

JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

Taloustieteiden tiedekunta

**ARVONMÄÄRITYSMALLIEN KÄYTTÖ JA MERKITYS
YRITYSKAUPPATILANTEESSA**

Laskentatoimen Pro gradu-tutkielma

Elokuu 2003

Laatija: Jyri Tiusanen

Ohjaaja: KTT Pekka Pirinen

JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO TALOUSTIETEIDEN TIEDEKUNTA

Tekijä Jyri Tiusanen	
Työn nimi Arvonmäärittäsmallien käyttö ja merkitys yrityskauppatilanteessa	
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro Gradu-tutkielma
Aika Elokuu 2003	Sivumäärä 89+2
<p>Tiivistelmä – Abstract</p> <p>Tässä tutkielmassa tarkasteltiin teoreettisten arvonmäärittäsmallien käyttöä ja soveltuvuutta yrityksenkauppahinnan määrittämiseen yrityskauppatilanteessa. Lisäksi arvioitiin mikä merkitys on muilla kuin liiketaloudellisilla tekijöillä kauppahinnan muodostumisessa.</p> <p>Aluksi tutkielman teoriaosuudessa käsiteltiin yrityskauppatilannetta ja siihen liittyviä keskeisiä taustatekijöitä myyjän ja ostajan näkökulmasta. Yrityskauppatilannetta kuvattiin strategisesta, verotuksellisesta ja rahoituksellisesta näkökulmasta. Lisäksi kuvattiin yrityskaupprosessia ja kauppahintaan vaikuttavia tekijöitä liiketaloustieteen kirjallisuuden pohjalta. Yrityskauppatilannekuvausten jälkeen käsiteltiin arvonmäärittämisen teoriaa. Arvonmäärittäsmallien käyttöä käsiteltiin lähinnä ns. amerikkalaisella tavalla lähestyä arvonmäärittäystä, jolloin prosessi etenee historian analysoinnista suorituskyvyn ennustamiseen. Pääomakustannuksen ja jäännösarvon määrittämisen jälkeen seuraa tulosten laskenta ja tulkinta. Vertailun vuoksi käsiteltiin ns. suomalainen tapa lähestyä arvonmäärittäystä. Arvonmäärittäsmallien jälkeen kuvattiin yleisimmät liiketaloustieteen kirjallisuudessa esiintyvät arvonmäärittäsmenetelmät ja -mallit. Tuottoarvolaskentaan perustuvista malleista käsiteltiin osinkoperusteinen malli, vapaan kassavirran malli ja lisäarvomalli. Tuottoarvoon perustuvan arvonmäärittäksen lisäksi käsiteltiin substanssiarvon laskentaa.</p> <p>Tutkielman empiirisen osuuden muodostivat neljä haastattelua. Haastateltavat olivat yrityskauppoissa avustavia asiantuntijoita ja he olivat olleet tekemisissä vähintään 15 eri yrityskaupan kanssa. Haastattelujen avulla pyrittiin löytämään vastuksia siihen, miten arvonmäärittäsmenetelmiä käytännössä sovelletaan yrityskauppatilanteessa ja mikä merkitys niillä on kauppahinnan muodostumisessa.</p> <p>Tutkielman yleisenä johtopäätöksenä on, että yrityksen kauppahinnan määrittelyssä kaikki vaikuttaa kaikkeen. Arvonmäärittäsmenetelmiä on useita ja menetelmät antavat yritykselle erilaisen arvon. Lisäksi arvon määrittelyyn liittyy paljon eri muuttujia ja harkinnanvaraisuuksia, ettei millään yksittäisellä arvonmäärittäsmenetelmällä saada selville absoluuttisen oikeaa arvoa yritykselle. Yrityskauppaan liittyy paljon muita kuin liiketaloudellisia tekijöitä, jotka vaikuttavat kauppahinnan muodostumiseen. Kauppahinta on lopulta neuvottelun tulos, johon vaikuttaa kaupan osapuolen neuvotteluasema. Arvonmäärittäksellä on kuitenkin tärkeä rooli, koska se antaa perustan kauppahintaneuvotteluihin. Lisäksi ostajan kannalta huolellisen arvonmäärittäksen avulla ostokohde tulee tunnetuksi.</p>	
Asiasanat Arvonmäärittäys, arvonmäärittäsmallit, yrityskauppatilanne, kauppahinta, tuottoarvo, substanssiarvo	
Säilytyspaikka	Jyväskylän yliopisto / Taloustieteiden tiedekunta

SISÄLTÖ

1	JOHDANTO.....	1
1.1	Tutkielman aihe	1
1.2	Tutkimusongelma	3
1.3	Tutkielman viitekehys ja rakenne	4
1.4	Tutkimusmenetelmät.....	5
1.5	Katsaus aiempiin tutkimuksiin.....	8
1.5.1	Yrityksen ostoon liittyviä tutkimuksia	8
1.5.2	Arvonmääritysmalleihin liittyviä tutkimuksia	10
2	YRITYSKAUPPAAN VAIKUTTAVIA TAUSTATEKIJÖITÄ	12
2.1	Yrityskaupan strategiset taustat	12
2.2	Yrityskaupan synergia ja kauppahinta	15
2.3	Due Diligence -prosessi.....	18
2.4	Yrityskauppa ja verotus	21
2.4.1	Yrityskaupan toteutustavat	21
2.4.2	Erilaisten yritysmuotojen verotus	22
2.4.3	Yrityskaupan erityisjärjestelyt	24
2.4.4	Sukupolvenvaihdos	26
2.5	Yrityskaupan rahoitus	27
3	ARVONMÄÄRITTÄMISEN TEORIA.....	30
3.1	Arvonmääritysprosessi.....	30
3.1.1	Arvonmääritysprosessin taustaa	30
3.1.2	Yrityksen historia ja tilinpäätösten oikaisu.....	31
3.1.3	Tulevan kehityksen ennakointi.....	39
3.1.4	Pääomakustannuksen määrittäminen.....	42

3.1.5	Jäännösarvon määrittäminen	47
3.1.6	Yrityksen arvon laskeminen ja tulosten tulkinta	50
3.1.7	Suomalainen tapa lähestyä arvomäärittystä	51
3.2	Arvonmäärittäysmallit	54
3.2.1	Osinkoperusteinen malli	54
3.2.2	Vapaan kassavirran malli.....	56
3.2.3	Lisäarvomalli	58
3.2.4	Substanssiarvo	62
4	ASiantuntijoiden näkemyksiä arvonnäärityksestä	67
4.1	Haastattelujen toteutus ja asiantuntijoiden taustatiedot	67
4.2	Yrityskauppatilanne ja –prosessi.....	69
4.3	Kauppahinta ja arvonnääritys	73
4.4	Yhteenveto haastatteluista	78
5	JOHTOPÄÄTÖKSET.....	81
5.1	Yrityskauppatilanteen vaikutukset.....	82
5.2	Arvonnääritysprosessin ja -mallien vaikutukset.....	83
LÄHTEET	87
LIITE 1		

1 JOHDANTO

1.1 Tutkielman aihe

Yrityksen arvo käsitteenä on monitahoinen. Yrityksen arvonmääritys on jokaisen yrityksen osalta ainutkertainen ja se koostuu monista eri tekijöistä ja vaiheista, jotka vaikuttavat lopputulokseen. Nämä kaikki tekijät on huomioitava yrityksen arvonmäärityksessä. Edellytykset tehdä arvonmääritystä vaihtelee tapauskohtaisesti, sillä esimerkiksi informaation saatavuus, arvonmäärityksen käyttötarkoitus ja käytettävissä oleva aika määrittävät arvonmäärityksen toteuttamistavan. (Lindell 1997: 203.)

Yrityksen arvonmäärittämistä tarvitaan mm. seuraavissa tilanteissa:

- sijoituspäätökset
- yrityskaupat
- sulautumiset
- luotonannot
- riskipääoman hankinta
- listautuminen pörssiin
- osakkeiden lunastus
- perintö- ja lahjaverotus

Ihanteellisessa tilanteessa yrityksen kauppahinta määräytyy rationaalisen ostajan ja myyjän käymien neuvotteluiden perusteella. Oletuksena on, että molemmilla neuvotteluosapuolilla on tasa-arvoinen informaatio yrityksestä ja sen markkinoista. Tämä tilanne edellyttää täydellisesti toimivia markkinoita, joita ei kuitenkaan käytännössä ole olemassa. Markkinoiden epätäydellisyyden vuoksi yrityksen kauppahinnan määräytymiseen liittyy ongelmia ja näkemys ”oikeasta” hinnasta voi vaihdella lyhyelläkin aikavälillä. (vrt. Lindell 1997: 204.)

Paavolan, Torpan & Lumijärven (1997: 33-34) mukaan yrityksen arvon mittaamiseen soveltuvia käsitteitä ovat yrityksen arvo, taloudellinen arvo ja omistajan arvo. Käsitteiden ero muodostuu seuraavasti:

- taloudellinen arvo = yrityksen arvo
- yrityksen arvo = yrityksen tulevat kassavirrat
- yrityksen arvo \neq yrityksen omaisuuden arvo
- yrityksen arvo vähennettynä velan markkina-arvolla = omistajan arvo

Virtanen (1972: 10-15) käyttää termejä objektiivinen ja subjektiivinen yrityksen arvo. Objektiivisellä arvolla voidaan tarkoittaa

- puolueettoman asiantuntijan antamaa arvoa
- yrityksen arvoa ”normaaliolosuhteissa”
- yrityksen arvoa ulkopuolisista tekijöistä riippumattomista ominaisuutena
- ”kohtuullisena” pidettävää yrityksen hintaa.

Objektiivinen yrityksen arvon lähtökohtana on, että arvonmäärittämissä pyritään eliminoimaan kaikki yrityksen potentiaaliseen ostajaan ja myyjään liittyvät tekijät. Saatu arvo toimii tällöin hintaneuvottelujen lähtökohtana. Subjektiivista yrityksen arvoa määriteltäessä lähestytään päätöksenteon näkökulmasta. Ostajan näkökulmasta tavoitteena on määrittää neuvottelua varten maksimihinta, joka yrityksestä kannattaa maksaa. Myyjän näkökulmasta tavoitteena on määrittää minimihinta, jolla yritys kannattaa luovuttaa. Subjektiivisessä arvonmäärittämisessä sekä ostajalla että myyjällä on oma toisistaan riippumaton arvokalkyyli. Arvonmäärittäminen kytkeytyy läheisesti investointiteoriaan.

Yrityksen arvonmäärittämisessä teknisesti voidaan erottaa kaksi tapaa. Substanssiarvo tarkoittaa taseen mukaista nettoarvoa, jossa yrityksen varoista on vähennetty velat. Substanssiarvo ei useinkaan ole sama kuin kauppahinta, sillä ostaja ei yleensä ole ostamassa pelkästään yritykseen kertynyttä omaisuutta vaan sen tuottokykyä, tulevaisuuden potentiaalia. Substanssiarvo kuitenkin lasketaan yleensä yrityskaupan yhteydessä, koska sitä tarvitaan kauppasopimuksessa ja verovaikutusten laskennassa. (Aho 2000: 45.)

Yrityksen arvonmäärittämisessä käytetään usein erilaisia tuottoarvoon pohjautuvia menetelmiä. Määriteltäessä yrityksen tuottoarvoa arvioidaan sen tulevaisuuden kehitysnäkymiä. Arvion kohteena on yrityksen tulevien vuosien nettotulokset. Rahan aika-arvo otetaan huomioon diskonttaamalla arvioidut vuosittaiset nettotulokset pääomakustannuksen mukaisella korkokannalla nykyhetkeen. Liiketaloustieteellisessä kirjallisuudessa yleisesti esiintyy kolme erilaista tuottoarvoon perustuvaa arvonmäärittämisestä:

- osinkoperusteinen malli
- vapaan kassavirran malli
- lisäarvomalli

Tässä tutkielmassa yrityksen arvolla ja yrityksen liiketaloudellisella arvolla tarkoitetaan tilinpäätösinformaatiosta ja tulevaisuuden tuotto-odotuksista erilaisten arvonmäärittämismenetelmien avulla johdettua arvoa.

