ei ajatellut tutkimuskysymystä asetellessaan löytävänsä (Tuomi yms. 2017, luku 4.1). Laadullinen analyysi on tutkijan työkalu, jolla – etenkin laadullisen tutkimuksen tapauksessa – usein suurtakin aineistomäärää



voi työstää ja tulkita paremmin. Kuitenkin, koska laadullinen aineisto on periaatteellisesti loputon ja erilaisia tarkastelun näkökulmia on vähintään yhtä monta, olennaista on aineiston mahdollisimman tarkka rajaus ja aineiston haravoinnissa käytettävien kriteerien ja teoreettisten viitekehysten oikeanlainen valinta (Eskola & Suoranta 1998, luku 2). Ruusuvuori, Nikander & Hyvärinen (2010, Haastattelun analyysin vaiheet; Analyysin vaiheet) havainnollistavat aineiston analyysin vaihteita seuraavan kaavion avulla:

1. Tutkimusongelman asettaminen ja tutkimuskysymysten tarkentaminen

2. Aineiston keruutavan valinta, aineiston keruu

3. Aineistoon tutustuminen, sen järjestäminen ja rajaaminen

4. Aineiston luokittelu, teemojen/ilmiöiden löytäminen

5. Aineiston analyysi, teemojen/ilmiöiden vertailu, tulkintasäännön muodostaminen

6. Tulosten koonti, tulkinta, koettelu suhteessa aineistoon ja sen ulkopuolelle

8. Teoreettinen dialogi, uudelleenahmottaminen, käytännön vaikutukset, jatkotutkimustarpeen identifiointi

KUVIO 3 Analyysin vaiheet (Ruusuvuori yms. 2010)

Aineiston analyysin voidaan katsoa koostuvan kahdesta vaiheesta, havaintojen pelkistämisestä ja tulosten tulkinnasta. Havaintojen pelkistämisen voi edelleen jakaa seuraaviin vaiheisiin; ensinnäkin, aineistoa tarkasteltaessa huomio tulee kiinnittää vain siihen, mikä on teoreettisen viitekehysten ja tutkimuskysymyksen kannalta olennaista. Siten analysoitavan tekstimassan - tässä tilanteessa litteroidun haastattelumateriaalin - määrä pysyy hallittavana kokonaisuutena,

josta voidaan tehdä rajattu määrä erillisiä "raakahavaintoja". Toisekseen pelkistämisen ideana on karsia havaintomäärää niiden yhdistelemisellä, jolloin erilliset "raakahavainnot" yhdistetään yhdeksi havainnoksi tai ainakin harvemmaksi havaintojen joukoksi. Tämä yhdistely tapahtuu havaintojen joukon yhteisen piirteen, nimittäjän tai säännön tunnistamisella ja nimeämisellä. Lähtökohtana yhdistelyssä on ajatus siitä, että tutkimusaineistossa ajatellaan olevan esimerkkejä tai viitteitä samasta ilmiöstä. (Alasuutari 2012, luku 2.) Näin käsiteltävän tutkimusaineiston määrää saadaan haravoitua siten, että kokonaisuus on hallitumpi ja siten selkeämmin analysoitavissa. Laadullisen analyysin tavoitteena on lopulta johtopäätösten teko.

Yksi aineiston analyysimenetelmistä, joka parhaiten soveltuu myös tähän tutkimukseen, on teemoittelu. Teemoittelu perustuu erilaisten teemojen ja aiheiden tunnistamiseen, nimittämiseen ja järjestämiseen tutkimusaineistosta. Teemoittelua suositellaan kirjallisuudessa aineiston analysointimenetelmänä silloin, kun ratkaistavana on jokin käytännöllinen ongelma – kuten tässä tapauksessa mikro- tai pienyrityksen arvonmäärityksen erityispiirteet. Teemoittelun avulla tutkimusaineistosta saadaankin esille erilaisia vastauksia tai tuloksia tutkimuskysymyksessä esitettyyn ongelmaan, jolloin teemoittelun tuloksena tuotetut tutkimustulokset palvelevat parhaiten juuri erilaisia käytännöllisiä intressejä. (Eskola yms. 1998, luku 4.) Tutkija voi siten teoreettisen viitekehityksen puitteissa nostaa aineistosta esiin tutkimuskysymyksiin vastaavia osia esimerkiksi sitaattien muodossa.

Tutkimusaineiston teemoittelua voi lähestyä kahdesta eri näkökulmasta. Ensimmäinen tapa on lähteä analysoimaan aineistoa ilman teoreettisia etukäteis-olettamuksia, jolloin lähestymistavan voidaan sanoa olevan "aineistolähtöistä" eli induktiivista. Tällöin tutkijalla ei ole aineistoa kohtaan mitään oletuksia tai ennakkokäsityksiä, vaan tutkija pitää aineistoa tavallaan teorioista ja viitekehystä irrallisena. Useimmiten aineistoa lähestytään kuitenkin deduktiivisesti, jolloin analyysi hyödyntää alusta asti olemassa olevaa teoriaa, ja jossa teemat perustuvat etukäteen määriteltyihin oletuksiin aineistosta. Tällöin aineistolla ajatellaan olevan tietty viitekehys ja konteksti, joista käsin aineistoa tarkastellaan. (Eskola yms. 1998, luku 2.) Deduktiivisen lähestymistavan voikin katsoa olevan tutkijan kannalta edullisempi aineiston lähestymistapa, sillä induktiivinen lähestymistapa tuottaa käytännössä loputtoman määrän näkökulmia analysoida aineistoa.

Onnistunut teemoittelu vaatii empirian ja teorian kiinteää vuorovaikutusta, jotta empiria saadaan sidottua tutkimuksen kontekstiin. Olennaista on löytää tutkimusaineistosta tutkimuskysymyksen kannalta relevantit aiheet eli teemat, jonka jälkeen tutkimusaineistosta nostetut havainnot sidotaan niin empiriaa koskettavaan tutkimukseen kuin olemassa olevaan, aikaisempaan tutkimukseen ja kirjallisuuteen niiden tiiviillä dialogilla. Merkityssuhteita etsitään siis reflektoidulla tutkimusaineistosta nousseita havaintoja ja tutkijaa kiinnostavia teemoja olemassa olevaan tutkimukseen.

Laadullisen tutkimuksen analyysiin liittyy monta kompastuskiveä. Aineiston määrän suuruus ja sen vaikea hallittavuus altistavat aineiston analyysin

helposti sille, että tutkija tulee osin tiedostamattaan lähinnä kertoneeksi aineistosta tutkielmassaan esimerkiksi tiivistelmän tai lainausten muodossa. Tällöin empiria ei aidosti reflektoi tutkimusaineistoa vaan tutkielman empiirinen osuus päättyy lähinnä selittämään aineiston sisältöä lukijalle ilman tutkimusaineiston syvempää analyysiä ja merkitysten etsimistä. Siten tutkielmasta katoaa osuus, joka tekee siitä varsinaisen tieteellisen tutkielman. Tarkoituksena ei siis ole vain kertoa kerätystä tutkimusaineistosta, vaan pyrkiä rakentamaan siitä teoreettisesti kestäviä näkökulmia. (Eskola yms. 1998, luku 2). Tämä onnistuu sisällönanalyysin avulla.

Eräänä laadullisen tutkimuksen erityispiirteenä voitaneen pitää sitä, että kaikki laadulliset tutkimukset ovat enemmän tai vähemmän tapaustutkimuksia. Tämä tarkoittaa, ettei laadullisten tutkimusten perusteella kvantitatiivisesta tutkimuksesta poiketen tehdä yleistäviä päätelmiä. Sitä vastoin laadullinen tutkimus pyrkii "kuvaamaan jotakin tapahtumaa, ymmärtämään tiettyä toimintaa tai antamaan teoreettisesti mielekkään tulkinnan jostakin ilmiöstä" (Eskola yms. 1998, luku 2), jonka ideana on "löytää aineistosta jotakin uutta ja ennen havaitsematonta, uusia jäsennyksiä ja uusia merkityksiä, ennen kuvailemattomia tapoja ymmärtää ympäröivää inhimillistä todellisuutta (Ruusuvuori yms. 2010, "Haastattelun analyysin vaiheet, Analyysin vaiheet"). Siksi on tärkeää, että analysoitava aineisto muodostaa tavalla tai toisella kokonaisuuden, eli "tapauksen" (Eskolan yms. 1998, luku 2 viittaus Sulkunen & Kekäläinen 1992, 11). Juuri tämä ominaisuus tekeekin laadullisen tutkimuksen tulkintojen tekemisestä ongelmallista ja tutkijan kannalta haastavaa, sillä jokainen tutkimus on uniikki ja muodollisia ohjeita tutkimusaineiston pohjalta tehtäviin tulkintoihin ei ole olemassa. Toisaalta laadullinen tutkimus antaa tutkijalle vapauden muokata tutkimustaan sitä mukaa, mitä uusia näkökulmia aineiston analyysi antaa.

## 4 EMPIIRINEN TUTKIMUS JA ANALYYSI

### 4.1 Asiantuntijoiden esittely

Tutkielman tutkimusaineisto koostuu puolistrukturoidulla haastattelumenetelmällä kerätyistä asiantuntijahaastatteluista. Näiden haastattelujen kautta kerätyn aineiston analysointi kokoa tutkimuksen empiirisen osan. Haastateltavat asiantuntijat pyrittiin valikoimaan tutkielmaan sillä perusteella, että asiantuntijoilla on käytännön kokemusta erityisesti mikro- ja pienyrityssektorin arvonmäärityksistä tai niiden analyysistä. Näkemyksiin haettiin lisäksi diversiteettiä valikoidulla haastatteluun taustaltaan toisistaan poikkeavia asiantuntijoita. Kaikki asiantuntijat ovat olleet mikro- ja pienyritysten valuaation kanssa ammattinsa puolesta tekemisissä ja haastateltavilla on käytännön taustaa niin yrityskauppakonsultoinnista, oikeudellisesta arvonmäärityksestä kuin suuren volyymin yritysvälityksestä.

Asiantuntija A:lla on vuosien kokemus kansainvälisen tason konsulttiyrityksessä työskentelystä. M&A-liiketoimintayksikön johtotehtävissä toimiva asiantuntija on työskennellyt 20 vuotta yritysjärjestelyjen parissa ja nimeää erityisosaamisalueikseen yritysten arvonmäärityksen ja arvonmääritysmetodit.

Asiantuntija B on vankan tieteellisen taustan omaava kauppatieteiden tohtori ja yliopiston lehtori, jonka tutkimuksista useampi on alan vertaisarvioituissa julkaisuissa. Asiantuntijalla on vankka kokemus arvonmäärityksestä juridisessä kontekstissa ja on tarkastellut arvonmääritystä tutkimuksissaan erityisesti pienyrityksen näkökulmasta.

Asiantuntija C on yritysvälitykseen erikoistuneen yrityksen toimitusjohtaja ja kirjailija, joka on työskennellyt yrityskaupan parissa 25 vuotta. Asiantuntija on erikoistunut erityisesti mikro- ja pk-sektorin arvonmääritykseen ja omaa kattavan taustan arvonmääritysmallien soveltamisesta käytännön valuaatiotilanteissa. Asiantuntija on julkaissut kirjallisuutta yrityskaupasta ja on alallaan tunnettu luennoitsija.

Asiantuntija D on yritysrahoitusanalyytikko, joka työskentelee yritysjärjestelyjen liiketoimintayksikössä kansainvälisen tason konsulttiyrityksessä. Asiantuntija on luonut uraa analyytikkona useiden vuosien ajan ja omaa käytännölläheistä kokemusta pienyritysten arvonmäärittämisestä.

## 4.2 Tulokset

Asiantuntija A

1. Minkälainen tausta teillä on: Koulutus? Yritys/yhteisö? Kokemuksenne mikro- ja pienyritysten arvonmäärittämisestä?

Asiantuntija on taustaltaan kauppatieteiden maisteri, joka on valtaosan 30-vuotisesta työurastaan omistanut yrityskaupalle ja arvonmäärittämiselle pääosin Big Four -yhtiöissä. Asiantuntijalla on Euroopassa tunnustettu CEFA-tutkinto, joka on suunnattu sijoitus- ja rahoitusalan ammattilaisille.

2. Onko arvonmäärittämisessä eroavaisuuksia sen suhteen, onko kyseessä mikro- tai pienyritys, vai ovatko arvonmäärittämisessä lähtökohdat samat kummassakin tapauksessa?

Asiantuntija toteaa käyttävänsä sekä mikro- että pienyrityksen arvonmäärittämisessä samoja menetelmiä, mutta huomauttaa saatavilla olevan informaation määrän ja laadun vaikuttavan olennaisesti arvonmäärittämisessä lähtökohtiin. Tässä mikro- ja pienyritykset usein poikkeavat toisistaan, sillä asiantuntija toteaa etenkin mikroyrityksestä saatavan taloudellisen datan vaativan usein korjattavaa ennen sen soveltamista arvonmäärittämisessä.

Arvonmäärittämisessä lähtökohdista asiantuntija toteaa tase- eli substanssiarvon saavan tuottoarvoa suuremman merkityksen pienimmässä mikrokokoluokassa. Asiantuntija toteaa kuitenkin käyttävänsä useampaa menetelmää lähtöasetelmasta riippumatta.

3. Mikä on teidän tapauksessanne mikro- tai pienyrityksen arvonmäärittämisessä tyypillinen tausta: yrityskauppa, oikeudellinen prosessi tai muu motiivi?

Asiantuntija mainitsee ensisijaiseksi motiiviksi yrityskaupan ja yrityksen sisäiset järjestelyt, jotka liittyvät esimerkiksi konsernirakenteen optimointiin. Yritysten sisäisten järjestelyjen arvonmäärittäminen liittyy usein verotukselliseen näkökulmaan ja siten sisäisten siirtojen arvottamiseen käypään arvoon. Toissijaisena asiantuntija mainitsee esimerkiksi erilaiset konkurssitilanteet ja oikeudelliset prosessit, jotka edustavat pientä osaa asiantuntijan tekemistä arvonmäärittämisistä.