1.2 Tutkimusongelma

Tässä tutkielmassa käsitellään teoreettisia arvonmääritysmalleja sekä niiden käyttöä ja merkitystä yrityksen arvonmäärittämiseen yrityskauppatilanteessa. Yritys on tuotteena uniikki ja sille ei yrityskauppatilanteessa useinkaan ole määriteltävissä vertailukelpoista hintaa erilaisten tilastojen perusteella. Kauppahinnan määrittelyn pohjaksi voidaan määrittää yritykselle liiketaloudellinen arvo erilaisten arvonmääritysmallien avulla. Arvonmääritysmalleihin ja -prosessiin liittyy monia yksittäisiä muuttujia, jotka pitäisi osata määrittää oikealla tavalla. Muuttujien määrittäminen perustuu usein ennustuksiin yrityksen tulevaisuuden kehityksestä, jolloin on oletettavaa, että ennusteet sisältävät virheitä. Tällöin voidaan perustellusti kysyä, miten käyttökelpoista lopulta on teoreettisten arvonmääritysmallien käyttö yrityksen hinnan määrittelyssä.

Lisäksi yrityskauppatilanne on monivaiheinen ja siihen liittyy liiketaloudellisten tekijöiden lisäksi paljon muita asioita. Ostajan ja myyjän intressien lisäksi yrityskauppaan vaikuttavat muut lukuisat ulkopuoliset tekijät, esimerkkinä yhteiskunnassa tapahtuvat muutokset ja niiden odotetut vaikutukset yrityksen toimialaan. Yrityskauppatilanteeseen liittyvät erilaiset taustat vaikuttavat yrityksen hintaan, joka voi huomattavasti poiketa sen laskennallisesta liiketaloudellisesta arvosta. Myös tästä näkökulmasta voidaan teoreettisten arvonmääritysmallien käyttö kyseenalaistaa yrityksen hintaa määriteltäessä.

Tutkimusongelmana tässä tutkielmassa on, *miten arvonmääritysmenetelmiä käytetään ja sovelletaan yrityskauppatilanteessa ja kauppahinnan määrittelyssä sekä mitä ongelmia liittyy teoreettisten arvonmääritysmenetelmien käyttöön. Kuinka kauppahinnan määrittelyä tulisi lähestyä ja mikä merkitys on muilla kuin liiketaloudellisilla tekijöillä kauppahinnan muodostumisessa.* Tutkimusongelmaan on haettu vastausta ensiksi arvonmääritysprosessin ja -menetelmien teorian kuvauksen avulla. Tämän avulla on tunnistettu eri muuttujat, joita tarvitaan yrityksen liiketaloudellisen arvon määrittämiseen. Toiseksi empiirisen osuuden muodostavat teemahaastattelut, joissa on haastateltu neljää yrityskaupoissa mukana olevaa asiantuntijaa. Kukin haastateltava on ollut asiantuntijana vähintään 15 erilaisessa yrityskaupassa. Haastattelujen avulla on pyritty löytämään vastauksia siihen, miten yrityksen kauppahinta muodostuu ja mikä rooli on arvonmääritysmallien käytöllä kauppahinnan muodostumisessa käytännön tasolla.

Tutkielman tavoitteena on tiedostaa yrityksen arvonmääritykseen liittyvät ongelmakohdat ja tehdä päätelmiä arvonmääritysmenetelmien käyttökelpoisuudesta erilaisissa yrityskauppatilanteissa ja eri toimialoilla. Toimialakohtaista rajausta ei ole tutkielmassa tehty. Tutkielmassa on painotettu pk-yrityksen näkökulmaan, koska niitä on lukumääräisesti eniten. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja (2000/3: 85) mukaan yritykset jaotellaan työntekijöiden mukaan seuraavasti:

Pk-yritykset:

Yksinyrittäjä

Pienyritys: alle 10 työntekijää

Pieni yritys: 10-49 työntekijää

Keskikokoinen yritys: 50-249 työntekijää

Suuret yritykset:

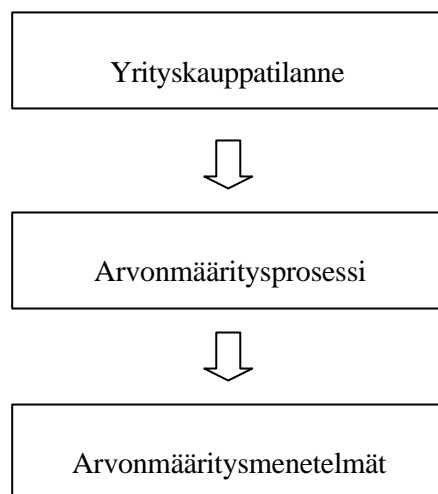
yli 250 työntekijää

Tilastokeskuksen (2002: 193) mukaan Suomessa oli vuonna 2000 kaikkiaan 222 817 yritystä. Näistä pk-yrityksiksi luokiteltuja yrityksiä oli 222 255 kappaletta eli 99,7 % kaikista yrityksistä. Pk-yrityksistä alle 10 henkilöä työllistävää pienyritystä oli 207 004 kappaletta eli 93 % kaikista yrityksistä.

1.3 Tutkielman viitekehys ja rakenne

Kuviossa 1 on esitetty tutkielman viitekehys. Tutkielmassa on lähdetty liikkeelle yrityskauppatilanteesta, jossa on kuvattu yrityskauppaan vaikuttavat tekijät yleisellä tasolla. Arvonmäärittämiseen liittyy monivaiheinen arvonmääritysprosessi. Arvonmäärittämisprosessin aikana saadaan tarvittavaa informaatiota yrityksestä, minkä jälkeen voidaan erilaisten arvonmääritysmenetelmien avulla määrittellä yritykselle liiketaloudellinen arvo. Arvonmääritysmenetelminä käytetään erilaisia teoreettisia arvonmääritysmalleja.

KUVIO 1 Tutkielman viitekehys.



Luvussa yksi on esitelty tutkielman aihe, tutkimusongelma ja tutkimusmenetelmät. Luvussa kaksi kartoitetaan yrityskauppaan liittyviä taustatekijöitä sekä myyjän että ostajan kannalta. Luvussa kolme esitellään ensin arvonmäärittäminen kahdella vaihtoehtoisella menetelmällä. Tämän jälkeen käydään läpi liiketaloustieteen kirjallisuudessa yleisimmin esiintyvät arvonmäärittämissmallit ja -menetelmät. Luku neljä muodostaa tutkielman empiirisen osuuden. Tässä osiossa on neljään asiantuntijahaastatteluun pohjautuen käyty teemoittain läpi tekijöitä, jotka tulevat vastaan käytännön yrityskauppa- ja arvonmäärittämissituaatioissa. Luvussa viisi esitetään tutkielman tulokset ja johtopäätökset.

1.4 Tutkimusmenetelmät

Yrityksen taloustieteissä käytetyt tutkimusotteet ovat Neilimo ja Näsi (1980: 31) jäsentäneet kuvion 2 mukaisesti:

KUVIO 2 Yrityksen taloustieteissä käytetty tutkimusoteyäsentely. (Neilimo & Näsi. 1980: 31.)



Kuvion 2 mukaiseen jäsennykseen ovat myöhemmin Kasanen, Lukka ja Siitonen (1991: 301-324) lisänneet konstruktivisen tutkimusotteen.

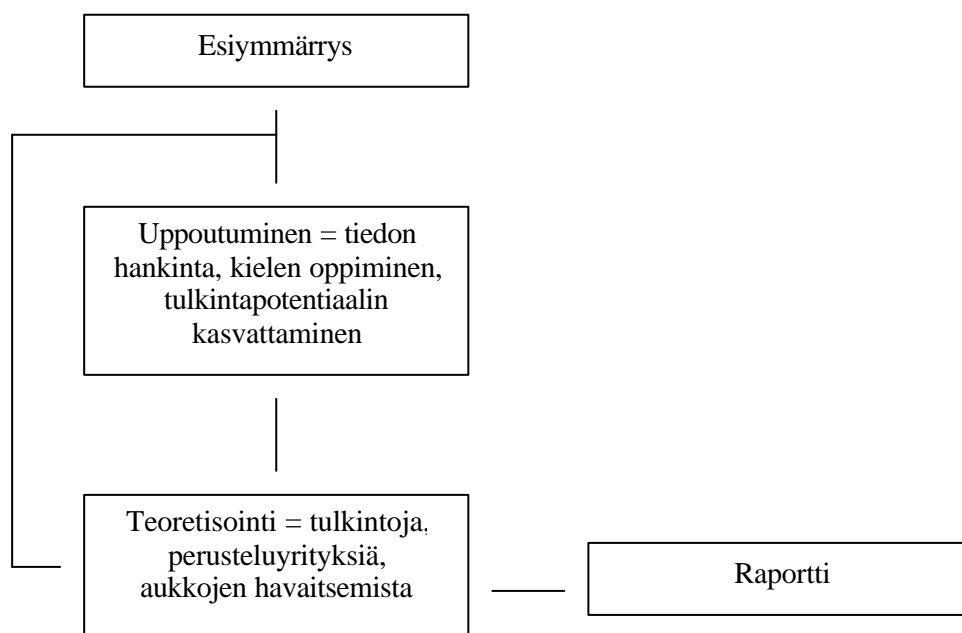
Tässä tutkielmassa on käytetty toiminta-analyyttistä tutkimusotetta. Neilimon ja Näsin (1980: 35) mukaan toiminta-analyyttiseen tutkimusotteeseen voidaan liittää seuraavia tekijöitä:

- tarkoituksena ymmärtäminen; joskus lisäksi normatiivisia ja muuttuvia tavoitteita
- taustana mm. teleologinen selittäminen, hermeneutiikka, näiden sukulaislähestymistavat sekä käsitys ihmisestä intentionaalisen oliona
- empiria on mukana tavallisesti harvojen kohdeyksiköiden kautta ja näiden tutkimusmenetelmät ovat suhteellisen ei-sidottuja, mutta monipuolisia
- tuloksena syntyy usein eri tasojen käsitejärjestelmiä, ”kieliä”, joilla maailmaa pyritään jäsentämään ja suunnittelemaan
- ihmistieteiden korostaminen ja aristotelinen perinne

Tamminen (1993: 72) käyttää termiä ”tulkitseva tutkimus”, jota voidaan pitää synonyyminä toiminta-analyyttiselle tutkimusotteelle. Tulkitsevassa tutkimuksessa tutkija antaa tutkimilleen asioille merkityksiä. Merkitysten löytämiseksi perehdytään asiaan, kunnes sitä koskevat tietorakenteet jäsentävät merkityksellistä latausta sisältävät käsite-esityksen. Tulkitseminen liittyy kaikkiin tutkimusotteisiin, mutta tulkitsevassa tutkimuksessa sillä on erityisen keskeinen asema.

Tulkitsevan tutkimuksen prosessia voidaan kuvata kuvion 3 hermeneuttisen kehän avulla:

KUVIO 3 Hermeneuttinen kehä. (Tamminen 1993: 90.)

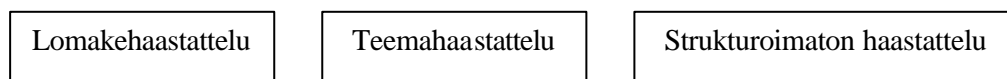


Tutkijalla on ensin niin sanottu esiyymmärrys tutkittavasta aiheesta, minkä perusteella luodaan kontakti tutkittavaan kohteeseen. Tämän jälkeen alkaa tiedon hankintavaihe, jonka aikana opitaan kieltä ja laajennetaan tulkintapotentialiaalia. Toisin sanoen tutkija uppoutuu tutkimusaiheeseen. Teoretisointivaiheessa vetäydytään miettimään, mitä kerätyn materiaalin perusteella on saatu selville, mitä on opittu ja minkälaisia tulkintavaihtoehtoja on ilmentynyt. Teoretisoinnin tuloksena syntyy parantunut ymmärrys, mikä johtaa kohteeseen lähestymiseen tarkemmin tai eri tavalla. Tämän jälkeen teoretisointi jatkuu, kunnes tutkija kokee tulkintansa niin perustelluksi, että hän irtautuu prosessista ja kirjoittaa raportin. (Tamminen 1993: 89-90.)

Tutkittavaan aihealueeseen on perehdytty keväällä 2002 tehdyn kandidaatintutkielman myötä. Kyseisessä tutkielmassa määriteltiin eräälle pk-yritykselle liiketaloudellista arvoa mahdollista yrityskauppaa silmälläpitäen. Kandidaatintutkielman myötä on saavutettu hermeneuttisen kehän esiyymmärrysaste. Uppoutumisvaiheessa oleellisena tekijänä on ollut perehtyminen aiheita käsittelevään kirjallisuuteen, minkä myötä on saatu kasvatettua aihealueeseen liittyvää tulkintapotentialiaalia. Tutkielmassa lähdetään liikkeelle yrityskauppatilanteesta yleisellä tasolla, jossa keskitytään yrityksen arvonmäärittämiseen. Arvonmäärittämisprosessia ja -menetelmiä tarkastellaan yksityiskohtaisesti, minkä perusteella tehdään päätelmiä teoreettisten arvonmäärittämismenetelmien soveltuvuudesta yrityksen kauppahinnan määrittämiseksi. Tutkielma on teorian ja käytännön välistä vuoropuhelua, jossa teoriaosuuden lisäksi päätelmien tekoa tukevat empiirisessä osuudessa toteutetut haastattelut.

Haastattelumenetelmänä on käytetty puolistrukturoitua teemahaastattelua. Hirsjärvi ja Hurme (2001: 44) asemoi teemahaastattelun muihin haastattelumenetelmiin kuvion 4 mukaisesti:

KUVIO 4 Teemahaastattelu suhteessa lomakehaastatteluun ja strukturoimattomaan haastatteluun. (Hirsjärvi & Hurme 2001: 44.)



Käsittelyn yhdenmukaisuus vähenee

Tässä tutkielmassa on päädytty käyttämään teemahaastattelua. Yrityskauppaan liittyvät tekijät ja arvonmäärittämisen vaiheet ovat moninaisia, jolloin strukturoidun lomakehaastattelun käyttö ei ole ollut tarkoituksenmukaista. Teemahaastattelu on lähempänä strukturoimatonta kuin strukturoitua haastattelua. Teemahaastattelussa haastattelun aihepiirit, teema-alueet ovat

kaikille samat, mutta siitä puuttuu lomakehaastattelulle luonteenomainen kysymysten tarkka muoto ja järjestys. Kuitenkaan teemahaastattelu ei ole täysin vapaa, kuten strukturoimaton haastattelu. (Hirsjärvi & Hurme 2001: 48.)

Sopivaa haastattelujen määrää voidaan lähestyä *saturaatio-käsitteen* avulla. Se voidaan suomentaa aineiston kylläntymiseksi. Tarkoituksena on, että tutkija alkaa keräämään aineistoa (haastatteluita) etukäteen päättämättä, kuinka monta tapausta hän tutkii. Haastatteluita jatketaan niin kauan, kun haastattelut tuovat tutkimusongelman kannalta uutta tietoa. Kun samat asiat alkavat toistua, on tapahtunut saturaatio. Tällöin tutkijalla on riittävä aineisto, jonka perusteella hän voi tehdä johtopäätöksiä. Ongelmana on, kuinka paljon tutkija voi aineistoa kerätessään huomata uusia näkökulmia. Milloin tutkija voi olla täysin varma, että uutta informaatioita ei ole enää saatavissa? Tutkijan oppineisuus ja esiyymmärrys tutkittavaan asiaan ovat avainasemassa haastattelujen määrää arvioitaessa. Tässä tutkielmassa haastateltavien määrään on päädytty saturaatio-käsitteen mukaisesti. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 1997: 181.)

1.5 Katsaus aiempiin tutkimuksiin

1.5.1 Yrityksen ostoon liittyviä tutkimuksia

Yrityksostot ovat olleet suosittu tutkimuskohde. Kotimaisista tutkimuksista liiketalouden kirjallisuudessa viitataan usein Hongon, Prihtin ja Virtasen vuonna 1982 julkaistuun tutkimukseen, jossa tutkimuskohteena oli Suomen 30 suurimman teollisuusyrityksen investoinnit. Tutkimuksessa nousi esiin 113 investointikohteetta, jossa yritysjohto oli kokenut investoinnin epäonnistuneen. Epäonnistuneista yritysinvestoinneista 25,7 % liittyi yritysostoihin, mikä oli toiseksi eniten kaikista epäonnistuneista investointikohteista. Suurimman joukon epäonnistuneista investoinneista muodostivat kone- ja laiteinvestoinnit, mikä on luonnollista huomioitaessa niiden runsas toteutusmäärä. (Honko, Prihti & Virtanen 1982: 75-76.)

Tutkimuksessa on haettu epäonnistumisen syitä idea-, suunnittelu- ja toteutusvirheistä. Yrityksostojen kohdalla kyse ei olisi niinkään ideavirheestä, vaan yritysosto on lähinnä suunnittelu- ja toteutusongelma yritykselle. Erityishuomion tutkijat asettivat yritysoston avulla suoritetulle laajennusinvestoinneille uusille liiketoiminta-alueille ja venture-investoinneille. Uusille liiketoiminta-alueille suuntautuminen on jo sinällään riski ja kun lisäksi huomioidaan yritysoston riski investointina, kohoaa epäonnistumisen mahdollisuus huomattavan suureksi. (Honko ym. 1982: 109,138.)

Virtanen (1983) on koonnut epäonnistuneiden yritysostojen syitä ulkomaalaisten tutkimusten ja Hongon ym. (1982) tutkimuksen perusteella. Pelkistäen epäonnistumisen syyt voidaan jakaa kahteen pääryhmään; puutteelliseen suunnitteluun ja johdon riittämättömään osaamiseen yritysoston toimeenpanossa. Puutteellinen suunnittelu ilmenee siten, että ostetun yrityksen asemaa ostajayrityksen uutena osana ei ole täsmennetty. Myöskään ostokohteen asemaa markkinoilla ja tulevaisuuden mahdollisuuksia ei ole riittävästi tutkittu. Riittämätön taloudellinen analyysi ja puutteellinen arvonmääritys ovat saattaneet johtaa liian korkean kauppahinnan maksuun, mikä on tehnyt yritysostosta kannattamattoman. Yritysostoon liittyy monia liikeloudellisia, organisatorisia ja juridisia ongelmia, mikä asettaa toimivalle johdolle haasteen. Koska yritysostot ovat suhteellisen harvinaisia, ei näihin asioihin muodostu johdolle rutiineja. Ulkomaille suuntautuneet yritysostot ovat olleet ongelmallisia, sillä tällöin haasteena ovat paikallisten olosuhteiden, kulttuurin sekä markkina- ja kilpailutilanteen tuntemus. Johtamiseen liittyvänä ongelmana on lisäksi ostajayrityksen ja ostokohteen inhimillisten resurssien integrointi. (Virtanen 1983: 30-32.)

Epäonnistuneista yritysostoista voidaan löytää kytkeviä yritysten tekemiin konkurssihin. Konkurssien syihin liittyvien tutkimusten perusteella on Laitinen (1990: 146-147) systematisoinut konkurssin syyt seuraavasti:

1. Heikko yritysjohto
 - a. Heikko ja yksipuolinen koulutus ja kokemus
 - b. Vallan keskittyminen
2. Puutteet toiminta-ajatuksen toteuttamisessa
 - a. Heikon toiminta-ajatuksen toteuttaminen
 - b. Toiminta-ajatuksen toteuttaminen heikosti
3. Heikko strateginen päätöksenteko
 - a. Heikko ympäristön havainnointi
 - b. Heikko suunnittelu
 - c. Heikko toteutus
 - d. Heikko valvonta
4. Puutteet toimintojen kunnossapidossa
 - a. Markkinointi
 - b. Valmistus
 - c. Laskentatoimi
 - d. Henkilöstöhallinto
5. Puutteet toiminnan tuloksissa
 - a. Heikko taloudellinen yleiskunto
 - b. Virheelliset investoinnit
 - c. Hallitsematon kasvu
 - d. Liiketoiminnan riskisyys

6. Heikko sopeutumiskyky
 - a. Heikko kriisien ennakointikyky
 - b. Heikko liikeriskin hallintakyky
7. Sisäiset riskitekijät
 - a. Äkilliset tekijät
 - b. Ei-äkilliset tekijät
8. Ulkoiset systemaattiset riskitekijät
 - a. Äkilliset tekijät
 - b. Ei-äkilliset tekijät
9. Ulkoiset ei-systemaattiset riskitekijät
 - a. Äkilliset tekijät
 - b. Ei-äkilliset tekijät

Verrattaessa Hongon ym. (1982) ja Virtasen (1983) tutkimustuloksia yllä olevaan listaan, löytyy yhtymäkohtia epäonnistuneiden yritysostojen ja konkurssien syiden välillä. Kohdat 1-6 liittyvät melko suoraan johdon kykenemättömyyteen ja suunnittelun puutteeseen, jotka ovat tyypillisiä yleispiirteitä epäonnistuneille yritysostoille.

1.5.2 Arvonmääritysmalleihin liittyviä tutkimuksia

Arvonmääritysmalleihin liittyviä tutkimuksia on tehty lähinnä vertailemalla pörssiyhtiöiden markkina-arvoja arvonmääritysmalleilla laskettuihin arvoihin. Francis, Olsson & Oswald (2000) tutkimuksessaan vertailivat osinkoperusteisella mallilla, vapaan kassavirran mallilla ja lisäarvomallilla saatuja tuloksia amerikkalaisten pörssiyhtiöiden markkina-arvoon vuosina 1989-93. Viiden vuoden aikana analysoitiin noin 600 yritystä ja näin muodostui kaikkiaan noin 3000 toimintavuotta. Tutkimustulos osoittaa, että arvonmääritysmalleilla ei päästä samoihin arvoihin markkina-arvojen kanssa. Teoriassa arvonmääritysmallien pitäisi antaa sama lopputulos muuttujien ollessa samanlaisia, mutta kyseisen tutkimuksen mukaan lisäarvomallilla voidaan ennustaa osakkeiden arvoa muita malleja selvästi tarkemmin. Mediaanipoikkeama lisäarvomallilla oli 30 %, vapaan kassavirran mallilla 41 % ja osinkoperusteisella mallilla 69 %.

Parviainen (2001) on pro gradu työssään tutkinut vapaan kassavirran mallin ja lisäarvomallin toimivuutta. Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää mallien tarkkuutta, kykyä selittää muutoksia osakkeiden markkinahinnoissa sekä kykyä ennustaa tulevia muutoksia osakkeiden pörssikursseissa. Kohteena oli vuonna 2000 Mandatum Pankkiiriliikkeen 45 säännöllisesti seuraamaa yritystä. Mediaani poikkeama vapaan kassavirran mallilla oli noin 30 % ja lisäarvomallil-

la noin 20 %. Tästä voidaan päätellä, kuten Francisin ym. (2000) tutkimuksen perusteella, että lisäarvomalli antaa tarkemman tuloksen kuin vapaan kassavirran malli. Sen sijaan vapaan kassavirran malli selittää tutkimuksen mukaan markkinahintoja paremmin kuin lisäarvomalli.