4. Mitkä ovat mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen keskeiset lähtötiedot?

Asiantuntija mainitsee keskeisimpinä lähtötietoina tuloksen, taseen ja kassavirtatiedot, mutta huomauttaa samalla, että pienimmän kokoluokan yritysten kassavirrat ovat usein merkittävän pieniä. Asiantuntija sanoo tarkastelun lähtevän usein liikkeelle yrityksen historiallisista luvuista, joista muodostetaan ennuste yrityksen mahdollisista tulevaisuuden luvuista. Samassa yhteydessä yrityksen tilinpäätöstietoon tehdään tarvittavat oikaisut, jotta datasta saadaan arvonmääritystarkoitukseen käyttökelpoista, sekä huomioidaan mahdolliset muutokset yrityksen tulevassa toiminnassa. Asiantuntija mainitsee arvonmäärityksen lähtötietona myös mahdolliset transaktiokertoimet verrokkiyrityksistä saman toimialan sisällä, jolloin arvonmäärityksen tukena käytetään saman toimialan verrokkiyritysten arvostustietoja.

5. Mitkä ovat mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen keskeiset vaiheet?

Asiantuntija toteaa mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen vaiheiden poikkeavan toisistaan vain siltä osin, millaista tietoa arvonmääritykseen on käytettävissä. Mikroyrityksestä saatava data on asiantuntijan mukaan heikompaa sekä vaatii usein enemmän korjattavaa.

Asiantuntija mainitsee vapaita kassavirtoja hyödyntävän menetelmän keskeiseksi arvonmäärityksen vaiheeksi käyttöpääomavaatimuksen määrittelemisen, jolla on keskeinen merkitys kassavirtaennusteissa. Käyttöpääomavaatimukseen vaikuttaa esimerkiksi yrityksen kasvun ennustettu kehitys, sillä yrityksen kasvu sitoo käyttöpääomaa.

Verrokkimenetelmiä käytettäessä asiantuntija korostaa verrokkiyritysten analyysissä sitä, että vertailukohteeksi löytyisi mahdollisimman samankaltaisten yritysten transaktiota.

Jos arvonmääritys perustuu tasearvoihin eli substanssiarvoon, asiantuntija korostaa tasearvojen merkitystä yrityksen toteutuvan arvon kannalta, sillä pienyritysten taseissa on helposti tase-eriä yli tai alle markkinahinnan. Markkinaarvoisten tasearvojen määrittämiseen kannattaa asiantuntijan mukaan pyytää tarvittaessa kiinteistöasiantuntijan apua.

6. Mikä on mikro- tai pienyrityksen strategisen analyysin merkitys?

Asiantuntija kertoo strategisen analyysin liittyvän ennen kaikkea tulevaisuuden ennustamiseen. Siksi strategiaansa vastikään muuttaneen yrityksen historiatietoja ei voi käyttää ennusteiden laatimisessa. Yrityksen strategian ymmärtäminen on asiantuntijan mukaan kriittinen osa arvonmääritystä, sillä yrityksen suuntaus uudelle markkinalle, uuden varaston perustaminen tai varmuusvarastojen kasvattaminen vaikuttavat tulosennusteisiin merkittävästi.

Asiantuntija toteaa pienyrityskontekstissa strategian olevan usein epämuodollinen lyhyen aikavälin suunnitelma. Tästä syystä arvonmäärittäjän on tärkeää

keskustella yrityksen johdon tai omistajien kanssa yrityksen tulevaisuuden suunnitelmista.

7. Mikä on mikro- tai pienyrityksen tilinpäätösanalyysin merkitys?

Asiantuntija korostaa historiallukujen läpikäymistä ja tilinpäätöstietojen oikaisua siten, että luvuista saadaan kaikki tuotannontekijät huomioiva kannattavuus esille. Esimerkkeinä asiantuntija mainitsee tuloslaskelman palkat ja niiden oikaisun tasolle, joka vastaa omistajan osinkoina nostaman tulon määrää. Palkkojen lisäksi tehtäviä tyypillisiä oikaisuja ovat asiantuntijan mukaan katkoon liittyvät oikaisut, varaston alaskirjaukset epäkurantin tavaran osalta, varaston kiertonopeuteen liittyvät oikaisut sekä tase-erien arvostuksen läpikäynti. Asiantuntija painottaa tilinpäätöksen ymmärryksen tärkeyttä ja syy- ja seuraussuhteiden hahmottamista tilinpäätösanalyysissa.

8. Mitä arvonmäärittämisalajeja tai muita menetelmiä lähtökohtaisesti käytätte? Mitkä niistä soveltuvat mielestänne parhaiten mikro- ja pienyritysten arvonmäärittämiseen? Miksi?

Asiantuntija alleviivaa vapaan kassavirtamallin sekä tase-erien merkitystä mikro- ja pienyrityksen arvonmäärittämisessä.

Kyllä se kassavirtamalli on kuitenkin se perusjuttu. Se on aina se, joka täytyy tehdä. Lähtökohtaisesti siitä tuppaa tulemaan korkeampia arvoja kuin näistä muista malleista. Sen takia on tosi hyvä kuitenkin käyttää tukena näitä kertoimia muista yhtiöistä, verrokkiyhtiöistä tai yrityskaupoista, jos sellaisia on olemassa. Ja sitten tosiaan näissä pienemmissä, ihan mikroyrityksissä kyllä kävisin läpi myös sen taseen, mitä se on syönyt.

Olennaista on asiantuntijan mukaan huomioida arvonmäärittämisessä vain ne tekijät ja seikat, joilla todellisuudessa on rooli yrityksen liiketoiminnassa. Asiantuntija käyttää useampaa menetelmää rinnakkain, koska ne tukevat toisiaan ja lähestyvät yrityksen arvoa hieman toisistaan poikkeavista näkökulmista. Jos yritykselle haluaa nopeasti määrittää suuntaa antavan arvon, asiantuntija käyttäisi arvonmäärittämisessä kertoimia. Asiantuntija mainitsee pääomasijoittajien suosivan arvonmäärittämisessä peukalosääntöjä, joiden antama suhteellisen alhainen arvo palvelee pääomasijoittajan tarkoitusta myydä yritys aikanaan eteenpäin korkeammalla hinnoittelulla. Perusteellisessa arvonmäärittämisessä asiantuntija luottaa useamman mallin yhdistelmään. Eri menetelmien yhteenvedosta saadaan vaihteluväli yrityksen lopulliselle arvolle.

9. Käytättekö yhtä vai useampaa mallia rinnakkain? Miten?

Kyllä. Ks. yllä.

10. Mitkä muut seikat vaikuttavat mikro- tai pienyrityksen arvoon?

Asiantuntijan mukaan toimialalla on olennainen merkitys yrityksen arvoon. Asiantuntija kertoo arvonmääritysmenetelmien joissain tapauksissa poikkeavan toisistaan sen mukaan, toimiiko yritys nopeasti kasvavalla teknologia-alalla vai perinteisemmällä toimialalla. Teknologia-alan yrityksen arvo saatetaan laskea kertomalla liikevaihto esimerkiksi 20 kertaa, kun perinteisemmällä toimialalla ope-roivan yrityksen arvo lasketaan käyttökateen perusteella, joka eroaa liikevaihtoon perustuvasta laskennasta huomattavasti.

Mutta toki nyt sitten aina semmoinen, että mikä nyt on tosi kuuma aihealue, kuuma bisnesalue jollakin hetkellä. Jos miettii vaikka viime aikojen pörssilistautumisia, niin joku Spinnova, joka ei tee edes tulosta, niin sen arvo oli tosi kova listautumisen yhteydessä. Teknologian puolelta tämä terveysteknologiayhtiö, jonka nimeä en nyt muista, mikä se oli... listautui kuitenkin joku aika sitten ilman mitään tulosta ja liikevaihtoa. Niin tällaiset kuumat toimialat perustuvat siihen, että on kovat odotukset tulevaisuudesta.

Asiantuntija kertoo myös yritystoiminnan vakauden vaikutuksesta yrityksen arvoon ja toteaa tasaisen tuoton olevan riskittävämpi ja siten varmempi sijoituskohde. Vakaus pienentää samalla tuottovaatimuksen riskilisää ja korottaa siten yrityksen tulevaisuuden arvoa.

Asiantuntija mainitsee lisäksi tyypillisen mikro- ja pienyrityksen ongelman eli sen, ettei yrityksen aineeton omaisuus näy tasearvoissa, vaikka nykyaikaisen yrityksen pääomasta suurikin osa saattaa olla aineetonta ja sitoutuneena esimerkiksi tutkimustyöhön ja tuotekehitykseen tai patenteihin, teknologiaan tai asiakassuhteisiin. Yrityksen aineetonta omaisuutta voi asiantuntijan mukaan ajatella sen substanssiarvon ylittävänä osana.

## Asiantuntija B

1. Minkälainen tausta teillä on: Koulutus? Yritys/yhteisö? Kokemuksenne mikro- ja pienyritysten arvonmäärittämisestä?

Asiantuntija on koulutukseltaan juristi, varatuomari sekä kauppatieteiden tohtori. Asiantuntija on toiminut oikeudessa syyttäjänä ja lakimiehenä ja siirtynyt sittemmin kauppatieteiden puolelle ja luonut alalla tutkijanuraa muun muassa väitöskirjatutkijana. Tutkijanurallaan asiantuntija on perehtynyt pienyritysten arvonmäärittäksen analyysiin.

2. Onko arvonmäärittämisessä eroavaisuuksia sen suhteen, onko kyseessä mikro- tai pienyritys, vai ovatko arvonmäärittäksen lähtökohdat samat kummassakin tapauksessa?

Asiantuntijan mukaan mikroyritys on perinteisesti vahvasti yrittäjävetoinen ja liiketoiminta on pitkälti henkilöitynyt yrittäjäomistajaan. Vahvalla henkilöitymisellä on asiantuntijan mukaan suurikin vaikutus yrityksen arvoon.



3. Mikä on teidän tapauksessanne mikro- tai pienyrityksen arvonmäärityksen tyypillinen tausta: yrityskauppa, oikeudellinen prosessi tai muu motiivi?

Asiantuntijalla on yrityksen arvonmääritykseen oikeudellinen näkökulma, joka sivuaa samalla yrityskauppanäkökulmaa. Oikeudellisen arvonmäärityksen lähtökohdat poikkeavat yrityskaupan motiiveista ja taustoista siten, että oikeudellinen arvonmääritys tehdään usein tilanteen saneleman pakon edessä esimerkiksi riitatilanteessa. Arvonmääritysmenetelmät ovat kuitenkin pitkälti samat molemmissa tapauksissa.

4. Mitkä ovat mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen keskeiset lähtötiedot?

Asiantuntija mainitsee yrityksen tilinpäätösinformaation lähtökohdaksi yrityksen arvonmääritykselle. Asiantuntija toteaa tilanteen olevan usein arvonmäärittäjän kannalta epäsuotuosa saatavilla olevan informaation suhteen, sillä pienen sektorin yritysten taloushallinto ei ole yhtä edistyksellistä kuin suuremman kokoluokan yrityksillä. Toisinaan oikeudellisessa kontekstissa tilintarkastajalta saatu lausunto tukee etenkin substanssiarvon määrittelyssä.

5. Mitkä ovat mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen keskeiset vaiheet?

Asiantuntijan mukaan olennaista arvonmäärityksen lähtötilanteessa on määrittää arvolle lähtökohdat sen mukaan, millaista arvoa arvonmäärityksellä haetaan. Asiantuntija mainitsee oikeudellisen arvonmäärityksen perustuvan usein objektiiviseen arvokäsitykseen, jonka lopputulemana tavoitellaan yrityksen käypää arvoa. Asiantuntijan mielestä kirjallisuudessa käytetty käyvän arvon termi tulee arvonmäärityskontekstissa määrittellä eri tavoin silloin, kun tavoitellaan subjektiivista arvoa omistajalle, sekä silloin, kun arvoa määritellään objektiivisesti ”kenelle tahansa”. Arvonmäärityksen lähtökohtiin vaikuttaa subjektiivisen tai objektiivisen näkökannan lisäksi myös se, oletetaanko yrityksen jatkavan toimintaansa arvonmäärityksen jälkeen vai ei. Nämä lähtötiedot vaikuttavat siihen, millaisia menetelmiä valitaan käytettäväksi arvonmäärityksen yhteydessä. Pääasiallisiksi menetelmiksi asiantuntija nimeää markkina-arvoon, tuottoarvoon ja substanssiarvoon perustuvat arvonmääritysmenetelmät.

6. Mikä on mikro- tai pienyrityksen strategisen analyysin merkitys?

Asiantuntija mainitsee yrityksen strategisen analyysin olevan olennainen osa arvonmääritystä yrityksen tulevaisuuden ymmärtämisen kannalta. Strateginen analyysi voi auttaa arvonmäärittäjää hahmottamaan syy- ja seuraussuhteita liikevaihdon muodostumisen taustalla ja siten myötävaikuttaa myös tulevaisuuden ennusteiden tekoon. Asiantuntija mainitsee olennaisina seikkoina myös valitsevan kilpailutilanteen, yrityksen sijainnin, toimialan sekä toimialan

mahdolliset tulevaisuuden näkymät. Toisinaan pelkällä mikro- tai pienyrityksen sijainnilla voi olla lopulliseen arvoon suurikin merkitys.

#### 7. Mikä on mikro- tai pienyrityksen tilinpäätösanalyysin merkitys?

Asiantuntija kertoo, että oikeudellisessa kontekstissa tilinpäätösinformaation suurin merkitys syntyy sen ymmärrettävyydestä.