2 YRITYSKAUPPAAN VAIKUTTAVIA TAUSTATEKIJÖITÄ

2.1 Yrityskaupan strategiset taustat

Yritysosto on investointi, johon liittyy strateginen tausta. Alkava yrittäjä voi perustaa itse yrityksen, tehdä tarvittavat käyttö- ja vaihto-omaisuusinvestoinnit sekä luoda tuotteet ja markkinat, joiden avulla pyritään luomaan menestystä. Vaihtoehtoisesti alkava yrittäjä voi ostaa jo toimivan yrityksen, jolloin toiminta jatkuu valmiilla tuotteilla ja markkinoilla.

Toimivalla yrityksellä yritysosto liittyy markkinoiden tai tuotteiden laajentamiseen. Toimintaympäristöön saattaa liittyä joku uhka tai mahdollisuus, jolloin yritys joutuu strategisesti ongelmatilanteeseen. Joidenkin tuotteiden markkinaosuuksien kysynnän lasku tai toisaalta uusien markkinoiden avautuminen aiheuttaa yrityksessä tilanteen, jolloin strategisena tehtävänä on selittää, mitä tapahtuu ja miksi. Yritysosto voi perustua myös hyvään ostomahdollisuuteen, vaikkei varsinaista ostoaikomusta ole ollutkaan. Yritysten ainutkertaisuuden vuoksi osto- ja myyntitilanne on harvinaista ja oletettavaa on, ettei tilaisuus toistu. Näin ollen muilla kuin yrityksen sisäisillä tilannetekijöillä voi olla vaikutus yrityskaupan syntyyn. (Leppiniemi 1999: 22, Tenhunen & Werner 2000: 11.)

Honko (1969: 188) ryhmittelee syitä investointeihin erilaisten tarkoituserien ja näkökohtien mukaan:

1. Pakottavat syyt.
2. Markkina-aseman turvaaminen
3. Nykyisten investointien, nimenomaan koneiden ja laitteiden korvaaminen.
4. Kustannusten alentaminen
5. Tuottojen lisääminen
6. Uusien alojen valtaaminen tai uusien tuotteiden aikaansaaminen huomattavan riskinalaisin investoinnein.

Pakottavina syinä Honko tarkoittaa lainsäädäntöön sekä terveydellisiin ja turvallisuuteen liittyviä tekijöitä. Tarkasteltaessa yritysostoa investointina, voi oston taustana pitää kaikkia edellä mainittuja syitä.

Yrityskaupan suunnittelua ja arviointia voidaan tehdä kuvion 5 mukaisen SWOT-analyysin avulla:

KUVIO 5 Ostavan yrityksen SWOT-analyysi erilaisten strategisten yritysostojen perustana. (Tenhunen & Werner 2000: 63.)

	Ympäristöuhat	Ympäristön mahdollisuudet
Yrityksen sisäiset vahvuudet	Toimintamalli, jolla yrityksen vahvuutta käytetään hyväksi uhkan vähentämiseksi (defensiivinen strategia)	Toimintamalli, jolla yrityksen vahvuutta käytetään hyväksi mahdollisuuden toteuttamiseksi (hyökkäysstrategia)
Yrityksen sisäiset heikkoudet	Toimintamalli, jolla uhkaa pyritään välttämään heikkouden eliminoimiseksi (suojautumisstrategia)	Toimintamalli, jolla mahdollisuutta käytetään hyväksi heikkouden vähentämiseksi (vahvistamisstrategia)

Yrityksen tulee asettaa strategiset tavoitteet ja niiden toteutumista on seurattava. Jos yrityksen tavoitteena on nostaa tietyllä markkinaosa-alueella markkinaosuuttaan huomattavasti, saattaa yritysosto olla ainoa keino saavuttaa tavoite. Vaihtoehtoja yrityksen kasvattamiseen Tenhunen & Wernerin (2000: 12) mukaan ovat:

- yritysosto (ulkoinen tie)
- oma uusi yksikkö (sisäinen tie)
- yhteistyö muiden yritysten kanssa tavalla tai toisella

Yritysostoja voidaan luokitella usealla eri tavalla. Ne voivat olla joko aggressiivisia tai defensiivisiä. Aggressiiviset yritysostot liittyvät toimintaympäristön mahdollisuuksien hyödyntämiseen ja defensiiviset yritysostot uhkien torjumiseen. Yritysostot voivat olla myös horisontaalisia ja vertikaalisia. Horisontaalinen yritysosto kohdistuu ostettavan yrityksen kanssa samalla toimialalla ja samassa jalostus- ja jakeluketjun vaiheessa olevaan yrityksen ostoon. Vertikaalisessa yritysostossa ostettava yritys toimii ostajayrityksen kanssa samalla toimialalla, mutta eri jalostus- ja jakeluketjun vaiheessa. Konglomeratiivisessa yritysostossa ostava yritys ostaa kokonaan eri toimialalla toimivan yrityksen. (Tenhunen & Werner 2000: 12-13.)

Yritystostoihin liittyvissä tutkimuksissa on todettu, että horisontaaliset yritystostot onnistuvat parhaiten ja konglomeratiiviset huonoimmin. Tästä voidaan päätellä, että mitä tutummat ostettavan yrityksen markkinat ovat sitä varmemmin yritystosto onnistuu. Mitä kauempana ostettavan yrityksen toimiala on, sitä tarkemmin yrityskauppaan liittyvät kysymykset on analysoitava. Strategisesti tarkasteltuna horisontaalisilla ostoilla pyritään markkinaosuuksien kasvattamiseen toimialaa keskittämällä. Konglomeratiivisessa yritystostossa yritys pyrkii tasoittamaan eri toimintoihin liittyvää tulosten vaihtelua ja pienentämään riskiä. (Tenhunen & Werner 2000: 13.)

Syyt yrityksen myyntiin ovat myös strategisia; ratkaisut kypsyvät yleensä pitkän aikajakson aikana ja tehdyt ratkaisut ovat yrityksen kannalta pysyviä. Yrityksen myynnin syyt vaihtelevat sen mukaan, mikä on yrityksen omistusperusta. Yksityishenkilön myydessä yrityksen päätöksen teon perustana ovat hyvin erilaiset syyt verrattuna suureen yhtiöön, jossa omistus voi olla hajautunut ja institutionalisoitunut. Syyt myyntiin voivat olla joko yrityksen sisäisiä tai ulkoisia. Yksityishenkilön myydessä yrityksen Tenhunen & Werner (2000: 66) pitävät yrityksen sisäisinä syinä

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

Sisäisiin syihin yritysmyyntiin liittyy yksityishenkilöillä yleensä puute sopivasta jatkajasta perheen tai yrityksen sisästä. Ulkoisena syynä yrityksen myyntiin tyypillisesti on ajautuminen strategisesti uuteen tilanteeseen. Toimintaympäristöön saattaa ilmaantua uhka, jossa voidaan markkina-asemia menettää ja yrityksen myynti tulee houkuttelevaksi vaihtoehdoksi. (Tenhunen & Werner 2000: 66.)

Kun myyjänä on monialayhtiö tai suuryritys, poikkeavat yritysmyyntin syyt yksityishenkilöön verrattuna. Ostaja löytyy usein yrityksen liiketoimintayksikön johdosta, jolloin myyjä saattaa auttaa kauppahinnan rahoituksessa. Tenhusen & Wernerin (2000: 67) mukaan tyypillisiä syitä ovat:

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

2.2 Yrityskaupan synergia ja kauppahinta

Yrityskauppaan liittyy synergia potentiaalin mahdollisuus, jossa ostavan ja ostettavan yrityksen toiminnallinen tulos on parempi yrityskaupan jälkeen yritysten yhdistyessä kuin sitä ennen yritysten toimiessa erillään. Synergian synnyn edellytyksenä on, että ostokohteen toiminnan ja resurssien pitää sopia mahdollisimman hyvin ostajayrityksen kanssa. On myös mahdollista, että yrityskaupassa syntyy negatiivista synergiaa, jolloin toiminnallinen tulos heikkenee. Tämä voi johtua yrityksen toimintojen sopeuttamisongelmista uuteen tilanteeseen, jolloin esimerkiksi investointitarpeet voivat lisääntyä. (Tenhunen & Werner 2000: 14.)

Virtanen (1979: 96-105) jakaa saavutettavissa olevat synergia vaikutukset seuraavasti:

1. Reaaliprosessiin liittyvä synergia potentiaali
 - markkinointisynergia
 - valmistussynergia
 - ostosynergia
 - tutkimus- ja kehitystoiminnan synergia
2. Rahaprosessiin liittyvä synergia potentiaali
 - rahoitussynergia
 - verotussynergia

Reaaliprosessiin liittyvä synergia perustuu ostajayrityksen ja ostokohteen toiminnan samankaltaisuuteen. Synergia potentiaali liittyy ostajayrityksen ja ostokohteen yhtymäkohtiin markkinoinnin, valmistuksen, hankintojen sekä tutkimus- ja kehittämistoimintojen osalta. Rahaprosessiin liittyvä synergia potentiaali eroaa reaaliprosessiin liittyvästä synergia potentiaalista siinä, että yritysten välillä ei tarvitse olla yhtymäkohtia reaaliprosessiin sisältyvissä toiminnoissa. Rahoitussynergia voi perustua rahoitusmahdollisuuksien paranemiseen, pääomakustannusten alenemiseen ja raharesurssien tehostuneeseen hyväksikäyttöön. Verotukseen liittyvä synergia perustuu siihen, että yritysoston seurauksena voidaan saavuttaa verosäästöä. (Virtanen 1979: 96, 102-104.)

Leppiniemen (1999: 22) mukaan synergia maailmioon liittyvänä tavoitteena voi olla pyrkimys hyödyntää yrityksen omia voimavaroja tehokkaammin, jolloin voidaan esimerkiksi sijoittaa

likvidejä varoja tuottoisammalla tavalla. Eräänä tavoitteena saattaa olla kilpailutilanteeseen vaikuttaminen esimerkiksi siten, että yrityskaupan myötä saadaan kilpailevia tuotteita poistettua markkinoilta. Yrityskaupan myötä voidaan pyrkiä myös kannattavuuden parantamiseen yleisesti. Kaupassa saadaan esimerkiksi malleja, patenteja ja osaavaa henkilökuntaa. Yritysosto on vaihtoehto sisäiselle kehitykselle, jolloin kasvutavoitteet on mahdollista saavuttaa nopeammin.

Tenhusen & Wernerin (2000: 18-19) mukaan yritysoston suhteellinen edullisuus riippuu vain kahdesta tekijästä: synergia potentiaalista ja kauppahinnasta. Asiaa on havainnollistettu kuviossa 6. Yritysoston kannattavuus riippuu kaikissa tilanteissa kauppahinnasta, joka yrityksestä joudutaan maksamaan. Jos myyjän vaatima hinta vastaa yrityksen resurssien liiketaloudellista arvoa, on yritysosto investointina kannattava vain silloin, kun saavutetaan merkittäviä synergivaikutuksia. Ilman synergivaikutuksia yritysosto kannattaa silloin, kun kauppahinta on liiketaloudellista arvoa alhaisempi.

KUVIO 6 Yritysoston kannattavuus ostajalle. (Tenhusen & Werner 2000: 19.)