#### 8. Mitä arvonmääritysmalleja tai muita menetelmiä lähtökohtaisesti käytätte? Mitkä niistä soveltuvat mielestänne parhaiten mikro- ja pienyritysten arvonmääritykseen? Miksi?

Asiantuntijan mukaan mikro- ja pienyrityskontekstissa suositetaan tuottoarvomallia, jossa ennustettujen tuottojen oletetaan usein jatkuvan tulevaisuudessa tasaisena tulovirtana. Asiantuntija kertoo törmänneensä usein myös verrokkiyritysten transaktiotietoja hyödyntävään arvonmääritykseen pienyrityskontekstissa, vaikka huomauttaakin vertailukelpoisten yritysten löytämisen olevan toisinaan työlästä. Asiantuntija mainitsee tietyissä tilanteissa myös verottajan mallia käyttävän oikeudellisessa arvonmäärityskontekstissa.

Asiantuntija tunnistaa mikro- ja pienyrityskontekstissa eniten käytetyksi arvonmääritysmenetelmäksi vapaiden kassavirtojen mallin sekä soveltuvilta osin myös verottajan mallin. Verottajan mallin kritisoina ominaisuutena on pidetty tuottoarvon ja substanssiarvon sotkemista keskenään sekä mallin käyttämisen datan perustamista historiatietoon.

#### 9. Käytättekö yhtä vai useampaa mallia rinnakkain? Miten?

Asiantuntija toteaa malleja käytettävän usein rinnakkain. Asiantuntija kertoo lisäksi tilanteista, joissa tuottoarvomenetelmä on kokonaan jouduttu rajaamaan tarkastelun ulkopuolelle tulevaisuuden huonosta ennustettavuudesta johtuen. Vaikka asiantuntija toteaa erilaisten menetelmien yhdistelyn olevan yleistä, hän toteaa kaavamaisen yhdistelyn olevan harvoin käyttökelpoinen tapa laskea yrityksen arvo.

Että kyllä varmaan just pienyrityksissä, niin se on erittäin hyvä että sitä arvoa haetaan, kun se on niin vaikeeta, niin haetaan useammalla mallilla. Mutta nimenomaan silleen, että siitä, niistä arvoista tehdään niitä päätelmiä, eikä jotenkin vaan mekaanisesti, niitäkin siellä oli, että näki että yhdistetään vaan, että puolet ja puolet tyyliin.

#### 10. Mitkä muut seikat vaikuttavat mikro- tai pienyrityksen arvoon?

Asiantuntija mainitsee yksilöllisten seikkojen, kuten sijainnin, tulevaisuuden näkymien sekä asiakaskunnan huomioimisen.

Asiantuntija C

1. Minkälainen tausta teillä on: Koulutus? Yritys/yhteisö? Kokemuksenne mikro- ja pienyritysten arvonmäärityksestä?

Asiantuntija C on Turun yliopistosta valmistunut ekonomisti, taloustieteilijä sekä valtiotieteiden maisteri, jolla on koulutustaustaa myös Essexin yliopistosta Englannista. Asiantuntijalla on yli 25 vuoden kokemus yrityskauppapuolen yrittäjänä ja toimitusjohtajana ja on yrittäjätensä aikana keskittynyt erityisesti erilaisiin yrityksen arvonmäärityksen laskentajärjestelmiin.

2. Onko arvonmäärityksessä eroavaisuuksia sen suhteen, onko kyseessä mikro- tai pienyritys, vai ovatko arvonmäärityksen lähtökohdat samat kummassakin tapauksessa?

Asiantuntija mainitsee yrityksen varmuuden ja vakauden korreloivan vahvasti yrityksen kokoluokan kanssa.

Tämä tarkoittaa silloin sitä, että jos on pieni yritys, jossa on yksi ihminen tai kaksi ihmistä, mitä nyt sitten onkaan töissä, ja tekee tulosta vaikka satasen ja sitten on saman alan yritys, jossa on 15 ihmistä työssä ja tekee satasen, niin tämä jälkimmäinen on arvokkaampi. Ja johtuen juuri siitä, että se kaikenlainen riski, tuotannollinen riski, jatkuvuusriski, kaikki on pienempiä sen satasen hankkimiseen kuin pienemmissä yrityksissä, jossa tyypillisesti sen ymmärtää niin, että jokaisen ihmisen tuotannollinen panos on jo kymmeniä prosentteja sen yrityksen tuloksesta.

Asiantuntijan mukaan yritystoiminnan kokonaisvaltainen riski pienenee sitä mukaa, mitä suuremman kokoluokan yrityksestä on kyse, sillä silloin liiketoimintaan liittyvät riskit pystytään hajauttamaan yrityksen toiminnan kokoon nähdessä paremmin. Asiantuntija jatkaa yrityksen takaisinmaksuajoilla ja sanoo takaisinmaksuajan olevan sitä pitempi, mitä pienempi riski yritystoimintaan liittyy. Mikroyritysten - joiden arvo saattaa olla joitakin satoja tuhansia euroja - takaisinmaksuajat vaihtelevat yleensä kolmen vuoden molemmilla puolilla. Mikroyrityskokoluokasta suurempaan kokoon siirryttäessä takaisinmaksuaika kasvaa noin viiteen vuoteen tai sen yli. Suuryrityksistä puhuttaessa takaisinmaksuajat voivat ylittää kymmenenkin vuotta.

3. Mikä on teidän tapauksessanne mikro- tai pienyrityksen arvonmäärityksen tyypillinen tausta: yrityskauppa, oikeudellinen prosessi tai muu motiivi?

Asiantuntija mainitsee keskeisimpänä arvonmäärityksen motiivina myyjälähtöisen näkökulman yrityskauppatilanteen. Toisinaan arvonmääritys tapahtuu myös oikeudellisesta näkökulmasta perintöihin tai avioeroihin tai perintöveroon liittyviin valituksiin tai muutoshakemuksiin liittyen.

4. Mitkä ovat mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen keskeiset lähtötiedot?

Asiantuntija mainitsee keskeisimpänä tilinpäätöstiedot, mutta korostaa reaalityöllisuuden eli yrityksen ympäristön vaikutuksen tilinpäätöstietoja tulkitessa. Tällä asiantuntija viittaa tilinpäätöstietojen informaation rajallisuuteen, sillä tilinpäätöksen numerot jättävät paljon sanomatta yrityksen ympäröivästä todellisuudesta. Asiantuntija huomauttaa erityisesti pienyritysten tuottavan tilinpäätösdataa lakisääteisen pakon sanelemana, ei niinkään sisäiseen laskentaan tai ohjaukseen. Pienyritysten tilinpäätös harvoin pyrkii esittämään yrityksen tulosta tietyssä valossa, vaan sen ensisijaisena tavoitteena on usein verotuksen optimointi; mitä vähemmän tuloksesta joudutaan maksamaan veroa, sen parempi pienyrityksen kannalta. Näin ollen tilinpäätöksessä esitettyyn tietoon tulee suhtautua varauksella.

Asiantuntijan näkemys on, että etenkin mikro- ja pienyrityssektorilla numeerisen tiedon merkitys arvonmäärityksessä pienenee:

Lähtien siitä, että väitän niin, että tällä alalla kun puhutaan mikro- ja pienyrityksistä, niin kukaan ei osta niitä firmoja niiden lukujen takia. Kyllä se lähtökohta on se, mä sanoin, että se on tuotanto ja laajennus. Niitä ostaa yleensä saman alan yritykset tai laajentuvat yritykset tai yrittäjät. Niiden vaihtoehto on tosiaan perustaa samanlainen firma jonnekin ihan alusta. Ne nopeuttaakseen omaa laajennusta ne ostaa toisen yrityksen.

Asiantuntija painottaa käytännönläheistä tutustumista yritykseen esimerkiksi yrittäjän haastattelun kautta, sillä valtaosa arvonmäärityksen kannalta keskeisestä informaatiosta on tilinpäätöksen ulkopuolella. Yritykseen tutustumisen lisäksi asiantuntija mainitsee toimialan tuntemisen, tuotannolliset laitteet ja muut fasiliteetit, henkilökunnan ja muut yrityksen kokonaiskuvan muodostavat tekijät osana yrityksen arvonmuodostusta. Vasta edellä mainittujen tekijöiden arvostamisen jälkeen voidaan asiantuntijan mukaan siirtyä numeerisen datan analysointiin, josta arvokäsitystä aletaan yrityksen kaikki arvokomponentit huomioiden muodostaa. Asiantuntija huomauttaa arvonmäärityksen lähtötietojen antavan lopulta vain viitteitä lopullisesta yrityksen arvosta.

Asiantuntija kritisoi olemassa olevaa arvonmäärityskirjallisuutta, joka antaa ymmärtää arvon olevan kiinni yrityksen numeroissa:

Tämä minua suoraan sanoen sieppaa, kun katsoo tätä yritysarvokirjallisuutta, joka lähtee siitä, että se kaikki tieto siitä yrityksestä on ikään kuin niissä numeroissa. Se perustuu sellaiseen täydelliseen kilpailun teoriaan, joka tietenkin kun pörssiyrityksen arvot sehän lähtee tällaisesta ajatuksesta. Mutta se tietenkin on tällainen mukavuus-tekijä niille, koska ne ovat niin isoja organisaatioita, että ei meillä ole parempaakaan lähtötietoa kuin ne tilinpäätöstiedot. - - Mutta pienissä firmoissa tämä on vähän toisinpäin, että ne lähtötiedot ovat todella harhaisia ja muu tieto saadaan ympäriltä. Eli jalkautua pitäisi, jos haluaa hyviä arvomäärityksiä.

Asiantuntija nostaa keskeiseen asemaan myös arvonmäärittäjän roolin, sillä arvonmäärittäjän niin negatiiviseen kuin positiiviseenkin suuntaan tekemä arviointivirhe voi lopulta estää kaupan syntymisen kokonaan.

## 5. Mitkä ovat mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen keskeiset vaiheet?

Keskeisiksi vaiheiksi asiantuntija nimeää taloustiedon keräämisen ja sen hyödyntämisen, yritykseen tutustumisen ja yrittäjän haastattelun sekä muun muassa toimialasta ja sijainnista käsityksen muodostamisen. Asiantuntija alleviivaa yrityksen lukuihin tehtävien oikaisujen merkitystä etenkin pienyrityskontekstissa ja varoittaa erityisesti tase-erien aliarvostuksesta suhteessa todellisiin käypiin arvoihin. Asiantuntijan mukaan esimerkiksi kiinteistöjen arvot on usein poistettu loppuun, jolloin tasearvo näyttäytyy lähes olemattomana, eikä siten vastaa kiinteistön todellista arvoa. Usein taseesta saattaa lisäksi puuttua olennaisia aineettomia varoja, kuten liiketoiminnan kannalta elintärkeitä ohjelmistoja ja tai työntekijöihin sitoutunutta tietotaitoa.

Tämä olisi hyvä esimerkki siitä, kun tämä talous tehdään verotusta varten, eikä arvomääräystä varten. Totta kai jos olisi fiksuja yrityksiä, niin tekisi arvonkorotuksia sinne, että ne näkyisi, että tulisi näkyviin nämä oikeat tasearvot, mutta eipä sellaisia kukaan oikein tee. Mutta se on se suurin virhe tässä. Poistot vääristävät sen arvon kokonaan. Ja tietysti tällaisia immateriaalisia asioita sinne ei osata edes kirjata. Että kumminkin jos ajattelee, että tänä päivänä suurin osa firmoista on, niiden arvo perustuu immateriaaliin arvoihin, siellä just siihen osaamiseen. Ja se organisaatio on sidottu osaamiseen ja maineeseen ja mitä ikinä onkin. Mutta eihän niitä tavaraa, niiden arvo jossakin toimitusyrityksessä, tai minkä tahansa softayrityksessä, insinööritoimistossa, mikä vaan, niin ei niistä pöydistä ja koneista paljon arvoa on muodostu, mutta kyllä se muodostuu ihan muusta.

#### 6. Mikä on mikro- tai pienyrityksen strategisen analyysin merkitys?

Asiantuntija toteaa strategisella analyysillä olevan valtava merkitys arvonmäärittämisessä, sillä yrityksen ympäristö ja riskisyys ovat avainasemassa sen tulevan menestyksen kannalta.

#### 7. Mikä on mikro- tai pienyrityksen tilinpäätösanalyysin merkitys?

Asiantuntija ei näe suurta painoarvoa tilinpäätösanalyysillä, sillä tilinpäätösanalyysin voidaan katsoa oletettavan toiminnan jatkuvan sellaisenaan. Yrityskaupassa tällainen lähtökohta ei useinkaan ole lähellä todellisuutta, sillä omistajanvaihdoksen myötä yrityksen toiminta tavalla tai toisella muuttuu. Omistajanvaihdoksen myötä uudistunut yritys saattaa esimerkiksi saavuttaa erilaisia kasvun mittasuhteita tai muuttaa muuten toimintatapojaan kohti tehokkaampaa ja paremmin voivaa liiketoimintaa.

#### 8. Mitä arvonmäärittäsmalleja tai muita menetelmiä lähtökohtaisesti käytätte? Mitkä niistä soveltuvat mielestänne parhaimmin mikro- ja pienyritysten arvonmäärittämiseen? Miksi?

Asiantuntija kertoo tuottoarvon olevan arvonmäärittämisen lähtökohta, sillä yritysosto on pohjimmiltaan verrattavissa investointiin. Asiantuntija mainitsee hyväksi lähtökohdaksi myös substanssiarvon, sillä olennaista mikro- ja pienyrityksen arvonmäärittämisessä on myös yrityksen varallisuus. Asiantuntija huomauttaa

yrittäjien kuitenkin olevan lähes poikkeuksetta vaikeuksissa, jos substanssiarvo on yrityksen tuottoarvoa korkeampi.