Kauppahinta vs. liiketaloudellinen arvo

	alapuolella	tasalla	yläpuolella
Synergivaikutuksia ei juuri ole	Osto mahdollinen	Osto ei kannata	Osto ei kannata
Synergivaikutuksia on runsaasti	Osto on kannattava	Osto on kannattava	Osto mahdollinen

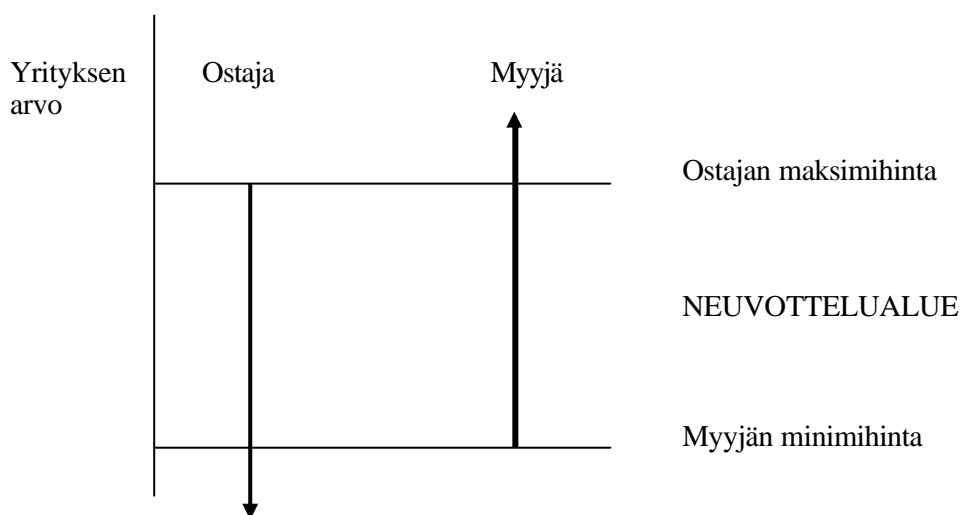
Ostavan yrityksen on tärkeää selvittää synergia potentiaali, sillä parhaat yrityskaupat syntyvät synergia potentiaalin ollessa maksimaalinen. Synergia potentiaalin selvittäminen suoritetaan Tenhusen & Wernerin (2000: 19) mukaan seuraavasti:

1. Tehdään oman yrityksen vahvuus-heikkousanalyysi. Ostavan yrityksen vahvuudet ja heikkoudet käydään läpi toiminnoittain, jolloin tuloksena saadaan ostavan yrityksen yritysprofili.
2. Muodostetaan peilikuva ostokohteesta samaan tapaan kuin kohdassa 1.
3. Muodostetaan kullekin potentiaaliselle ostokohteelle oma yritysprofilinsa käytettävissä olevan tiedon perusteella.
4. Tehdään rankinglista vertaamalla ostokohteiden yritysprofileja ideaaliprofiiliin.

Ideaaliprofiilissa tärkeimmät ovat ne kohdat, jotka paikkaavat oman yrityksen heikkoja kohtia. Jos ostokohde mahdollistaa ostajan vahvojen ominaisuuksien hyödyntämisen ja eliminoi ostajan heikkouksia, voidaan tällaisen yrityskaupan olettaa johtavan maksimaaliseen synergiapotentiaaliin.

Yrityksen lopullinen kauppahinta on neuvotteluprosessin tulos. Myyjä on asettanut vähimmäishintavaatimuksen yritykselle ja ostajalla on enimmäishinta, jonka hän on valmis maksamaan. Myyjän vähimmäishinnan ja ostajan enimmäishinnan välistä erotusta kutsutaan neuvottelualueeksi. Asiaa on havainnollistettu kuviossa 7.

KUVIO 7 Yrityskaupan neuvottelualue. (Leppiniemi 1999: 36.)



Neuvotteluissa ostaja ja myyjä eivät yleensä paljasta minimi- ja maksimihintojaan. Kaupan osapuolet pyrkivät neuvottelun aikana kartoittamaan neuvottelualueen rajat, jolloin neuvotteluasema ja -taidot ratkaisevat lopputuloksen. Neuvottelualueen välille sijoittuvat kauppahinnat ovat periaatteessa kaikki oikeita hintoja. (Leppiniemi 1999: 36.)

Kauppahintaan vaikuttavat myös vakuuskysymykset. Neuvottelun kohteena on myyjän vastuiden vapautumisen ja ostajalle jäävien vastuiden yhteensovittaminen. Tenhunen & Werner (2000: 38-39) vertaa yritykseen kohdistuvia vakuuksia yrityksen substanssiarvoon. Mikäli vastuut ovat alle yrityksen substanssiarvon ja vastuiden ottamisesta ei muodostu suurta lisäriskiä ostajalle, ei tällaisessa tilanteessa vakuuskysymyksillä ole vaikutusta kauppahintaan. Mikäli vastuut ylittävät yrityksen substanssiarvon ja vastuiden ottamisesta muodostuu merkittävä riski ostajalle, on tällä kauppahintaa merkittävästi laskeva vaikutus.

Ostaja ei tunne kaupan kohteena olevaa yritystä niin hyvin kuin myyjä, jolloin kauppasopimuksen ehdoilla pyritään varmistamaan myyjän antamien vakuuksien pitävyyttä. Tenhusen & Wernerin (2000: 40) mukaan yrityksen kauppahinta muodostuu:

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

Kauppasopimuksen ehdollisessa enimmäiskauppahinnassa sovitaan ja maksetaan tietty hinta, jota ostajaa turvaavat ehdot rajoittavat. Jos kaikki ehdot toteutuvat, lopulliseksi kauppahinnaksi muodostuu ehdollinen enimmäiskauppahinta.

Ostajaa turvaavat ehdot kauppasopimuksessa vaihtelevat ja ovat toimialakohtaisia. Yleensä kaikissa kauppasopimuksissa on edelliseen tilinpäätökseen ja kuluvaan tilikauteen liittyvät ehtoja. Näissä ehdoissa todetaan, että

- yhtiön hallussa on tämän sopimuksen liiteasiakirjojen soittamat varat ja muu liikeomaisuus
- yhtiön tilinpäätös ja liikekirjanpidon kirjaukset on tehty hyvän kirjanpitoavan mukaisesti
- yhtiön varat on arvioitu ja ilmoitettu oikean määräisenä

Edellä kuvattuja ehtoja täydennetään muilla ostajan etuja turvaavilla tarkemmilla ehdoilla. (Tenhunen & Werner 2000: 40-41.)

Osa kauppahinnasta voidaan jättää vakuudeksi turvaamaan ostajan ehtoja. Jäljelle jäävän kauppahinnan maksujärjestelystä voidaan erottaa kaksi päätyyppiä. Ensiksi jos myyjä ei jatka yrityksen johdossa yrityskaupan jälkeen, on tällä järjestelyllä yleensä kauppahintaa nostava vaikutus. Jäljelle jäävän kauppasumman osalta ainakin kauppahintasaatavan korko-osuus on kauppasummaa nostava tekijä. Toinen maksujärjestelyyn liittyvä päätyyppi on tilanne, jossa myyjä jää yrityksen johtoon. Tällöin loppuosa kauppahinnasta voidaan sitoa provisiopohjaisesti yrityksen menestymiseen. Myyjä saa tietyn prosentoin toteutuneesta käyttökatteesta tai tietty osuus tuloksesta maksetaan myyjälle kauppahintana. Yrityksen kauppahinta jakaantuu tässä tapauksessa kiinteään peruskauppahintaan ja provisiopohjaiseen muuttuvan kauppahinnan osaan. (Tenhunen & Werner 2000: 41-42.)

2.3 Due Diligence -prosessi

Onnistuneen yrityskaupan edellytyksenä on, että kaupan kohteeseen tutustutaan huolellisesti. Yrityskauppatilanteessa huolellisesta ennakkotarkastuksesta käytetään nimitystä ”due diligence”, mikä vapaasti käännettynä tarkoittaa ”asianmukaista huolellisuutta”. Due diligence

-prosessissa ostaja tutkii tarkasti kohdeyrityksen liiketoiminnan, kirjanpidon, tilinpäätöksen sekä oikeudellisen aseman. Tarkoituksena on tarkastaa, vastaako kohdeyrityksen liiketoiminta ostajan ennakkokäsitystä. (Blomquist, Blummé, Lumme, Pitkänen & Simonsen 2001: 9.)

Due diligence -tutkimuksessa keskitytään taseen ulkopuolisten vastuiden kartoittamiseen. Keskeistä tutkimuksessa on kohdeyrityksen laatimien sopimusten analysointi sekä yritys-kauppaan liittyvien riskien kartoittaminen ja riskien taloudellisten vaikutusten hahmottaminen. Ostajan lisäksi Due diligence -tutkimusta käyttää myös yrityskaupan rahoittaja. Blomquist ym. (2001: 19) jakavat tutkimuksessa selvitettävät asiat:

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

Yrityskauppaprosessit ovat erilaisia. Blomquist ym. (2001: 10) jakavat prosessit kahteen pääryhmään. Tyypillisemmän ryhmän muodostaa prosessit, jossa on alusta lähtien on yksi ostajaehdokas neuvotteluosapuolena (one-on-one sales). Toisen ryhmän muodostavat prosessit, joissa on useita ostajaehdokkaista ja myyjä pyrkii kilpailuttamaan heitä huutokauppaprosessissa (structured sales).

Yleensä Due diligence -prosessissa myyjä ja ostajaehdokas allekirjoittavat ennen neuvotteluita salassapitosopimuksen, jossa osapuolet sitoutuvat pitämään salassa prosessin aikana esiin tulevat asiat. Lisäksi osapuolet solmivat yleensä aiesopimuksen, jossa todetaan ostajan ja myyjän neuvottelevan tietystä yrityskaupasta ja ettei sopimus sido kumpaakaan osapuolta toteuttamaan kauppaa. Tässä vaiheessa yrityskauppaprosessia ostaja ei halua sitoutua kauppaan, koska vielä ei tiedetä kohdeyrityksestä riittävästi. Myyjä puolestaan ei halua kertoa yrityksestään kaikkea, koska ostaja ei ole vielä sitoutunut kauppaan. (Blomquist ym. 2001: 11.)

Neuvottelut kauppakirjasta alkavat yleensä heti aiesopimuksen jälkeen. Kauppakirjan sisällöllisesti tärkeitä osa-alueita ovat kaupan kohde, hinta sekä ostajan ja myyjän väliset takuut, vakuudet sekä vahingonkorvaukset. Ostajan on yleensä vaikeaa saada tietoa kohdeyrityksestä, jolloin myyjä voi taata kauppasopimuksen ehdoissa tiettyjä yritystä koskevia asioita. Jos myöhemmin ilmenee, että myyjän antamat tiedot ovat virheellisiä, on myyjä korvausvelvollinen ostajalle. Myyjän antamat vakuudet sopimisehdoissa kohdistavat ostajan mielenkiinnon kohdeyrityksen kriittisiin alueisiin. Lisäksi sopimusehdoilla pyritään määrittämään myyjän ja ostajan välinen vastuunjako. (Blomquist ym. 2001: 12.)

Ostajalla on selonottovelvollisuus ja myyjällä tiedonantovelvollisuus kaupankohteesta. Kohdeyritykseen tutustuminen on huolellisuutta vaativa vaihe yrityskauppaprosessissa, jolloin ostajan selonottovelvollisuuden suorittaminen voi ristiriitatilanteissa olla tulkinnanvaraista. Tulkintatilanteissa voidaan arvioida, onko henkilö tiennyt vai olisiko hänen pitänyt tietää jostain asiasta vaikuttavasta olosuhteesta tai olisiko ostajan pitänyt ottaa selvää jostain asiasta. Selonottovelvollisuutensa laiminlyöneeseen ostajaan ei kohdistu sanktioita, mutta kauppa sitoo häntä sellaisenaan mahdollisesta haittaseuraamuksesta huolimatta. (Blomquist ym. 2001: 14-15.)

Myyjän tiedonantovelvollisuus ja ostajan selonottovelvollisuus ovat käsitteinä toistensa vastakohtia ja niiden keskinäinen suhde voi olla ongelmallinen. Myyjän tiedonantovelvollisuuden laiminlyönti ilmenee joko väärin tietojen antamisena tai tietojen antamatta jättämisenä. Myyjäosapuolella on yleensä täydellinen tieto yrityksen liiketoiminnasta, jolloin ostajalla on yleensä oikeus olettaa myyjän antavan informaatiota kaupan kohteen poikkeavasta ominaisuudesta. Myyjä yleensä antaa positiivisen kuvan yrityksestään, mutta myyjän mielipide ei yleensä aiheuta riitatilanteessa virhevastuuta. (Blomquist ym. 2001: 16-17.)