Asiantuntija kertoo arvonmäärityksen lähtevän liikkeelle yrityskaupan luonteesta ja kohteesta riippumatta liiketoimintakaupan arvon määrittelystä, jonka jälkeen arvioidaan osakekaupan arvo. Asiantuntija perustelee lähtökohtaa sillä, että esimerkiksi pelkkä osakekauppa ei kerro sitä todellista yrityksen arvoa, jota mahdollinen ostaja tavoittelee.

Mutta totuus on se, että se mitä se jatkaja haluaa, se haluaa sen sykkivän sydämen, se mikä se firma varsinaisesti on. Ja sitä ei pysty osakkeiden puolelta päättelemään, se ei vaan aukea sieltä. Se täytyy kuvata ikään kuin liiketoimintakaupaksi, jossa siirretään kaikki se oleellinen siihen uuteen tyhjään yhtiöön, katsotaan mitä se saa aikaiseksi, sieltä tulee arvo. Silloin me tiedetään se yrityksen liikearvo oikeasti. Ja sitten osakekaupan arvo tulee ihan normaalisti, siihen lisätään ylimääräiset varat ja vähennetään velat, niin siitä tulee osakkeiden matemaattinen arvo.

Arvonmääritysmenetelmistä asiantuntija valitsee oikaistun käyttökateen, jonka perusteella korollinen kauppahinta määritellään tilanteeseen ja yritykseen sopivalla takaisinmaksuajalla. Asiantuntija huomauttaa, ettei oikaistun käyttökateen laskennassa oleteta yrityksen kassaa käytettävän kuiviin, vaan jokaiselle vuodelle jätetään tarvittava käyttöpääoma pahan päivän varalle. Kulurakenne ja oletetut tuotot arvioidaan tilannekohtaisesti tulevan omistajan näkökulmasta. Ellei vahvaa näyttöä tulevasta kasvusta ole, asiantuntijan käyttämä malli olettaa yrityksen tuloksentekevyyden säilyvän tulevaisuudessa lineaarisena.

#### 9. Käytättekö yhtä vai useampaa mallia rinnakkain? Miten?

Asiantuntijan mukaan tuottoarvoa ja substanssiarvoa käytetään usein rinnakkain.

#### 10. Mitkä muut seikat vaikuttavat mikro- tai pienyrityksen arvoon?

Asiantuntija viittaa koulutusmateriaalina käyttämäänsä 64 kohdan listaukseen, joka löytyy kokonaisuudessaan tämän tutkielman liitetiedoista.

Asiantuntija D

1. Minkälainen tausta teillä on: Koulutus? Yritys/yhteisö? Kokemuksenne mikro- ja pienyritysten arvonmäärityksestä?

Asiantuntija D on koulutustaustaltaan kauppatieteiden maisteri ja ammatiltaan yritysrahoituksen vanhempi analyytikko, joka toimii asiantuntijana sekä yrityskaupan että valuaation puolella. Asiantuntija kertoo pääasialliseksi kokemuksekseen piensektorin arvonmäärityksen mutta on ollut läheisesti tekemisissä myös mikrosektorin arvonmäärityksen kanssa. Asiantuntija mainitsee tyypillisimmän arvonmäärityksen kohteen olevan kokoluokaltaan liikevaihdon osalta

noin kymmenen miljoonan tai hieman tätä pienempi yritys. Asiantuntija on päivitteisessä työssään läheisesti tekemisissä käytännön arvonmäärityksen kanssa.

2. Onko arvonmäärityksessä eroavaisuuksia sen suhteen, onko kyseessä mikro- tai pienyritys, vai ovatko arvonmäärityksen lähtökohdat samat kummassakin tapauksessa?

Asiantuntija painottaa vastauksessaan sitä, että yrityksen arvonmäärityksen lähtökohdista yrityksen edustama kokoluokka ei ole yrityksen arvon keskeisin tekijä, vaikka sillä onkin vaikutuksensa arvonmäärityksen lähestymistapoihin. Yrityksen arvon taustalla ovat asiantuntijan mukaan paremminkin yrityksen sisäiset kyvykkyydet ja yritystoiminnan luonteen vaikutus yrityksen tulevaan arvoon. Asiantuntijan mukaan pienessäkin yrityksessä saattaa olla esimerkiksi sellaisia skaalaetuja, joiden voidaan nähdä suurestikin vaikuttavan yrityksen lopulliseen arvoon, vaikka yritys itsessään ei vielä olisikaan toimialansa vakiintunut toimija. Tällaisessa tilanteessa yrityksen koolla ei ole suoraa vaikutusta yrityksen arvoon.

Asiantuntija alleviivaa, ettei yrityksen koolla itsessään ole vaikutusta yrityksen arvoon. Asiantuntija toteaa yrityksen pienen koon olevan yleensä paremminkin seurausta joko yrityksen nuoresta iästä, yrityksen toimiympäristön kilpailupaineesta tai yrityksen paikallisuudesta.

Mutta se, että onko se mikro vai pieni... -- Tää on täysin toimialakohtaistakin, mutta yleisesti ottaen voi sanoa, että jos se saavuttaa jo jonkun vaikka muutaman miljoonan liikevaihtoluokan, niin kyllä sillä on enemmän näyttöä siitä, että se konsepti toimii ja sillä vois olla enemmän kysyntää, kuin sitten että jos se on tosi paikallinen. Tai paikallinen, tai pieni. -- Tai sanotaan näin, että mikro- ja pienyrityksen välinen, niin kyllä se koko kuitenkin luo pohjaa sille, että tämä on vähän uskottavampi sitten, tiettyllä tapaa.

Samalla asiantuntija kuitenkin huomauttaa, että oleellista arvonmäärityksen kannalta on tietää, mistä yritys tulee, mihin se on menossa ja mikä on sen potentiaali. Lähtökohdat ovat huomattavasti erilaiset esimerkiksi tilanteessa, jossa kyseessä on vahvan kasvupotentiaalinen yritys, kuin tilanteessa, jossa arvoa määritellään tasaisen tuloksen paikalliselle yritykselle.

3. Mikä on teidän tapauksessanne mikro- tai pienyrityksen arvonmäärityksen tyypillinen tausta: yrityskauppa, oikeudellinen prosessi tai muu motiivi?

Asiantuntijan mukaan arvonmääritystilanteet voi jakaa eri luokkiin sen perusteella, tehdäänkö arvonmääritystä ostajalähtöisesti vai myyjän näkökulmasta. Ostajan näkemys riippuu siitä, onko kyseessä pääomasijoittaja vai teollinen toimija, sillä teollisen toimijan motiivina ovat ostettavan yrityksen tarjoamat synergiaedut, asiakkuudet tai muut tavoiteltavat kyvykkyydet. Pääomasijoittajan ja ostettavan yrityksen yhteensopivuus riippuu pääomasijoittajan tuottovaatimuksen sovittamisesta ostettavan yrityksen tuloksentelekokykyyn. Myyntipuolella myyjää tuetaan benchmark-analyyseillä myytävän yrityksen arvosta, jotta

mahdollinen yrityksestä tehty tarjous kohtaa yrityksen todellisen arvon eikä yrityksestä makseta myyjän kannalta alihintaa. Lähtökohtana benchmark-analyysissä käytetään markkinavaluuaatiota.

Varsinaisen yrityskauppapuolen ulkopuolelta asiantuntija mainitsee oikeuteen annettavat, lausuntotyyppiset käyvän arvon valuaatiot, tasearvojen impairment-testaukset sekä valuaatiot yritysten sisäisistä ennustemalleista.

#### 4. Mitkä ovat mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen keskeiset lähtötiedot?

Asiantuntija painottaa yrityksen kokoluokasta huolimatta kilpailutilanteen, toimialan tyyppillisten bisnesmallien, toimialan kilpailu- ja kasvunäkymien sekä muun julkisesti saatavilla olevan informaation merkitystä arvonmäärityksessä, mutta huomauttaa informaation merkityksen pienevän sitä mukaa, mitä pienemmän kokoluokan yrityksestä on kyse:

Etä se, että sitten jos mennään ihan todella mikeroon, niin sitten... Tai jos se on tosi mikro ja joku tosi paikallinen ja tosi vakiintunut, niin sitten näiden asioiden merkitys, niin voisin sanoa, että se vähenee.

Asiantuntija mainitsee myös tilinpäätöstiedot olennaisena osana arvonmäärityksen lähtötietoja ja toteaa muun yrityksen sisäisen tiedon olevan sitä käyttökelpoisempaa, mitä enemmän sitä arvonmääritystarkoitukseen saadaan. Asiantuntija nimeää olennaisimpana muun muassa yhtiön sisäiset kyvykkyydet, kuten asiakkuudet, liiketoimintasuunnitelman sekä kaluston kunnon.

#### 5. Mitkä ovat mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen keskeiset vaiheet?

Ensimmäiseksi arvonmäärityksen vaiheeksi asiantuntija tunnistaa ymmärryksen muodostamisen siitä, mistä yritys on tullut ja mitä yrityksen historiassa on tapahtunut. Katsauksella yrityksen menneisyyteen pyritään kartoittamaan syitä yrityksen nykytilanteelle huolimatta siitä, onko nykytilanne hyvä vai huono. Tämän jälkeen luodaan katsaus markkinoille ja arvioidaan yrityksen kasvupotentiaalia suhteessa markkinatilanteeseen ja olosuhteisiin ja validoidaan yrityksen liiketoimintasuunnitelma. Asiantuntija huomauttaa, että yrityksen liiketoimintasuunnitelmaan tulee suhtautua sitä kriittisemmin, mitä pienempi yritys on kyseessä. Yrityksestä rakennetun kokonaiskuvan perusteella valitaan tarkoitukseen sopiva arvonmääritysmenetelmä.

#### 6. Mikä on mikro- tai pienyrityksen strategisen analyysin merkitys?

Asiantuntijan mukaan erityisesti suomalaiset pääomasijoittajat ovat kiinnostuneita ensisijaisesti pienen kokoluokan yrityksistä, jolloin pääomasijoittajien luonnollisena intressinä on yrityksen strateginen analyysi. Asiantuntijan mukaan strategisen analyysin merkitys vaihtelee arvonmäärityksen lähtöasetelmien mukaan, sillä pääomasijoittajat ja teolliset ostajat tavoittelevat ostettavasta



yrityksestä eri asioita. Myyjän kannalta hyvä liiketoimintasuunnitelma antaa edellytykset yrityksen korkeammalle hinnalle, sillä strategisen suunnitelman voidaan katsoa luovan perustaa yrityksen tulevaisuuden arvolle.

#### 7. Mikä on mikro- tai pienyrityksen tilinpäätösanalyysin merkitys?

Asiantuntija suhtautuu varauksella tilinpäätösanalyysiin, sillä yrityksen arvonaluonnin kannalta historiatiedolla on pieni merkitys suhteessa tulevaisuuden näkymiin. Asiantuntija kuitenkin huomauttaa, että historiatieto toisaalta tukee arvonnäärittäjää erittelemään syitä yrityksen nykytilanteelle, joka voi luoda pohjaa myös yrityksen tulevaisuuden näkymille.

Mitä paremmin sen pystyy osoittamaan että se on menneisyydessä suoriutunut sitten myös tilinpäätöslukujen kautta, niin sillä on niinkun arvoon aina positiivinen vaikutus. Se on ihan selvä.

Asiantuntija kehottaa kriittisyyteen pienen yrityssektorin tilinpäätösanalyysin suhteen, sillä pienyrityskontekstissa historiatieto voi olla huonosti reflektoitavissa tuleviin vuosiin. Tämä johtuu siitä, että pienellä sektorilla vuodessakin voi tapahtua yritystoimintaan fundamentaalisesti vaikuttavia asioita, sillä pienen sektorin yritykset harvoin voivat hajauttaa riskejä suuryritysten tavoin. Näin olleen esimerkiksi muutokset asiakkuuksissa, tuotannontekijöissä tai toimialan sisällä voivat vaikuttaa yrityksen toimintaan suurensakin mittakaavassa. Asiantuntija näkeekin tilinpäätösanalyysin merkityksen korostuvan matalan riskin yrityksissä, joiden toiminnan voidaan nähdä vuosien saatossa vakiintuneen.

#### 8. Mitä arvonnäilysmalleja tai muita menetelmiä lähtökohtaisesti käytätte? Mitkä niistä soveltuvat mielestänne parhaimmin mikro- ja pienyritysten arvonnäilykseen? Miksi?

Asiantuntija nimeää arvonnäilysmenetelmistä verrokkianalyysin soveltuvan niin pienen kuin suurenkin sektorin arvonnäilykseen. Verrokkianalyysi vertailee asiantuntijan mukaan samalla toimialalla operoivien, arvonnäilyksen kohdetta vastaavien yritysten toteutuneita transaktioita ja niissä käytettyjä transaktiokertoimia. Verrokkianalyysi hyödyntää lisäksi soveltuvilta osin listattujen yritysten kertoimia. Seuraavaksi asiantuntija mainitsee diskontatut vapaat kassavirrat (DFC) sekä pääomasijoittajien paljon käyttämän menetelmän LBA, leveraged buyout. Asiantuntija mainitsee käyttävänsä myös diskontattujen osinkojen menetelmää, mutta toteaa sen olevan harvoin, jos koskaan, sovellettavissa mikro- tai pienyrityskontekstiin, sillä mallin oletuksena on tulevaisuuden osinkojen hyvä ennustettavuus.

Asiantuntijan mukaan arvonnäilysmenetelmän valinta riippuu olennaisesti siitä, mistä näkökulmasta arvonnäilystä katsoo. LBA-menetelmä palvelee pääomasijoittajien käyttötarkoitusta, mutta teolliset ostajat perustavat arvonnäilyksensä muihin menetelmiin.

Mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen menetelmistä sekä verrokkianalyysi että diskontatut vapaat kassavirrat ovat asiantuntijan käytännön arvonmääritystyön keskiössä. Olennaisena osana verrokkianalyysiä sekä DFC-mallia asiantuntija mainitsee ”pienyhtiöalennuksen”, eli korkeamman pääomakustannuksen, joka huomioi pienen yrityssektorin heikon likviditeetin.

9. Käytättekö yhtä vai useampaa mallia rinnakkain? Miten?

Malleja käytetään asiantuntijan mukaan useimmiten rinnakkain.

10. Mitkä muut seikat vaikuttavat mikro- tai pienyrityksen arvoon?

Asiantuntija alleviivaa toimialan, yrityksen sisäisten kyvykkyyksien, bisnesmallin sekä kilpailutilanteen vaikutuksen merkitystä mikro- ja pienyrityksen arvoon ja toteaa arvon riippuvan muista tekijöistä, kuin yrityksen koosta.

Asiantuntijat vaikuttavat muodostavan yhtenäisen näkökulman siitä, että etenkin mikro- ja pienyrityskontekstissa yrityksen todellinen arvo on tilinpäätöksen ulkopuolella. Tämä johtuu asiantuntijoiden näkemysten mukaan pääasiassa siitä, että yrityksen arvonmäärityksen kannalta sen arvoon olennaisesti vaikuttavat tekijät sijaitsevat numeerisen datan ulkopuolella, kuten asiakkuuksissa, tuotantoketjuissa, tuotannontekijöissä ja yrityksen muissa kyvykkyyksissä. Asiantuntijat alleviivasivat lisäksi toimialan ja muiden yrityksen ulkopuolisten tekijöiden merkitystä etenkin herkässä mikro- ja pienyrityskontekstissa, sillä pieni yritys on altis toimintaympäristössään tapahtuville muutoksille. Tutkimusaineiston kaikki johtopäätökset ja analyysi esitellään luvussa 6.

## 5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI

Asiantuntijoiden vastauksissa mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen menetelmiä koskien toistui odotetusti diskontattujen vapaiden kassavirtojen menetelmä. DFC-menetelmä on arvonmäärityskirjallisuudessa ja tutkimuksessa saanut osakseen paljon tunnustusta niin pien- kuin suuryritystenkin keskuudessa (mm. Chastenet & Jeannin 2007; Boudreaux yms. 2011), sillä vapaat kassavirrat perustuvat yrityksen todellisiin tuloksiin ja rahavirtoihin eivätkä siten ole välttämättä yhtä alttiita kirjanpidollisille tuloksenmuokkauskeinoille kuin muut arvonmäärityksen menetelmät (Katramo yms. 2013, 130). Sen sijaan asiantuntijoiden näkemyksissä toistunut verrokkirytysten transaktiokertoimiin perustuva arvonmääritys poikkeaa jonkin verran olemassa olevasta kirjallisuudesta ja tutkimuksesta, sillä kertoimiin perustuva arvonmääritys yhdistetään perinteisesti pörssikaupankäyntiin ja pörssiyhtiöosakkeiden valuaatioon (Demirakos, Strong & Walker 2004) ja verrokkirytyksiin perustuvan valuaation katsotaan soveltuvan heikosti pienyrityskontekstiin (Rodríguez López & Rubio Martín 2019). Käytännön asiantuntijatyössä kerrannaiset ovat kuitenkin yleisessä käytössä myös mikro- ja pienyhtiökontekstissakin.

Arvonmäärityksen ensisijaisena lähtötietona asiantuntijat pitivät tilinpäätöstietoja. Tilinpäätöstiedot eivät kuitenkaan ole täysin ongelmaton lähtökohta arvonmääritykselle ja niiden merkitys ja käyttökelpoisuus on sitä pienempi, mitä pienemmän kokoluokan yrityksestä on kysymys. Vaikka argumentteja ja taustaa pienyrityksen tilinpäätösinformaation luotettavuuden ja relevanttiuden puolesta onkin (Elnathan yms. 2010), tilinpäätöstietoihin tulee asiantuntijoiden mukaan suhtautua varauksella. Yksi asiantuntijoiden vastauksissa toistunut näkemys oli se, että pienessä kokoluokassa yrityksen tulevaisuuden ennustaminen voi historiatiedon perusteella olla hyvinkin epävarmaa siksi, että liiketoiminnan kannalta fundamentaalisia, mutta toisaalta hyvin sattumanvaraisia asioita voi tapahtua hyvinkin lyhyellä aikajänteellä. Tästä asiantuntija D antaa esimerkkinä metalli- ja sahaiteollisuuden, joiden muutaman vuoden takainen äkillinen ja osin ennaltaarvaamaton piikki nostatti alan yritysten liikevaihdon ennätysellisiin lukemiin lyhyen aikavälin sisällä. Vastaavat äkilliset yrityksen ulkopuoliset – tai mikseivät

sisäisetkin - muutokset voivat saada pienyrityssektorilla suuretkin mittasuhteet yritystoiminnan keskittyessä vain muutamaaan tuotteeseen, muutamaaan pääasiakkaaseen, muutamaan keskeiseen tuotannon tekijään ja niin edelleen.

Nämä "fundamentaaliset asiat" voivat olla vaikutukseltaan niin positiivisia kuin negatiivisiakin. Vaikutuksen positiivisesta tai negatiivisesta luonteesta huolimatta olennaista on niiden vaikutus kohdeyrityksen tilinpäätöstietoon. Ensimmäisenä tulee huomioda fundamentaalisten asioiden viiveellinen vaikutus tilinpäätöstietoon – tilinpäätöksiä julkaistaan tyypillisesti kerran vuodessa, useimmiten vuodenvaihteessa. Julkista tilinpäätöstieto on vasta tilintarkastettuna, jolloin tapahtuman – esimerkiksi piikin romumetallihinnoissa – vaikutus voi olla sidosryhmien saavutettavissa vasta yli vuodenkin päästä varsinaisen ilmiön tapahtumisesta. Näin ollen tilinpäätöstieto on kriittisesti tarkasteltuna jo tuoreeltaankin vanhentunutta. Toisekseen vastaavilla ilmiöillä on tilinpäätöstietoon hetkellisesti suurikin vaikutus, mutta toiminnan ei voida katsoa jatkuvan epätyypillisten olosuhteiden mukaisena tulevina tilikausina. Vastaavat ilmiöt vaikuttavat toki myös keskisuurten ja suuryritystenkin toimintaan, mutta suuremman kokoluokan yrityksissä toiminta ja riskit on usein hajautettu siten, etteivät muutokset yrityksen olosuhteissa ja toimintaympäristössä välttämättä aiheuta vastaavia vaikutuksia liiketoimintaan, kuin pienemmän sektorin yrityksillä.

Tilinpäätöstietojen ongelmallisuus ei rajoitu pelkkään huonoon ennustettavuuteen. Kaikki asiantuntijat totesivat arvonmäärityksen lähtötietojen vastaavan pitkälti yrityksen tilinpäätöstietoja ja ohjausjärjestelmistä eri muodoissa ulos saatavaa dataa. Asiantuntijat olivat siitä huolimatta yksimielisiä siitä, että arvonmäärityksen kannalta olennaisin tieto sijaitsee tilinpäätöksen ulkopuolella, sillä numeerinen tieto jättää lopulta yrityksen todellisesta arvosta paljon sanomatta. Lisäksi asiantuntija C huomauttaa ostavan yrityksen olevan kiinnostunut paremmin ostettavan yrityksen kyvykkyyksistä ja synergioista, kuin numeerisesta datasta. Näin ollen ei ole suurikaan ihme, ettei kukaan asiantuntijoista anna tilinpäätösanalyysille juurikaan merkitystä osana yrityksen arvonmääritystä. Osa asiantuntijoista jopa sivuuttaisi tilinpäätösanalyysin kokonaan. Asiantuntija C huomauttaa lisäksi, että tilinpäätösanalyysin perustavanlaatuisena ongelmana on myös se, että se olettaa yrityksen toiminnan jatkuvan vastaavanlaisena myös mahdollisen yritysoston – eli merkittävien muutosten – jälkeenkin. Tämä harvoin pitää paikkaansa, sillä omistajanvaihdoksen tarkoituksena on usein vanhan, useissa tapauksissa tehottoman yritystoiminnan virtaviivaistaminen, ostavan ja ostettavan yrityksen sulautumisella saavutettavat synergiaedut ja niin edelleen.

Asiantuntijoiden haastatteluvastauksissa korostui strategisen analyysin merkitys osana mikro- ja pienyrityksen arvonmääritystä. Strategisella analyysillä nähtiin ennen kaikkea olevan olennainen osa yrityksen tulevaisuuden ennusteiden laatimisessa. Enemmistö asiantuntijoista painotti strategisen analyysin merkitystä juuri pienyrityskontekstissa siksi, että tilinpäätöstietoihin pohjautuva arvonmääritys voi helposti perustua sattumanvaraisiin piirteisiin ja epäluotettaviin ennusteisiin. Siksi yrityksen kyvykkyyksiä ja toisaalta myös riskisyyksiä on asiantuntijoiden mukaan hyvä katsoa tilinpäätöksen ohi, sillä yritysoston yleisimpien motiivien ja taustojen valossa ostava yritys tavoittelee ostettavalta

yritykseltä ennen kaikkea synergioita tai muuta tuotannollista hyötyä. Tällöin historiallinen tilinpäätöstieto – tilinpäätöstietohan on jo samana päivänä tuotetunakin vanhentunutta – on vain rajallisesti hyödyllistä arvonmäärittystarkoituksessa, joka usein arvioi juuri käytännön synergiahyötyjä ja niiden taloudellista arvoa ostavan yrityksen näkökulmasta. Siksi strateginen analyysi on hyvin olennaisena osana pienyrityksen arvonmäärittystä. Asiantuntijat puhuivat erityisesti toimialan huomioimisen tärkeydestä osana strategista analyysiä, ja asiantuntija A mainitsi jopa arvonmäärittäykseen valikoituvan laskentatavan saattavan vaihdella toimialasta riippuen.

Asiantuntijat olivat yksimielisiä siitä, että substanssiarvo on huono lähtökohta yrityksen arvonmäärittäykselle, ellei lähtökohtana ole lopettavan yrityksen tuotannon tekijöiden myynti eteenpäin sellaisenaan. Vaikka substanssiarvo on jatkuvuusperiaatteen olettaman yrityksissä harvoin käyttökelpoinen arvonmäärittäysmenetelmä, useat asiantuntijat huomioisivat arvonmäärittäyksessä yrityksen omaisuuden silloinkin, vaikka yrityksen tasearvot näyttäisivät lähestyvän nollassa. Asiantuntijat jakoivat näkemyksen siitä, että etenkin mikro- ja pienyrityskontekstissa yrityksen tasearvot harvoin osoittavat yrityksen aineellisen ja aineettoman omaisuuden markkina-arvoa. Koska pienen kokoluokan yritysten arvonmäärittäminen harvoin on suoraviivainen, yhteen arvonmäärittäysmenetelmään tukeutuva prosessi, arvonmäärittäminen tulee huomioida varsinaisen yritystoiminnan lisäksi tuotannon tekijöiden vaikutus lopulliseen arvoon. Siksi on olennaista muiden tilinpäätösoikaisujen ohella oikaista myös tase-erät vastaamaan niiden markkina-arvoja. Asiantuntija C huomauttaa oikaisemattomien tasearvojen edustavan usein tuotannon tekijöitä, joita on vuosia poistettu vastaamaan tuotannon tekijän käytöstä ja iästä koituvaa kulumista. Tuotannon tekijöihin kohdistetut lakisääteiset poistot kuluttavat alkuperäisen hankintamenoa vuosi vuodelta niin pieneksi, että jäljelle jäävä hankintameno on lopulta kaukana tuotannon tekijän todellisesta markkina-arvosta. Huomioimisen arvoista onkin, että tuotannon tekijöistä tehtävät poistot eivät tähtääkään markkina-arvoon, vaan niiden tarkoituksena on välttää niiden yliarvostus taseella. Siksi poistot kuluttavat tuotannon tekijät niiden todelliseen markkina-arvoon nähden liian nopeasti loppuun.

Asiantuntijoista suurin osa huomauttaa lisäksi aineettomien tase-erien arvostuksen puuttuvan tasearvoista usein kokonaan. Tällöin liiketoiminnan kannalta hyvinkin olennaisia tuotannon tekijöitä ei näy yrityksen omaisuudessa ollenkaan, vaikka liiketoiminta voi olla aineettomista tuotannon tekijöistä hyvinkin riippuvainen. Pelkän konkreettisen omaisuuden huomioiminen taseella on ongelmallista etenkin nykyaikaisissa yrityksissä, joissa yrityksen osaaminen ja tehokkuus on pitkälti sitoutunut erilaisiin järjestelmiin sekä niitä käyttävään henkilökuntaan, eikä niinkään koneisiin ja kalustoon. Tasearvojen oikaisu niin markkina-arvojen kuin aineettomien erien osalta on oleellista etenkin siitä syystä, että mikro- ja pienyrityksen arvonmäärittäminen usein yhdistelee sekä tuottoarvomenetelmiin että substanssiarvomenetelmiin perustuvia menetelmiä, jotka huomioivat varsinaisen liiketoiminnan lisäksi myös yritykseen sitoutuneen omaisuuden.

Yrityksen pieni koko yhdistetään usein ongelmiin ja yrityksen arvoa pienentäviin tekijöihin. Näiden ongelmien oletetaan edelleen korreloivan yrityksen

koon pienentyessä – mitä lähemmäs mikroyrityksen kokorajoja päästään, sitä suurempi negatiivinen vaikutus yrityksen arvoon. Yrityksen koko ei kuitenkaan yksioikoisesti ole arvoon negatiivisesti vaikuttava tekijä, vaikka arvonmäärityskirjallisuus lähes yksinomaan käsittelee pienyrityksen koon negatiivisia vaikutuksia yrityksen arvoon. Yrityksen koko ei todellisuudessa itsessään ole peruste pienyritysalennukselle tai muulle arvon vähennykselle. Sen sijaan yrityksen pienuus on usein seurausta yrityksen ympäristöstä ja olosuhteista.