Mitä yksityiskohtaisempaa ja konkreettisempaa tietoa myyjä antaa yrityksestään, sitä pätevämpi syy on ostajalla jättää suorittamatta kaupankohteen ennakkotarkastus. Kuitenkin myyjä voi kehottaa ostajaa tarkastamaan tietojen oikeellisuuden, jolloin myyjä voi välttää kauppakirjassa annettujen takuu- ja vakuutusvastuiden täytäntöönpanon riitatilanteessa. Tietojen antamiseksi ei katsota pelkkää tietojen saatavilla oloa, vaan myyjän on aktiivisesti osallistuttava tietojen antoon. Tietojen annon lisäksi myyjällä on velvollisuus korjata ostajan saamaa virheellistä tietoa tai ostajan virheellistä käsitystä jostain yksityiskohdasta. (Blomquist ym. 2001: 17-18.)

Kohdeyrityksen toimintaan liittyvät olosuhteet tavallisesti selvitetään perusteellisesti. Due Diligence -tutkimukset jaetaan Blomquistin ym. 2001: 26 mukaan:

- business due diligence
- legal due diligence
- financial due diligence
- muiden osa-alueiden due diligence

Business due diligence -tutkimuksessa selvitetään liiketoiminnan olosuhteet ja usein tämän vaiheen tekevät ostajayrityksen johtohenkilöt ja controllerit. *Legal due diligence* -tutkimuksen suorittaa usein riittävät resurssit omaava asianajotoimisto. Tutkimuksessa on keskeistä pereh-

tyä vastuuasioihin, jotka eivät ilmene tilinpäätöstiedoista. Lakimiesten ja tilintarkastajien välinen yhteistyö on tärkeää, jotta riskit tulisivat monipuolisesti kartoitettua. *Financial due diligence -tutkimuksessa* käydään läpi kohdeyrityksen tilinpäätöstiedot ja laskentatoimen taso. Tutkimukseen sisältyy budjetointi- ja suunnittelujärjestelmien sekä tulosenusteiden läpikäynti. Usein tähän vaiheeseen kytketään myös verotukseen liittyvien asioiden läpikäynti. Muina tutkimuksen kohteena voivat olla kohdeyrityksen tekninen taso, henkilöstön osaaminen ja ympäristöriskit (environmental due diligence). (Blomquist ym. 2001: 27-29.)

Myyntiprosessista riippuen voi due diligence -tutkimustapa olla erilainen. Ns. vendors due diligence -tutkimuksessa myyjä kartoittaa ostajaehdokkaat tarjousmenettelyn avulla. Ostajaehdokkaille järjestetään ns. data-room ympäristössä mahdollisuus tutustua yritystä koskevaan aineistoon. Tässä vaiheessa mukana on vain rajattu määrä myyjien edustajia. Prosessi on voimakkaasti myyjän ohjauksesta, mistä johtuen on alettu käyttämään nimitystä vendors due diligence. Kun lopullinen ostaja on valittu, seuraa siinä vaiheessa yleensä ostajan suorittama täydentävä due diligence -tutkimus. (Blomquist ym. 2001: 29.)

2.4 Yrityskauppa ja verotus

2.4.1 Yrityskaupan toteutustavat

Yrityskaupan toteutustavat voidaan jakaa kahteen pääluokkaan. Ensinnäkin kaupankohteena voi olla yrityksen liikeomaisuus ja liiketoiminta oikeuksineen ja velvoitteineen, jolloin puhutaan substanssikaupasta. Kun kaupankohteena on yksityisliike, on substanssikauppa ainoa mahdollinen tapa toteuttaa yrityskauppa. Tällöin yrityksen myynti on viimeinen liiketapahtuma. Mikäli kaupankohteena on yrityksen joku liiketoiminnan osa, myös tällöin kyseessä on substanssikauppa. Substanssikauppaan syynä voi olla esimerkiksi se, että kaupan kohteeseen liittyy sellaisia vastuita, joita ostaja ei halua ottaa vastattavakseen. Yksi ostaja ei välttämättä ole kiinnostunut kaupankohteen koko liiketoiminnasta, jolloin substanssikaupalla voidaan myydä liikeomaisuutta usealle eri ostajataholle. (Bergroth 1994: 372-373; Tikka, Leppiniemi, Penttilä & Hulkko 1996: 119-120.)

Toinen tapa toteuttaa yrityskauppa on yrityksen osakkeiden ja osuuksien myyminen. Tällöin kaupan kohteena voi koko yritys, enemmistö osakkeista tai osuuksista tai merkittävä vähemmistöosuus. Osakkeiden ja osuuksien kaupassa siirtyy yritys vastuineen ostajalle. Osakkeiden

ja osuuksien kaupassa yrityksen toiminta ei useinkaan heti muutu, sillä esimerkiksi sama henkilökunta jatkaa yrityksessä samoin työehdoin. Osakekauppaan liittyviä erityismuotoja ovat elinkeinoverolain 52 §:n mukaisesti toteutettavat sulautuminen, jakautuminen, liiketoimintasiirto ja osakevaihto. (Bergroth 1994: 372-373.)

2.4.2 Erilaisten yritysmuotojen verotus

Yrityskauppaan liittyvä verotus on riippuvainen ostavan ja myyvän yrityksen yhtiömuodosta. Esimerkiksi yksityisen toiminimen verotus yrityskauppatilanteessa on erilainen verrattaessa osakeyhtiön verotukseen. Yksityisen toiminimen myydessä omaisuuttaan on kaupankohteena yleensä käyttö- ja vaihto-omaisuus. Kauppahinta tulee kokonaisuudessaan liikkeen tuloksi ja kauppahinnasta vähennetään käyttö- ja vaihto-omaisuuden kirjanpitoarvot. Goodwill-arvo tuloutuu kokonaisuudessaan, ellei vastaavaa poistamatonta arvoa ole kirjanpidossa esimerkiksi aikaisemman yrityskaupan seurauksena. (Tenhunen & Werner 2000: 68.)

Kaupantekovuoden tulo lasketaan siten, että ennen myyntitapahtumaan kertyneeseen elinkeinotoiminnan tuloon lisätään purkautuvat varaukset ja myyntitapahtumasta aiheutunut tulo. Yritystulo jaetaan pääoma- ja ansiotuloksi edellisen vuoden lopun nettovarallisuuden perusteella. Kuitenkin pääomatuloksi katsotaan aina vähintäänkin se osuus, joka vastaa verovelvollisen omistamien elinkeinotoiminnan käyttöomaisuuteen kuuluvien kiinteistöjen ja arvopapereiden luovutusvoittoa. (Tenhunen & Werner 2000: 68.)

Kiinteistöjen ja arvopapereiden luovutusvoittoa laskettaessa myyntihinnasta voidaan vähentää joko alkuperäinen hankintameno kuluineen tai hankintameno-olettama. Hankintameno-olettama on 20 % kauppahinnasta alle 10 vuotta omistetusta omaisuudesta ja 50 % kauppahinnasta yli kymmenen vuotta omistetusta omaisuudesta. (TVL 46 §.)

Yksityisliikkeen kaupantekovuoden verorasitus on yleensä melko suuri johtuen progressiivisesti verotettavista ansiotuloista. Yrityskaupan ajoittuessa loppuvuoteen on normaalista liiketoiminnasta voinut kertyä tuloa runsaasti. Kun liiketoiminnasta kertyneeseen tuloon lisätään yrityskaupasta aiheutuva tulo-osuus, voivat ansiotulojen verot nousta korkeaksi. Tuloverolain 128 § mahdollistaa tulontasauksen, jos ansiotulo on vähintään 2500 euroa ja se on kertynyt etu- tai jälkikäteen kahdelta tai useammalta vuodelta ja on vähintään neljäsosa verovelvollisen verovuoden kokonaisansiotulosta. Tuloverolain 129 § mukaan ansiotulo voidaan jakaa enintään viidelle vuodelle.

Myytäessä elinkeinoyhtymän liikevarallisuutta, käyttäytyy verotus samalla tavalla kuin yksityisliikkeen osalta: Yritystulo jaetaan pääoma- ja ansiotuloksi edellisen vuoden lopun nettovarallisuuden perusteella kuitenkin siten, että pääomatuloksi katsotaan vähintään se osuus, mikä vastaa kiinteistöjen ja arvopapereiden luovutusvoittoa. Henkilöyhtiön myydessä liikevarallisuuttaan jää yhtiö edelleen yhtiömiesten hallintaan ja omaisuudeksi. (Tenhunen & Werner 2000: 70.)

Laissa elinkeinotulon verottamisesta (EVL) 51d §:ssä säädetään toimintansa lopettavan yrityksen veroseuraamuksista. Lopettavan yhteisön verotuksessa vaihto-, sijoitus- ja käyttöomaisuuden luovutushinnaksi katsotaan todennäköistä luovutushintaa vastaava määrä. Mikäli todennäköinen luovutushinta on korkeampi kuin omaisuuden kirjanpitoarvo, erotus tuloutuu yritykselle. (Leppiniemi 2002: 505.)

Yrityskauppa elinkeinoyhtymässä voidaan toteuttaa myös yhtiöosuuksien myyntinä. Tenhunen & Werner (2000: 70) pitävät myyjän kannalta yhtiöosuuksien myyntiä tuloveroseuraamuksiltaan edullisempänä ratkaisuna kuin liikevarallisuuden myyntiä. Liikevarallisuutta myytäessä tulo on kokonaan veronalaista ja yrityksen nettovarallisuudesta sekä liikeomaisuuden laadusta riippuen osa tulosta on ansiotuloa. Yhtiöosuuksien myynti verotetaan tuloverolain 46 § mukaan; myyntihinnasta vähennetään tosiasiallinen hankintameno tai hankintameno-olettama. Verotettavaksi jäävä tulo on pääomatuloa. Mikäli henkilöyhtiön oma pääoma on yksityisotoista johtuen negatiivinen, lisätään luovutusvoittoon yksityisottoja vastaava määrä. Verotuksellisesti on edullisempää, että ennen myyntiä yhtiöön tehdään yksityisottoja vastaava määrä yksityissijoituksia. (Tenhunen & Werner 2000: 72.)

Osakeyhtiön myynnin kohteena on useimmiten yhtiön osakkeet. Osakkeiden luovutusvoitto verotetaan samalla perusteella kuin henkilöyhtiön osuuksien luovutusvoitto. Osakkeiden omistus katsotaan alkaneeksi perustamiskirjan allekirjoituspäivästä tai ostopäivästä lähtien. Mikäli osakepääomaa on korotettu, uudet osakkeet katsotaan saaduiksi samaan aikaan kuin osakkeet, joihin merkintä perustuu. (Tenhunen & Werner 2000: 73.)

Kun osakeyhtiö myy liikeomaisuutta, tuloutuu myyntivoitto yhtiölle. Yhtiö jää tässä tapauksessa nykyisten osakkeenomistajien omistukseen. Mikäli osakeyhtiö ei jatka enää toimintaansa, saatu kauppahinta voidaan jakaa tulevana vuosina osinkojen kautta yhtiön osakkaille. Tällöin on ratkaisevaa osinkojen jakautuminen pääoma- ja ansiotulo-osuuteen, mihin puolestaan vaikuttaa osakeyhtiön jäljellä oleva veroylijäämä ja vuosittainen nettovarallisuus. Pääoma- ja

ansiotulon edullisuus verotuksessa riippuu osakkeenomistajan muista ansiotuloista. Tavoitteena on, ettei ansiotulojen veroaste nouse korkeammaksi kuin pääomatulojen veroaste. (Tenhunen & Werner 2000: 87-88.)