## 5.1 Mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen erityispiirteet

Tutkimuksen tulokset on koottu alla olevaan matriisiin asiantuntijoiden vastauksien mukaisesti. Matriisissa on esitelty asiantuntijoiden taustoja sekä asiantuntijoiden näkemyksiä yrityksen arvonmäärityksen erityispiirteistä suhteessa asiantuntijan taustaan. Tulokset on koottu sarakkeen oikeaan reunaan suhteellisin osuuksin. Esimerkiksi 100% asiantuntijoista pitää strategista analyysiä olennaisena osana yrityksen arvonmääritystä. Matriisin tulosten yksinkertaistetusta esitystavasta huolimatta asiantuntijoiden vastauksia ei välttämättä voida litteroidun haastattelumateriaalin perusteella yksiselitteisesti jakaa matriisin eri elementtien kesken. Matriisi on koostettu harkintaa käyttäen haastateltavien vastauksia varovasti tulkiten, jotta tutkimustulokset olisivat helposti luettavissa.

Haastateltava		A	B	C	D	Yht.	%
Koulutus	Kauppätieteellinen	x	x		x	3	75
	Valtiotieteellinen			x		1	25
	Oikeustieteellinen		x			1	25
Yhteisö	Yritys	x		x	x	3	75
	Instituutio		x			1	25
Motivaatio	Liiketaloudellinen	x		x	x	3	75
	Verotuksellinen	x	x	x		3	75
	Oikeudellinen	x	x	x	x	4	100
Analyysi	Strateginen	x	x	x	x	4	100
	Tilinpäätös	x	x			2	50
Malli	Markkina-arvo	x	x		x	3	75
	Tuottoarvo	x	x	x	x	4	100
	Kustannusarvo	x	x	x		3	75
	Verottaja		x			1	25
	Peukalosäännöt	x				1	25
Muita		a, b,c,d	d,e,f,g	a,c,d,g,h	d,i		

TAULUKKO 2 Haastattelumatriisi

a = toimiala  
b = vakaus  
c = aineeton omaisuus  
d = rinnakkaisia malleja  
e = henkilöityminen  
f = objektiivinen arvo  
g = sijainti  
h = oikaistu tase  
i = pääomakustannus

Tutkimukseen haastateltiin taustaltaan erilaisia yrityksen arvonmäärityksen asiantuntijoita, jotta yrityksen arvonmäärityksen motiiveja, taustoja sekä arvonmäärityksen lähtökohtia ja arvonmäärityksessä käytettyjä erilaisia menetelmiä ja laskentatapoja saatiin analysoitua monesta eri näkökulmasta. Asiantuntijat voidaan jakaa koulutuksensa sekä kokemuksensa perusteella eri kategorioihin sen mukaan, missä kontekstissa kukin asiantuntija on ollut mikro- ja pienyrityksen arvonmäärityksen kanssa tekemisissä. Asiantuntijat A, C sekä D ovat työurallaan lähestyneet yrityksen arvonmääritystä puhtaasti liiketaloudellisesta näkökulmasta lähtökohtaisesti yrityskaupan tai erilaisten yritysjärjestelyjen yhteydessä, mutta sivunneet urallaan arvonmääritystä myös oikeudellisessa asiayhteydessä. Asiantuntijoilla on kaupallinen, yliopistotason koulutus. Asiantuntija B on analysoinut yrityksen arvonmääritystä lähtökohtaisesti oikeudellisessa kontekstissa ja lähestyy arvonmääritystä siten institutionaalista näkökulmasta. Asiantuntija B:llä on yliopistotason koulutus sekä kaupalliselta että oikeudelliselta alalta. Yrityksen arvonmäärityksen lähtökohdat ja motiivit voivat liiketaloudellisessa ja oikeudellisessa kontekstissa poiketa toisistaan, mutta huomion arvoista on se, että yrityksen arvonmääritysmenetelmät ja arvonmäärityksessä huomioon otettavat seikat ovat kontekstista huolimatta lähtökohtaisesti samat.

Kaikki neljä asiantuntijaa pitävät yksimielisesti strategista analyysiä olennaisena osana mikro- ja pienyrityksen arvonmääritystä. Tämä on linjassa olemassa olevan tutkimuksen kanssa, jonka mukaan strategisen analyysin avulla kartoitettu yritysکوhtainen riski on avainasemassa yrityksen arvonmäärityksessä (mm. Fama & French 1988; Hitchner 2017, 103&108). Asiantuntijat painottivat strategisen analyysin merkitystä erityisesti yrityksen tulevaisuuden ennusteiden laatimisen kannalta, sillä pienyrityskontekstissa ennustettavuus on herkän toimintaympäristöön reagoinnin takia vaikeaa. Pienyritysten alttius reagoida toimintaympäristön muutoksiin tekee ennusteiden laatimisesta arvionvaraisempaa ja siten epäluotettavampaa, jolloin tulevaisuuden suunnitelmallisuuden tärkeys korostuu. Strateginen analyysi tarjoaa mukaan ennen kaikkea työkaluja ja näkökulmia yrityksen toimintaympäristön ja sen tulevaisuuden kehityksen vaikutusten ymmärtämiseen.

Tilinpäätöstiedot mainittiin kaikkien asiantuntijoiden toimesta keskeisiksi arvonmäärityksen lähtötiedoiksi. Tästä huolimatta varsinainen tilinpäätösanalyysi sai vain vähän, jos ollenkaan, kannatusta asiantuntijoilta. Asiantuntijat

antoivat sitä vähemmän merkitystä tilinpäätöstiedoille, mitä pienemmästä yrityksestä on kysymys. Asiantuntija C perusteli heikkoa luotettavuutta sillä, että pienyritysten intressinä on paremminkin tuloverotuksen optimointi kuin tilinpäätöksen tuloksen edustavuus sidosryhmänäkökulmasta. Asiantuntija huomautti tilinpäätöksen olevan pienyrityksille lähinnä lakisääteinen velvollisuus, eikä niinkään sisäisen laskennan ja ohjauksen väline. Tämä on linjassa De Franccon yms. (2011) tutkimuksen kanssa, joka toteaa pienyritysten kirjanpitojärjestelmien ja sisäisten valvontajärjestelmien puutteiden juontavan juurensa pääomantarjoajien pienempiin vaatimuksiin yksityisen yrityksen tilinpäätösinformaation esitystavoista suuryritykseen verrattuna.

Arvonmäärittämissä menetelmistä substanssimalli sekä vapaan kassavirran malli olivat eniten asiantuntijoiden käytännön arvonmäärittämisessä esiintyneet arvonmäärittämissä menetelmät. Mikään menetelmä ei sellaisenaan saanut yksimielistä kannatusta asiantuntijoiden keskuudessa, mutta asiantuntijat olivat kaikki samaa mieltä siitä, että tuottoarvomenetelmät soveltuvat mikro- ja pienyrityskontekstiin parhaiten. Tutkimustulos on linjassa olemassa olevaan tutkimukseen, joka useimmiten suosii tuottoarvomenetelmiin nojautuvaa arvonmäärittäystä pienyrityskontekstissa (Allee yms. 2020; Chasteney yms. 2007). Vapaisiin kassavirtoihin perustuvaa laskentaa suosivat asiantuntijat A, B sekä D. Asiantuntija C perusti arvionsa yrityksen arvosta lähes poikkeuksetta oikaistun käyttökateen laskentaan, joka huomioi ainoastaan yrityksen operatiiviset tuotot ja kulut ollen siten riippumaton yrityksen tuloverotuksesta ja rahoitusrakenteesta. Käyttökateeseen tehtäviä oikaisuja voivat olla esimerkiksi kertaluontoiset tuotot tai kuluerät.

Verrokkiyritysten transaktiokertoimiin perustuva arvonmäärittäminen esiintyi hieman yllättävästikin käytännön arvonmäärittämisessä myös mikro- ja pienyrityskontekstissa. Tutkimustulos poikkeaa olemassa olevasta kirjallisuudesta ja tutkimuksesta, joka yhdistää kertoimiin perustuvan arvonmäärittäksen perinteisesti pörssi- ja osakemarkkinoihin ja pörssi- ja osakemarkkinoita koskevaan arvioon (Demirakos yms. 2004; Cooper yms. 2021). Verrokkiyrityksiin perustuvan arvioinnin on siten katsottu soveltuvan heikosti pienyrityskontekstiin (López yms. 2019). Asiantuntijoista D käytti transaktiokertoimia myös pääasiallisena menetelmänä mikro- ja pienyrityksen arvonmäärittämisessä, mutta asiantuntija A käyttäisi transaktiokertoimia lähinnä arvonmäärittäksen tukena.

Vaikka kukaan asiantuntijoista ei yksinään määrittäisi yrityksen arvoa sen substanssiarvon perusteella, asiantuntijat olivat yksimielisiä siitä, että substanssiarvolla on kuitenkin mikro- ja pienyrityskontekstissa merkityksensä. Kaikki asiantuntijat kehottaisivat yrityksiä oikaisemaan tasearvonsa niin aineellisten kuin aineettomien erien osalta vastaamaan niiden markkina-arvoja, jotta yrityksen taseella näkyvä omaisuus vastaisi sen todellista arvoa, sillä taseerien taustalla on kuitenkin merkittävä osa yrityksen tuotannontekijöistä. Myös Watts (2003) huomauttaa yrityksen nettovarallisuuden olevan usein sellaisenaan aliarvioitu ja siten epärelevantti lähtökohta yrityksen arvolle. Vaikka substanssiarvo on harvoin sellaisenaan yhdisteltävissä esimerkiksi tuottoarvoon, se voidaan asiantuntija B:tä referoiden nähdä arvonmäärittäksen yhteydessä yrityksen



eräänlaisena ”tarkistusarvona”, johon muu yrityksen arvonmääritys, kuten tuototarvo, tukeutuu.

Ohittamaton osa tutkittavan yrityskokoluokan arvonmääritystä on asiantuntija D:n mukaan pääomakustannuksen ja yrityksen kokoluokan välinen kausaliiteetti, sillä yritystoiminnan laajenemisen ja kehittämisen elinehto on rahoitus. Pääomakustannuksen ja yrityksen kokoluokan syy-yhteyden osoittaa myös Cooperin yms. (2021) tutkimus, joka toteaa yrityskohtaisen riskin ja sen vaikutuksen pääomakustannukseen noudattavan samaa linjaa pitkän teoreettisen historian kanssa. Oli kyseessä kumpi rahoituksen muoto tahansa, rahoituksen hinta nousee sitä mukaa, mitä suuremmalle riskille oman pääoman tai vieraan pääoman ehtoinen sijoittaja pääomansa altistaa. Tutkimuksessa on käsitelty paljon mikro- ja pienyrityksen koon merkitystä sen yleiseen riskisyyteen ja toimintaympäristön muutosten reagoitiherkkyyteen, sillä yrityksen varmuuden ja vakauden on huomattu vahvasti positiivisesti korreloivan yrityksen kokoluokan kanssa. Tällä on valitettavasti vaikutuksensa myös yrityksen rahoituksen hintaan, ja pieni yritys maksaa rahoituksestaan suuren hinnan suhteessa suuremman ja vakaamman yrityskentän yrityksiin. Tällöin pienen yrityksen edellytykset vaikkapa laajentamiseen, investointeihin ja tuotekehitykseen ovat heikommät, jolloin yritys on alttiimpi jäämään kilpailijoistaan jälkeen.

Joissain tapauksissa yrityksen toimiala määrittelee mikro- tai pienyrityksen arvonmääritysmenetelmän. Asiantuntija A mainitsee dynaamisen kasvun teknologiayrityksiä arvoitettavan poikkeuksellisesti liikevaihdon perusteella, vaikka liikevaihto yrityksen mittarina ei kerro sen suorituskyvystä välttämättä mitään. Tästä huolimatta nopean kasvun teknologiayrityksiä on asiantuntijan mukaan lähihistoriassa perinteisesti arvoitettu erilaisilla liikevaihdon peukalosäännöillä, kuten liikevaihto kerrottuna kahdellakymmenellä. Vastaavasti perinteisemmällä toimialalla operoivan yrityksen arvo voidaan laskea samalla periaatteella, mutta liikevaihdon sijasta kertoimena käytetään esimerkiksi käyttökattetta, joka laskee yritykselle hyvinkin erilaisen arvon liikevaihdon kertoimeen verrattuna. Siten toimialalla voi olla yrityksen arvonmääritykseen hyvinkin suuri vaikutus.

Pienyrityskontekstissa on havaittavissa yllättäviäkin arvonmuodostuksen tekijöitä, jotka esimerkiksi perinteisiin arvoajureihin, kuten tehokkaaseen operatiiviseen toimintaan, taloudelliseen suorituskykyyn tai innovointiin nähden voivat vaikuttaa hyvinkin toissijaisilta. Asiantuntija B mainitsee joissain tapauksissa yrityksen sijainnin olevan tällainen arvonmääritykseen huomattavastikin vaikuttava tekijä. Asiantuntija mainitsee tällaisesta yrityksestä esimerkkinä huoltoasemaliiketoiminnan. Sijainnilla voidaan nähdä olevan merkittäväkin vaikutus esimerkiksi asiakaskunnan saatavuuteen, kilpailuympäristöön tai toimitusketjun tehokkuuteen. Huomion arvoista mikro- ja pienyrityskontekstissa on siis kontekstuaalisten arvonmuodostustekijöiden tunnistaminen ja arviointi osana yrityksen arvonmääritystä, jotta arvonmääritysprosessi on pienyrityksen kannalta kokonaisvaltainen ja ennen kaikkea tarkoituksenmukainen. On kuitenkin huomattava, että kontekstuaalisten tekijöiden vaikutus on hyvin yrityskohtaista, eikä sijainnilla ole samanlaista vaikutusta esimerkiksi järjestelmäpalveluja tarjoavassa teknologiayrityksessä.

Arvonmäärityskirjallisuus jakaa arvonmäärityksen perinteisesti yrityksen operatiivista liiketoimintaa koskevaan liiketoimintakauppaan ja osakekantaa koskevaan osakekauppaan (esim. Katramo yms. 2013, 183). Tällöin arvonmäärityksen kohteen ajatellaan lähtökohtaisesti olevan jompikumpi ja kohteen perusteella valitaan usein myös arvonmääritysmenetelmä. Asiantuntija C lähestyy arvonmääritystä mikro- ja pienyrityskontekstissa kuitenkin tyypillisistä lähtökohdista poiketen niin, että valuaation kohteena olevalle yritykselle lasketaan pääsääntöisesti aina ensin liiketoimintakaupan arvo, jossa arvonmäärityksen kohteena on koko liiketoiminnan toiminnallinen kokonaisuus tuotannontekijöineen, asiakassuhteineen ja niin edelleen. Tämän jälkeen määritellään arvo yrityksen myytävälle osakekannalle – mikä prosentuaalinen osuus osakekannasta sitten onkaan myytävänä. Osakekaupan arvo saadaan siten määrittelemällä ensin liiketoimintakaupan arvo, johon lisätään yrityksen varat vähennettynä veloilla. Tämä poikkeaa jonkin verran kirjallisuudessa esitetystä oletuksesta, jonka mukaan arvonmäärityksen keskeisenä lähtökohtana on valita arvonmäärityksen lähestymistapa sen mukaan, mitä osaa yrityksestä ollaan myymässä; osakekantaa vai liiketoimintaa.

Yrityksen hintaan vaikuttavista tekijöistä asiantuntija A mainitsi omistajan kiintymyssuhteen myytävään yritykseen. Tilanteessa, jossa halukkaita yrityksen ostajia on useampi kuin yksi, omistaja ei välttämättä perusta päätöstään yrityksen seuraavasta omistajasta pelkkään hintaan eli korkeimpaan tarjoukseen, vaan myyjä voi pitää esimerkiksi toiminnan jatkuvuutta ja henkilöstöön omistajanvaihdoksen myötä vaikuttavia seikkoja saatavaa hintaa tärkeämpänä. Tällöin toteutunut kauppahinta ei vastaa korkeinta hintatarjousta, kuten useimmissa yrityskauppatilanteissa. Asiantuntija C mainitsee kauppahintaan vaikuttavana tekijänä myös mahdollisen kauppahinnan niin sanotun osamaksun, jolloin ostaja maksaa ostettavan yrityksen osissa ja lopullinen kauppahinta määräytyy vasta ”tutustumisprosessin” ja sulautumisen yhteydessä. Tällöin ostajalla on mahdollisuus jakaa yritysostoon liittyvää riskiä siten, että kauppahinta muodostuu vasta toteutuneiden ja todellisten synergioiden tai muun hyödyn myötä.

Kaikki asiantuntijat mainitsivat vahvan omistajaan henkilöitymisen olevan tyypillinen mikro- ja pienyrityksen ominaisuus. Henkilöityminen on usein sitä vahvempaa, mitä pienemmän kokoluokan yritys on kyseessä. Yritystoiminnan personoituminen nähtiin lähtökohtaisesti yrityksen arvoon negatiivisesti vaikuttavana tekijänä, mutta asiantuntija A huomautti vaikutuksen olevan neutraali silloin, kun omistajan panos ja tietotaito on onnistuneesti siirretty yritykseen ennen omistajanvaihdosta. Tämä vaatii usein omistajan sitoutumisen yritykseen vielä muutamaksi vuodeksi yrityskaupan jälkeen. Mikro- ja pienyritykselle tyypillinen henkilöityminen sekä tilinpäätöstietojen huono edustavuus ovat usein tehokkaan arvonmäärityksen esteenä. Kaikki asiantuntijat mainitsevatkin johdon haastattelun tärkeyden osana arvonmääritysprosessia, jotta yritystoiminnasta saadaan arvonmääritystä varten tarpeeksi kattava ja oikea kuva. Asiantuntija C käyttää tapahtumasta termiä ”jalkautuminen”, jolla asiantuntija viittaa yritykseen käytännön tasolla tutustumiseen. Asiantuntijan mukaan jalkautuminen on

olennaista varsinkin mikro- ja pienyrityskontekstissa, jossa arvonmääritys täytyy perustaa muuhun kuin toisinaan ”harhaiseenkin” tilinpäätöstietoon.

Mikro- ja pienyrityskontekstissa yrityksestä maksettava hinta on asiantuntija C:n mukaan ennen kaikkea vaihtoehtoiskustannus samanlaisen yrityksen perustamiselle. Näin ollen yrityksen arvon voidaan pienyrityskontekstissa nähdä vastaavan sekä tuotannon tekijöiden yhteenlaskettua arvoa että yrityksen tulevaisuuden tuottojen nykyarvoon diskontattua määrää. Vaihtoehtoiskustannuksena on tällöin alkupääoman investointi tuotannon tekijöihin sekä tuotannon tekijöiden tulevaisuudessa tuottaman tuoton määrä. Siksi yrityksen arvo on usein esitetty tuotto- ja substanssiarvon yhdistelmänä. Asiantuntija B käyttääkin pienyrityskontekstissa erilaisten arvonmääritysmenetelmien yhdistelystä syntyneitä arvoja ”yhdistelmäarvoksi”. Yhdistelmäarvolle tyypillistä on juuri substanssiarvon yhdistäminen tuottoarvon kanssa. Myös Barkerin (1999) tutkimus toteaa arvonmääritysmalleja käytettävän usein suhteessa toisiinsa. Yrityksen arvon ei siis katsota yksiselitteisesti muodostuvan tietyn arvonmääritysmallin tuloksena.

Keskeisimpien havaintojen joukkoon voi asiantuntijahaastattelujen perusteella nostaa sen, että yrityksen koko ei itsessään ole peruste kirjallisuudessa paljon puhutulle pienyritysalennukselle. Asiantuntijahaastattelujen perusteella pienyrityksen arvoon negatiivisesti vaikuttava tekijä ei ole sen likviditeetin puute, kuten Kooli yms. (2003) asian esittää, vaan yrityksen arvoon vaikuttaa paremminkin sen koon merkitys yrityksen sisäisiä ja ulkoisia riskejä hajauttaessa, sillä yrityksen varmuus ja vakaus korreloivat vahvasti yrityksen kokoluokan kanssa. Suuren kokoluokan yritys voi hajauttaa riskejään suurilla asiakas- ja jakelijaverkoistoilla, laajalla tuoteportfoliolla ja niin edelleen. Pienyrityksen päivittäinen operatiivinen toiminta on usein muutamien lojaalien asiakkaiden, jakelijoiden ja tarkkaan valitun tuotevalikoiman varassa, jolloin muutokset sen toimintaympäristössä voivat lyhyelläkin aikavälillä saada aikaan peruuttamattomia vaikutuksia.

## 5.2 Tutkimuksen rajoitteet

Tutkimuksen rajoitteita arvioitaessa olennaisimpana rajoituksena saatujen tulosten ja niistä tehtävien johtopäätösten kannalta on haastateltavien asiantuntijoiden ja siten tutkimusaineiston määrä. Haastateltavien määrää kasvattamalla tutkimusta voitaisiin tieteellisessä kontekstissa pitää luotettavampana ja täsmällisempänä. Pro gradu -tutkielman rajoituksena on kuitenkin resurssien merkittävä niukkuus suhteessa tutkittavan aiheen merkityksellisyyteen. Etenkin haastattelun muodossa toteutettava tutkimus törmää usein siihen tosiasiaan, että vaikka haastatteluja voisi käytettävissä olevan ajan puitteissa toteuttaa useita, litteroitavan aineiston määrä kohoaa yhdenkin haastateltavan lisäyksestä useilla kymmenillä sivuilla. Tästä syystä haastateltujen asiantuntijoiden määrä haluttiin pitää pienenä ja resursseja keskitettiin paremminkin sopivien haastateltavien etsimiseen kuin haastateltavien suuren määrän tavoitteluun. Haastateltavien rajattua määrää perusteltiin myös laadullisen tutkimuksen ominaisuudella, jossa

tutkimus ”pyrkii kuvaamaan jotakin tapahtumaa, ymmärtämään tiettyä toimintaa tai antamaan teoreettisesti mielekkään tulkinnan jostakin ilmiöstä (Eskola yms. 1998, luku 2), ja jonka ideana on ”löytää aineistosta jotakin uutta ja ennen havaitsematonta, uusia jäsennyksiä ja uusia merkityksiä, ennen kuvailemattomia tapoja ymmärtää ympäröivää inhimillistä todellisuutta (Ruusuvuori yms. 2010, Haastattelun analyysin vaiheet; analyysin vaiheet). Yleisesti tunnistettuna faktana voitaneen lisäksi pitää sitä, ettei laadullisen tutkimuksen tarkoituksena olekaan yleistysten teko, kuten suuria määriä esimerkiksi kyselylomaketuloksia käsittelevässä kvantitatiivisessa tutkimuksessa.

### 5.3 Jatkotutkimusehdotukset

Tutkimuksessa on jouduttu huomioimaan käytettävissä olevien resurssien rajallisuus. Tämä rajallisuus koskettaa erityisesti tutkimusaineiston määrää ja sen hallittavuuteen liittyviä rajoituksia; tutkimuksessa käytettyjen resurssien puitteissa haastatteluita pystyttiin toteuttamaan hyvin rajallinen määrä suhteessa tutkittavan aiheen tärkeyteen – kuten luvussa 2 tuotiin esille, mikro- ja pienyritykset kattavat suuren osan bruttokansantuotteesta ja niiden merkitys työllistymisen kannalta on vielä suurempi. Mikro- ja pienyrityssektorin merkitystä ei siis ole syytä väheksyä. Laajamittaisempi tutkimus aiheesta palvelisikin sidosryhmiä niin kansallisella kuin globaalillakin tasolla. Liian moni tutkimus päättyy toteamaan mikro- ja pienyrityssektorin arvonmäärityksestä sen, miten huomattavasti monimutkaisempaa se on suhteessa pörssiin listattuihin yrityksiin. Käytännön ratkaisuja tähän dilemmaan on vain vähän, vaikka ongelma onkin yleisesti tunnistettu ja kirjallisuudessa esitelty. Käytännön tason teoriaa ja tutkimusta tarvitaan siis enemmän – silläkin ehdolla, että mikro- ja pienyrityssektorin tutkimus vie informaatioasymmetriaongelman vuoksi tavallista enemmän aikaa.

Jatkotutkimus voisikin laajempialaisesti keskittyä tarkastelemaan mikro- ja pienyritysten arvonmäärityksen esteitä ja hidasteita tarkemmin. Tämä voitaisiin suorittaa esimerkiksi laajemmalla haastattelututkimuksella, jonka kautta tutkimustuloksena saatuja yleistyksiä ja johtopäätöksiä voitaisiin pitää tieteellisesti luotettavampina. Huomion arvoista on myös se, että valtaosa olemassa olevasta tutkimuksesta luo katseen pieniin ja keskisuuriin yrityksiin rajaten samalla pois mikroyritykset. Samalla luokittelu laajentaa tutkimuksen kattamaan pienyritysten lisäksi keskisuuria yrityksiä, jotka ovat kokonsa puolesta jo huomattavasti mikro- ja pienyrityssektorin yrityksiä suurempia liiketoimintakokonaisuuksia (katso luokitteluista lisää luvusta 2). Näin ollen aikaisempi tutkimus jättää vain vähälle arvolle varsinaiset mikro- ja pienyritykset. Tästä syystä tutkimuksen katse olisi syytä siirtää koskettamaan myös yhteiskunnallisen ja taloudellisen merkityksen aitoja voimanpesiä – mikro- ja pienyrityksiä.

## LÄHTEET

- Alasuutari, P., & Alasuutari, P. (2012). Laadullinen tutkimus 2.0. Vastapaino.
- Allee, K. D., Erickson, D., Esplin, A. M., & Yohn, T. L. (2020). The Characteristics, Valuation Methods, and Information Use of Valuation Specialists. *Accounting Horizons*, 34(3), 23-38.
- Bäck, J., Karsio, T., Markula, E. & Palmu, M. (2009). Due diligence, onnistuneen yrityskaupan edellytys. KHT-Media.
- Barker, R. G. (1999). The Role of Dividends in Valuation Models Used by Analysts and Fund Managers. *The European accounting review*, 8(2), 195-218.
- Bathala, C. T., Bowlin, O. D., & Dukes, W. P. (2004). Sources of Capital and Debt Structure in Small Firms. *The Journal of Entrepreneurial Finance & Business Ventures*, 9(1), 29.
- Bonbright, J. C. (1937). *The Valuation of Property: A Treatise on the Appraisal of Property for Different Legal Purposes*. McGraw-Hill.
- Boudreaux, D., Rao, S., Underwood, J. & Rumore, N. (2011). A New and Better Way to Measure the Cost of Equity Capital for Small Closely Held Firms. *Journal of Business & Economics Research*, 9(1), 91-98.
- Chastenet, E., and G. Jeannin. (2007). Evaluation d'entreprise – Les méthodes appliquées par les analystes financiers. *Analyse Financière*, 24, 48–51.
- Chen, C. (2019). The Disciplinary Role of Financial Statements: Evidence from Mergers and Acquisitions of Privately Held Targets. *Journal of accounting research*, 57(2), 391-430.
- Chen, F., Yee, K. K., & Yoo, Y. K. (2007). Did Adoption of Forward-Looking Valuation Methods Improve Valuation Accuracy in Shareholder Litigation? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(4), 573-598.
- Conine, T. E., & Tamarkin, M. (1985). Divisional Cost of Capital Estimation: Adjusting for Leverage. *Financial management*, 14(1), 54-58.
- Cooper, L. A., DiGabriele, J. A., Riley, R. A., & Sorensen, T. L. (2021). Company-Specific Risk and Small Company Valuation. *Journal of Forensic Accounting Research*, 6(1), 33-56.
- Damodaran, A. (2005). Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence. *Foundations and Trends® in Finance*, 1(8), 693–784.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on valuation: Security analysis for investment and corporate finance* (2nd ed.). Wiley.
- Damodaran, A. (2020). Damodaran Online [viitattu 18.5.2023]. Saatavilla [www-osoitteesta: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
- De Franco, G., Gaviols, I., Jin, J. Y., & Richardson, G. D. (2011). Do Private Company Targets that Hire Big 4 Auditors Receive Higher Proceeds? *Contemporary accounting research*, 28(1), 215-262.
- Demirakos, E. G., Strong, N. C., & Walker, M. (2004). What Valuation Models Do Analysts Use? *Accounting horizons*, 18(4), 221-240.