Myyjän kannalta on usein edullisempaa pyrkiä osakkeiden tai osuuksien myyntiin kuin liiketoimintakauppaan. Ostajan kannalta tilanne on toinen; liiketoimintakaupassa siirtyvästä poistokelpoisesta käyttö- ja vaihto-omaisuudesta saadaan vähennyspohjaa verotusta varten, kun taas osakkeiden hankinta ei pääasiallisesti ole verotuksessa vähennyskelpoinen hankintameno. Lisäksi Tenhunen & Wernerin (2000: 90) mukaan ostajan on usein helpompi saada rahoitus liiketoiminnan ostoon kuin osakkeiden ostoon.

2.4.3 Yrityskaupan erityisjärjestelyt

EVL 52 § mukaiset erityisjärjestelyt yrityskaupoissa tuovat tiettyjä veroetuja. Sulautumisessa yksi tai useampi osakeyhtiö purkautuu ilman selvitysmenettelyä ja siirtää varansa ja velkansa toiselle osakeyhtiölle. Sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat saavat omistamiensa osakkeiden suhteessa vastaanottavan yhtiön liikkeelle laskemia uusia osakkeita tai rahaa enintään 10 % vastikkeena annettavien osakkeiden yhteenlasketusta nimellisarvosta. Sulautuvan yhtiön ei katsota purkautuvan verotuksessa. Sulautuvan yhtiön verotuksessa vähentämättä olevat hankintamenot ja muut vähennyskelpoiset menot vähennetään vastaanottavan yhtiön verotuksessa samalla tavalla kuin ne olisi vähennetty sulautuvan yhtiön verotuksessa. Yhtiöiden sulautuessa syntynyt voitto ei ole veronalaista tuloa eikä tappio vähennyskelpoista menoa. Vastaanottava yhtiö saa vähentää sulautumisvuoden verotuksessa sulautumisessa siirtyneen käyttöomaisuuden hankintamenosta ja muista pitkävaikutteisista menoista poistoina enintään määrän, joka vastaa verovuoden enimmäispoistoa. Jotta samasta käyttöomaisuudesta ei tehtäisi kaksinkertaista poistoa samana verovuonna, on vastaanottavan yhtiön vähennettävä omista poistoistaan sulautuvan yhtiön tekemä poisto-osuus. Sulautumisessa sovelletaan jatkuvuuden periaatetta, jonka mukaan se on yleisseuraanto. Tällöin esimerkiksi varaukset eivät purkaudu ja käyttöomaisuuden poistopohjat säilyvät samoina kuin sulautuvalla yhtiöllä. Sulautuminen on myös varainsiirtoverosta vapaa varainsiirtoverolain 43 § mukaan. (Leppiniemi 2002: 485-486.)

Eräänä liiketaloudellisena perusteena sulautumiselle on toteuttaa yrityksen kasvua yritysoston avulla. Sulautumisella voidaan pyrkiä esimerkiksi hankkimaan yritykseltä puuttuvia resursseja. Sulautumisen avulla saatetaan edistää myös resurssien hyväksikäyttöä ja lisätä kustannus-

tehokkuutta. Resurssien yhdistämisessä voidaan tavoitella myös veroetuja, mutta se ei saa olla EVL 52g §:n mukaan yksinomainen ja pääasiallinen tarkoitus. (Leppiniemi 2002: 482-483.)

Jakautuminen on sulautumisen vastakohta. Siinä osakeyhtiö (jakautuva yhtiö) purkautuu selvitysmenettelyttä siten, että sen varat ja velat siirtyvät kahdelle tai useammalle osakeyhtiölle (vastaanottavat yhtiöt). Jakautuvan yhtiön osakkeenomistajat saavat osuuksiensa mukaisessa suhteessa vastikkeena kunkin vastaanottavan yhtiön liikkeeseen laskemia uusia osakkeita. Vastike saa olla myös rahaa, kuitenkin enintään 10 prosenttia vastikkeena annettavien osakkeiden nimellisarvosta. Jakautumisessa sovelletaan sulautumisen tapaan jatkuvuuden periaatetta; varat siirretään vastaanottaville yhtiöille kirjanpitoarvojen suuruisena. Jakautuvan yhtiön verotuksessa vähennetyt varaukset siirtyvät sille vastaanottavalle yhtiölle, jolle siirrettyyn toimintaan varaus kohdistuu. Muut varaukset siirtyvät vastaanottaville yhtiöille samassa suhteessa kuin jakautuvan yhtiön nettovarallisuus siirtyy vastaanottaville yhtiöille. Nettovarallisuudella tarkoitetaan yhtiön varallisuusverolain 27 §:ssä tarkoitettua nettovarallisuutta jakautumisajankohtana. Vastaanottavan yhtiön osakkeiden hankintamenoksi katsotaan se osa jakautuvan yhtiön osakkeiden hankintamenosta, joka vastaa vastaanottavalle yhtiölle siirrettyä osaa jakautuvan yhtiön nettovarallisuudesta. (EVL 52c; Leppiniemi 2002: 488.)

Jakautumisen liiketaloudellisena perusteena on usein riskien hajauttaminen. Tällöin voidaan keskittyä ydinliiketoimintaan, jolloin myöhemmin luovuttavista liiketoiminnoista muodostetaan erillinen yhtiö. Yrityksen jakautumisella saatetaan myös valmistautua yritystoiminnan myyntiin tilanteessa, jossa ostaja ei halua ostaa koko yritysomaisuutta. Esimerkiksi kiinteistö saatetaan jättää eri yhtiöksi ja myöhemmin toteutettavan yrityskaupan ulkopuolelle. (Ernst & Young 2000: 78.)

Liiketoimintasiirrosta on säädetty EVL 52d §:ssä. Liiketoimintasiirrolla tarkoitetaan järjestyä, jossa osakeyhtiö (siirtävä yhtiö) luovuttaa liiketoimintansa kohdistuvat varat, varoihin kohdistuvat velat ja siirtyvään toimintaan kohdistuvat varaukset siirtyvää toimintaa jatkavalle osakeyhtiölle (vastaanottava yhtiö). Vastikkeeksi siirtävä yhtiö saa vastaanottavan yhtiön liikkeeseen laskemia uusia osakkeita. Siirtävän yhtiön verotuksessa luetaan luovutetun omaisuuden veronalaiseksi luovutushinnaksi omaisuuden verotuksessa poistamatta oleva hankintamenon osa edellyttäen, että siirto on tapahtunut kirjanpidossa poistamatta olevista arvoista.

Vastaanottavan yhtiön verotuksessa luetaan siirtyneen omaisuuden vähennyskelpoiseksi hankintamenoksi vastaava määrä kuin siirtävän yhtiön veronalainen luovutushinta. Kirjanpitoar-

von ylittävä osuus käyvistä arvoista ei tuloudu. Koska liiketoimintasiirto ei ole sulautumisen tapaan yleisseuraanto, eivät luovuttavalle yhtiölle kuuluvat veroedut siirry. Näin esimerkiksi vahvistetut tappiot ja käyttämättä olevat yhtiöveron hyvitykset eivät siirry vastaanottavalle yhtiölle. Sen sijaan liiketoimintaan liittyvät tilinpäätössiirrot, kertyneet poistoerot ja vapaaehtoiset varaukset useimmiten siirtyvät vastaanottajalle. (Leppiniemi 2002: 495).

Osakevaihdosta säädetään EVL 52f §:ssä. Siinä osakeyhtiö hankkii yli 50 % äänimäärän kohdeyhtiöstä ja maksaa kauppahinnan kohdeyhtiön osakkeenomistajille emittoimalla osakkeita. Vaihtoehtona on rahavastike, joka saa olla enintään 10 % osakevastikkeen osakaskohtaisesta nimellisarvosta. Ainoastaan käteisvastike katsotaan tuloverotuksessa luovutukseksi. Osakevaihdon myötä myyjän osakkeiden alkuperäiset hankintamenot ja -ajat säilyvät. Tällöin myöhempänä ajankohtana myytäessä osakkeet edelleen katsotaan niiden hankintameno ja -ajankohta alkuperäisen saannon perusteella. Kohdeyhtiön kertyneet poistoerot ja varaukset siirtyvät ostajalle, mutta niiden käyttöoikeus lakkaa yli 50 %:n omistajanvaihdoksissa. Ostaja on velvollinen suorittamaan 1,6 %:n varainsiirtoveron kauppahinnan perusteella. (Blomquist ym. 2001: 102-103.)

2.4.4 Sukupolvenvaihdos

Sukupolvenvaihdoksessa yritys luovutetaan luopujan elinaikana kauppana, lahjanluonteisena kauppana tai lahjana. Luovutuksen toteutustapaan vaikuttaa mm. kaupan osapuolten sukulaissuussuhde, luopujan rahantarve, luovutusvoitto- ja lahjaverotus sekä jatkajan rahoitusmahdollisuudet.

Luopujan tuloverotuksen kannalta on huomioitava TVL 48 §. Se mahdollistaa tietyissä tilanteissa luovutuksen ilman luovutusvoittoveroseuraamuksia. Luovutus on verovapaa, jos luovutuksen kohteena on

- maatalouteen tai metsätalouteen kuuluvaa kiinteää omaisuutta
- avoimen yhtiön tai kommandiittiyhtiön osuuden taikka
- sellaisen yhteisön osakkeita tai osuuksia, jotka oikeuttavat vähintään 10 prosentin omistusosuuteen mainitussa yhtiössä

Lisäksi luovutuksen saajana tulee olla joko yksin tai yhdessä puolisonsa kanssa hänen lapsensa tai tämän rintaperillinen, hänen sisar, veli, sisarpuoli tai velipuoli. Lisäksi omaisuuden on pitänyt olla yli kymmenen vuotta verovelvollisen tai hänen ja sellaisen henkilön omistuksessa, jolta hän on sen saanut vastikkeettomasti. TVL 48 § ei koske yksityistä liikkeenharjoittajaa,

joka myy omaisuuden perillisilleen. Tällöin omaisuuden myynnistä saatua tuloa käsitellään liiketapahtumana. (TVL 48 §; Tenhunen & Werner 2000: 74.)

Jatkajan lahjaverotuksessa verottaja arvioi kaupankohteen omaisuuden käypien arvojen mukaan. Jotta tämä tilanne ei sukupolvenvaihdoksissa muodostuisi verotuksellisesti raskaaksi, on perintö- ja lahjaverolaissa huojennussäännökset. PerVL 55.1 § mukaan huojennusta sovelletaan, jos

- veronalaiseen perintöön tai lahjaan sisältyy maatila, muu yritys tai osa niistä
- verovelvollinen jatkaa perintönä tai lahjana saaduilla varoilla maatalouden tai maa- ja metsätalouden harjoittamista tai muuta yritystoimintaa perintönä tai lahjana saadulla maatilalla tai näin saadussa yrityksessä; ja
- maatilasta, muusta yrityksestä tai niiden osasta määrätyn perintö- tai lahjaveron suhteellinen osa koko verosta on suurempi kuin 850 euroa

Yrityksellä tarkoitetaan liikettä tai ammattia, jonka tulos vahvistetaan EVL:n mukaan. Huojennuksen voi saada, jos kaupan kohteena on yritykseen liittyvää varallisuutta, yhtiöosuuksia tai osakkeita. (Tenhunen & Werner 2000: 75-76.)

Yrityskauppa ei ole lahjaluontoinen, jos kauppahinta on $\frac{3}{4}$ osaa omaisuuden käyvästä arvosta. Verohuojennukseen oikeuttavan PerVL 55 § mukaan lahjaveroa ei peritä, jos kauppahinta on 50 % omaisuuden käyvästä arvosta. Tällöin kyseessä on lahjanluontoinen kauppa. Toinen huojennus koskee PerVL 56 § mukaan pidennettyä maksuaikaa. Jos lahjaveron suhteellinen osa on koko verosta vähintään 1700 euroa tai enemmän, vero kannetaan vähintään 850 euron vuotuisena eränä enintään viiden vuoden aikana. Pidennetyltä maksuajalta ei peritä korkoa.