- Di Bella, L., Katsinis, A., Laguera Gonzalez, J., Odenthal, L., Hell, M. and Lozar, B. (2023). Annual Report on European SMEs 2022/2023, Publications Office of the European Union, Luxembourg.
- Edwards, E. and Bell, P. (1961) *The Theory and Measurement of Business Income*. University of California Press, Berkeley, 176-179.
- Elnathan, D., Gaviols, I., & Hauser, S. (2010). An analysis of private versus public firm valuations and the contribution of financial experts. *The International Journal of Accounting*. 45(4). 387-412.
- Elonen, O. (2022). Redemption of Minority Shares and Related Fair Price Determination in the Finnish Legal System. *Udayana Journal of Law and Culture*, 6(2), 125-142.
- Eskola, J., & Suoranta, J. (1998). Johdatus laadulliseen tutkimukseen. Vastapaino. European Commission. Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs. Entrepreneurship and Small and Medium-sized Enterprises (SMEs) [viitattu 3.5.2023]. Saatavilla [www-osoitteesta:](http://www-osoitteesta)  
[https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes\\_en](https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes_en)
- Evans, F. C., & Mellen, C. M. (2010). *Valuation for M&A: Building Value in Private Companies*. Second Edition. John Wiley a& Sons Inc.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1988). Dividend Yields and Expected Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 22(1), 3-25.
- Fishman, J. E., Morrison, W. J., & Pratt, S. P. (2013). *Standards of Value: Theory and Applications*, 2nd Edition. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Francis, J., Olsson, P. & Oswald, D. R. (2000). Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 45-70.
- Gordon, M. J. & Shapiro, E. (1956). Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. *Management Science*, 3(1), 102.
- Hamada, R. S. (1972). The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks. *The Journal of finance (New York)*, 27(2), 435-452.
- Hitchner, J. R. (2017). *Financial Valuation: Applications and Models*. John Wiley & Sons.
- International Accounting Standards Board (IASB). (2011). *International Financial Reporting Standard 13: Fair Value Measurement* [viitattu 21.6.2023]. Saatavilla [www-osoitteesta:](http://www-osoitteesta)  
<https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-13-fair-value-measurement/>
- Kallunki, J-P. & Niemelä, J. (2004). *Uusi yrityksen arvonmäärittäminen*. Helsinki: Talentum.
- Kangas, U. (2019). *Perhe- ja jäämistöoikeuden perusteet. 2., uudistettu painos*. Alma Talent.
- Karsio, T., Koila, T., Vartiainen, S. & Äärilä, L. (2012). *Yritystoiminnan uudelleenjärjestely. 3. painos*. KHT-Media.
- Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svennas, K. & Wilkman, N. (2013). *Yrityskauppa*. Sanoma Pro.

- Kirjanpitolaki 1336/1997 [viitattu 5.5.2023]. Saatavilla [www-osoitteesta: https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1997/19971336](http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1997/19971336)
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Fifth Edition. John Wiley and Sons.
- Kooli, M., Kortas, M., & L'Her, J. (2003). A New Examination of the Private Company Discount: The Acquisition Approach. *The journal of private equity*, 6(3), 48-55.
- Lahmann, A. D., Stranz, W., & Velamuri, V. K. (2017). Value Creation in SME Private Equity Buy-outs. *Qualitative Research in Financial Markets*, 9(1), 2-33.
- Leppiniemi, J. (1999). *Tilinpäätös- ja verosuunnittelu* (7. uud. p.). WSOY.
- Lohi, T. (2016). *Aviovarallisuus oikeus*. Talentum Pro.
- Rodríguez López, Á., & Rubio Martín, G. (2019). The Marketability Discount in Spanish Valuation Multiples: Investor's Perception in Listed Companies Versus Private Transactions. *Journal of business economics and management*, 20(1), 107-130.
- Mercer & Harms, T. W. (2020). *Business Valuation: An Integrated Theory*, Third Edition. John Wiley & Sons, Inc.
- Occhino, P., & Maté, M. (2019). Valuation of Small to Medium Sized Companies Using Spatial Information: An Empirical Example from the Fruit Subsector. *Spanish Journal of Agricultural Research*, 16(4), e0112.
- Official Journal of the European Union, L 124, 20 May 2003. (2003). *Official Journal*, L 124, 1-73.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687.
- Osakeyhtiölaki 624/2006 [viitattu 29.5.2023]. Saatavilla [www-osoitteesta: https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624](http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624)
- Petersen, C., Plenborg, T., & Schøler, F. (2006). Issues in Valuation of Privately Held Firms. *The journal of private equity*, 10(1), 33-48.
- Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2021). *Financial statement analysis: Valuation, Credit Analysis, Performance Evaluation* (2nd edition.). Fagbokforlaget.
- Pönkä, V. (2015). *Osakkeen lunastaminen: Osakeyhtiö- ja sopimusoikeudellinen tutkimus*. Talentum: Lakimiesliiton kustannus.
- Pratt, S., & Niculita, A. (2008). *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. Fifth edition. McGraw-Hill.
- Preinreich, G., (1938). Annual Survey of Economic Theory: The Theory of Depreciation. *Econometrica* 6 (1), 219-241.
- Pricer, R. W., & Johnson, A. C. (1997). The Accuracy of Valuation Methods in Predicting the Selling Price of Small Firms. *Journal of Small Business Management*, 35(4), 24.
- Rantanen, J. (2016). *Arvonmääritys yrityskaupassa*. Kolmas painos. Suomen Yrittäjien Sypoint.

- Ribal, F., Blasco, A., & Segura, B. (2010). Estimation of Valuation Multiples of Spanish Unlisted Food Companies. *Spanish Journal of Agricultural Research*, 8(3), 547-558.
- Ruusuvuori, J., Nikander, P., & Hyvärinen, M. (2010). Haastattelun analyysi. *Vas-tapaino*.
- Savolainen, H. (2014). Pienyrityksen arvonmääritys oikeudellisena ongelmana: Osa I, Arvokäsitteiden merkityksestä. Edilex 2014.
- Savolainen, H. (2015). Pienyrityksen arvonmääritys oikeudellisena ongelmana: Osa II, Arvon määrittämisessä käytettävistä menetelmistä. Edilex 2014.
- Savolainen, H. (2018). Noteeraamattoman yhtiön vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittäminen osakeyhtiölain 18 luvun mukaisissa lunastuk-sissa. University of Eastern Finland.
- Seppänen, H. (2017). Yrityksen arvonmääritys. Helsinki: Alma Talent.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425 – 442.
- Tilastokeskus. Yritykset. Yritykset henkilöstön suuruusluokan mukaan 2021 [viitattu 15.5.2023]. Saatavilla [www-osoitteesta: https://www.tilastokeskus.fi/tup/suoluk/suoluk\\_yritykset.html#yritykset-henkiloston-suuruusluokittain](https://www.tilastokeskus.fi/tup/suoluk/suoluk_yritykset.html#yritykset-henkiloston-suuruusluokittain)
- Tuomi, J., & Sarajärvi, A. (2017). Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi. *Kustannusosakeyhtiö Tammi*.
- Tuomi, J., & Sarajärvi, A. (2018). Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi (Uu-distettu laitos). *Kustannusosakeyhtiö Tammi*.
- U.S. Small Business Administration, Office of Advocacy. (2022). Small Business Profiles For The States, Territories, And Nation [viitattu 17.5.2023]. Saata-villa [www-osoitteesta: https://advocacy.sba.gov/2022/08/31/2022-small-business-profiles-for-the-states-territories-and-nation/](https://advocacy.sba.gov/2022/08/31/2022-small-business-profiles-for-the-states-territories-and-nation/)
- Verohallinto: Yritysvarallisuuden arvostaminen perintö- ja lahjaverotuksessa [viitattu 17.5.2023]. Saatavilla [www-osoitteesta: https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/152995/yritysvarallisuuden-arvostaminen-perinto--ja-lahjaverotuksessa/](https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/152995/yritysvarallisuuden-arvostaminen-perinto--ja-lahjaverotuksessa/)
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part I: Explanations and implica-tions. *Accounting Horizons*, 17, 207–221.
- Yrittäjät. Yrittäjäjärjestö. Tietoa yrittäjistä. Yrittäjyys Suomessa [viitattu 15.5.2023]. Saatavilla [www-osoitteesta: https://www.yrittajat.fi/yrittajajarjesto/tietoa-yrittajista/yrittajyys-suomessa/](https://www.yrittajat.fi/yrittajajarjesto/tietoa-yrittajista/yrittajyys-suomessa/)



## LIITE 1

Tutkimuksen aineistonkeruussa käytetty haastattelukysymyslomake:

- Minkälainen tausta teillä on: Koulutus? Yritys/yhteisö? Kokemuksenne mikro- ja pienyritysten arvonmäärittämisestä?
- Onko arvonmäärittämisessä eroavaisuuksia sen suhteen, onko kyseessä mikro- tai pienyritys, vai ovatko arvonmäärittämisen lähtökohdat samat kummassakin tapauksessa?
- Mikä on teidän tapauksessanne mikro- tai pienyrityksen arvonmäärittämisen tyypillinen tausta: yrityskauppa, oikeudellinen prosessi tai muu motiivi?
- Mitkä ovat mikro- ja pienyrityksen arvonmäärittämisen keskeiset lähtötiedot?
- Mitkä ovat mikro- ja pienyrityksen arvonmäärittämisen keskeiset vaiheet?
- Mikä on mikro- tai pienyrityksen strategisen analyysin merkitys?
- Mikä on mikro- tai pienyrityksen tilinpäätösanalyysin merkitys?
- Mitä arvonmäärittämiselle tai muilla menetelmillä lähtökohtaisesti käytätte? Mitkä niistä soveltuvat mielestänne parhaiten mikro- ja pienyritysten arvonmäärittämiseen? Miksi?
- Käytättekö yhtä vai useampaa mallia rinnakkain? Miten?
- Mitkä muut seikat vaikuttavat mikro- tai pienyrityksen arvoon?

## LIITE 2

Asiantuntija C:n 64:n kohdan listaus yrityksen arvoon ja haluttavuuteen vaikuttavista tekijöistä (kysymys 10):

1. Kilpailukyky
2. Asema markkinoilla
3. Tilojen kunto ja riittävyys
4. Kaluston kunto, riittävyys ja ennustettu kesto
5. Sijainti
6. Tunnettuus, nimi, maine
7. Historia
8. Näytöt
9. Tehdyt panostukset ja niistä odotettava tuotto
10. Tuloskehityksen suunta ja vaihtelut
11. Liikevaihdon kehityksen suunta ja vaihtelut
12. Velkaantumisen kasvu tai väheneminen
13. Tiedossa olevat vastuut tai takaukset
14. Myyntisaamisten määrä ja varmuus
15. Ennusteiden tai odotusten merkitys arvoon
16. Näkymät
17. Hallinto ja organisaatio
18. Myynti-, hankinta- tai jakeluorganisaatio
19. Oikaistun tuloslaskelman vaikutus
20. Osaaminen
21. Asiakasmäärä
22. Asiakasriippuvuus
23. Asiakaspysyvyys
24. Tuotteet
25. Patentit, oikeudet, lisenssit
26. Myytävä osuus yhtiöstä
27. Tuotanto
28. Toimitukset
29. Hankinnat
30. Tekninen taso
31. Likvidit varat
32. Ylimääräinen varallisuus
33. Tuotantoon osallistuva varallisuus
34. Toimintakonsepti
35. Sisäinen toimintatapa, tehokkuus
36. Kulurakenne
37. Yritysvarallisuus rahoituksen vakuutena
38. Varaston kuranttius ja koko
39. Vastaavan yrityksen perustamisen helppous
40. Ero vastaavan yrityksen perustamiskustannuksiin

41. Alalle tulon helppous
42. Toiminnan selkeys
43. Odotettavissa olevat ulkoiset uhat
44. Kirjanpitomateriaali, yhtiön hallintomateriaali ja toimintatapa
45. Varallisuus, substanssi tai velkaisuus
46. Käyttöpääoman riittävyys, kassa
47. Tuloksenteekokyky
48. Myyntikate
49. Tuloksentekovarmuus
50. Yhtiön riippumattomuus myyjästä
51. Myyntiaikataulu
52. Potentiaaliset ostajat, myynnin todennäköisyys
53. Ostajaprofiili ja varallisuus
54. Kausivaihtelut ja markkinatilanne
55. Toimialan näkymät ja tilanne
56. Kilpailu tai sen uhka
57. Tuotteiden säilyvyys, vaihtuvuus
58. Toimialalla ennakoitua muutokset
59. Luvanvaraisuus, viranomaisvalvonta
60. Vastaavien yritysten määrä markkinoilla
61. Verotus
62. Yhtiön osakekannan myynti
63. Liiketoiminnan myynti
64. Rahoittajien suhtautuminen.