2.5 Yrityskaupan rahoitus

Yrityskauppa voi kariutua jo varhaisessa vaiheessa rahoituksen puuttumiseen, minkä vuoksi erilaisten rahoitusvaihtoehtojen kartoittamiseen on ostajan perehdyttävä jo yrityskauppaprosessin alkuvaiheessa. Oleellista on kartoittaa, kuinka paljon yrityksen tulorahoituksesta on irrotettavissa lainojen korkoihin ja kuoletuksiin. Lisäksi ostajan sijoittamalle rahalle on laskettava tuottovaatimus. (Tenhunen & Werner 2000: 93.)

Virtasen (1979: 136-137) mukaan rahoituskysymykset ovat yritysoston yhteydessä monitahoisempia kuin tavanomaisessa investointiprosessissa. Tämä johtuu kahdesta yritysoston erityisongelmasta; *rahoitussidonnaisuusongelmasta ja rahoitustarpeen epämääräisyysongelmasta*. *Rahoitussidonnaisuusongelma* ilmenee ensinnäkin siten, että ostokohteella on jo olemassa tietty rahoitusrakenne, johon kytkeytyvät maksuvirrat siirtyvät ostajayrityksen vastattavaksi.

Esimerkiksi ostokohteen ollessa voimakkaasti velkaantunut, likviditeetti-ongelmaa ei aiheuta itse yritysosto, vaan siirtyvät velkavastuut. Rahoitussidonnaisuusongelma esiintyy toisaalta myös siten, että myös maksutapa vaikuttaa kauppahintaan. Normaalista yritysinvestoinnista poiketen yritysostossa vallitsee kauppahinnan ja maksutavan välillä vuorovaikutus. Lisäksi yritysoston rahoitustapoja on useampia tavanomaisiin investointeihin verrattuna, kuten kauppahinnan rahoitus ostajayrityksen omilla osakkeilla. *Rahoitustarpeen epämääräisyysongelma* syntyy siten, että ostokohteen hankintameno ei ole suunnitteluvaiheessa tiedossa, eikä rahoitustarvetta voida siten täsmällisesti määrittää.

Yrityskaupan rahoitus voidaan toteuttaa usealla eri tavalla. Kaupan kohteena oleva osakeyhtiö voi hankkia omia osakkeita, jolloin kyseinen toimenpide toimii yrityskaupan rahoitusmuotona. Osakeyhtiölain 7 luvun 3 §:n mukaan osakkeita voi hankkia voitonjakokelpoisten varojen puitteissa. Lähtökohtaisesti osakkeet tulee hankkia kaikilta osakkeenomistajilta samassa suhteessa ja samasta hinnasta, mutta osakkeiden hankkimisesta voidaan sopia toisinkin. Verotuksen kannalta on tarkoituksenmukaista, että omien osakkeiden osto suunnataan jollekin suurel-le osakkeenomistajalle siten, että hänen omistuksensa kokonaan lakkaa tai siihen tulee merkittävä muutos. Muussa tapauksessa omien osakkeiden lunastuksen yhteydessä tapahtuva varojen jakaminen saatetaan katsoa osingosta menevän veron välttämiseksi. Jotta osakkeiden lunastamista ei katsottaisi peitellyksi osingonjaoksi, lunastukseen pitää olla verotuksesta riippumattomat taloudelliset perusteet ja lunastaminen tulee tapahtua enintään niiden käypään hintaan. Peitellyn osingonjaon tulkinnat tältä osin ovat vaikeasti ennakoitavissa, joten suositeltavaa on pyrkiä saamaan lunastuksen hyväksyttävyydestä verottajalta ennakkotieto. Ostettavan osakeyhtiön hankittua omia osakkeitaan, rahoitetaan tällä toimella tulevaa yrityskauppaa yrityksen omin varoin. Ostajan maksettavaksi ei tällöin jää yhtiön koko osakekanta ja rahoitettava hankintameno jää pienemmäksi. (Tikka ym. 1996: 121; Tenhunen & Werner 2000: 95-96.)

Eräs tapa helpottaa yrityskaupan rahoitusta on ennen kauppaa tehtävä omaisuuden myynti. Myyjä voi luopua sellaisista yhtiön omaisuuseristä, jotka eivät ole ostajan liiketoiminnan kannalta tärkeitä. Tällöin kauppahinta muodostuu alhaisemmaksi ja rahoituksen järjestäminen on helpompaa. Myytäessä käyttöomaisuutta jää maksettu kauppahinta yrityksen rahoitusomaisuudeksi. Tällöin yrityksen varallisuus vähenee käyttöomaisuuden myynnistä aiheutuvan veron määrällä. Osakeyhtiön substanssia voidaan myös pienentää ennen yrityskauppaa tapahtuvalla osingonjaoilla myyjälle. Osingonjako on perusteltua, jos yhtiön vapaat omat pääomat an-

tavat osingonjakoon edellytykset, yhtiön likviditeetti on hyvä ja yhtiöllä on veroylijäämiä. (Tenhunen & Werner 2000: 97-98.)

Jos myyjä jää ostettavaan yritykseen vähemmistöosakkaaksi, voidaan yrityskaupan rahoittamiseksi korottaa osakepääomaa suunnatulla osakeannilla. Lähtökohtaisesti suunnatussa osakeannissa on yhtiön osakkeenomistajilla etuoikeus uusiin osakkeisiin, mutta yhtiökokouksen päätöksellä voidaan etuoikeudesta poiketa. Osakkeiden aikaisempi omistaja voi myydä merkintäoikeuksiaan, joilla ostaja saa oikeuden merkitä uusia osakkeita. Merkintäoikeuksien kauppahinta tulee myyjän hyväksi ja osakepääoman korotuksesta tuleva raha tulee osakeyhtiön hyväksi. Myyjä ja ostaja voivat sopia siitä, että tietyn ajan kuluessa ostaja lunastaa loputkin myyjän osakkeista, jolloin tällaista sopimusta kutsutaan osakassopimukseksi. Osakassopimuksessa on määriteltävä tarkkaan menettelytavat, joita käytetään myöhemmin osakkeiden lunastushetkellä niiden hinnan määrittämiseen. (Tenhunen & Werner 2000: 99-100.)

Usein kauppa järjestetään siten, että osakkeet ostetaan ostajien perustaman yhtiön nimiin. Ostettava yhtiö toimii tytäryhtiönä ja ostava yhtiö emoyhtiönä. Kaupan jälkeen tapahtuu sulautuminen, jonka seurauksena kauppahintaan käytetyt lainat tulevat tytäryhtiön taseeseen ja maksettaviksi. Tällä menettelyllä yrityksen oston käytetty lainasumma ei tule omistajien henkilökohtaiseksi lainaksi. Mikäli laina olisi henkilökohtainen, kasvattaisi se tarvetta nostaa yhtiöstä palkkaa ja osinkoja lainojen maksua varten. (Tenhunen & Werner 2000: 100.)

On tavallista, että yrityskaupan rahoitukseen käytetään ulkopuolisia rahoituslähteitä, kuten pankkeja, vakuutus- ja sijoitusyhtiötä. Mikäli lainan ottajalla on riittävästi vakuuksia, ovat kyseiset rahoitusmuodot suhteellisen edullisia. Vakuus voi muodostua ongelmalliseksi, mikä vaikuttaa luoton hintaan. Ostajan kannattaa tarkistaa, onko yhtiön vakuudet käytössä sen oman lainojen vakuutena. Mikäli ylimääräisiä vakuuksia ei ole, tulisi tämä seikka huomioida yrityksen kauppahinnassa. Jos yrityksen kauppahinta perustuu sen tuottoarvoon, ostettavalla yrityksellä ei välttämättä ole vakuudeksi kelpaavaa varallisuutta riittävästi. Tällöin ostajan on hankittava vakuudet muuta kautta, esimerkiksi henkilökohtaisella omaisuudella. (Tenhunen & Werner 2000:101.)

3 ARVONMÄÄRITTÄMISEN TEORIA

3.1 Arvonmääritysprosessi

3.1.1 Arvonmääritysprosessin taustaa

Yrityksen arvonmäärittäminen on keskeinen ja haastava tehtävä yrityskauppatilanteessa. Ostajan näkökulmasta yritysostot kuuluvat kaikkein riskialttiimpiin investointeihin ja tutkimusten mukaan niissä usein myös epäonnistutaan (Leppiniemi & Puttonen 1996: 298). Yrityskaupan epäonnistuminen ei välttämättä johdu epäonnistuneesta arvonmäärityksestä, joskin kokonaisuuden kannalta sillä on merkittävä osuus yrityskaupprosessissa. Yrityksen arvoa määriteltäessä joudutaan määrittelemään monta eri muuttujaa, joiden merkitys yrityksen lopulliseen arvoon on oleellinen. Jotta arvomäärityksessä onnistuttaisiin, on arvonmäärittämisprosessi käytävä huolella läpi.

Kallunki, Martikainen & Niemelä (1999: 22-23) jakavat arvonmääritysprosessin kolmeen eri vaiheeseen:

1. Strateginen analyysi
2. Tilinpäätöksen analysointi
3. Tulevan kehityksen ennakointi

Strategisen analyysin tavoitteena on tunnistaa yrityksen ulkopuoliset tekijät, jotka vaikuttavat yrityksen menestymiseen. Strateginen analyysi voidaan jakaa maailman- ja kansantaloudelliseen analyysiin, toimiala-analyysiin ja kilpailuanalyysiin. Maailman- ja kansantaloudellinen analyysi sisältää erilaisia arvioita keskeisten indikaattoreiden, kuten bruttokansantuotteen, korkotason ja inflaation kehityksestä. Toimiala-analyysissä yrityksen kannattavuutta ja taloudellista menestystä verrataan toimialan keskimääräiseen menestykseen. Tarkastelu voidaan tehdä sekä kansallisena että kansainvälisenä vertailuna yrityksestä ja sen markkinoista riippuen. Toimiala-analyysin perusteella voidaan arvioida yrityksen kilpailukykyisyyttä. Tilinpäätöksen analysoinnissa arvioidaan yrityksen asemaa kannattavuus-, rahoitus- ja varallisuusnäkökulmasta. Strategisen analyysin ja yrityksen tilinpäätösten pohjalta ennakoitaan tulevaa kehitystä. Arvonmääritysprosessissa analyysien pohjalta muodostuu yritykselle arvo.

Kansainvälisesti arvonmääritykseen on luotu standardeja, joiden lähtökohtana on ollut julkisten yritysten osakkeiden arvon määrittäminen. Standardeja ovat luoneet esimerkiksi The

American Society of Appraisers (ASA), the Institute of Business Appraisers (IBA) sekä the National Association of Certified Valuation Analysts (NACVA) (Cercone 2002: 56).

The Internal Revenue Service (IRS) on määritellyt kahdeksan avaintekijää, jotka tulisi huomioida arvonmäärittämisessä. Nämä avaintekijät on määritelty Rev. Rul. 59-60 säännössä (Howitt 1993: 45-47):

1. Yritystoiminnan historia ja luonne
2. Yleiset ja yksittäiset teollisuuden näkymät
3. Yrityksen kirjanpitoarvo ja yrityksen rahoituksellinen tilanne
4. Yrityksen tulontuottokapasiteetti
5. Osinkojen jakokapasiteetti
6. Goodwill ja muut aineettomat varat
7. Myynnin määrä ja markkinat
8. Saman toimialan julkisten yritysten osakkeiden hinnat

IRS ei nosta edellä mainituista kohdista mitään muita tärkeämmäksi, vaan painotukset on tehtävä arvioitavan yrityksen mukaan.

Copeland, Koller & Murrin (1996: 157) esittävät arvonmäärittäminen etenevän portaalta toiselle seuraavasti:

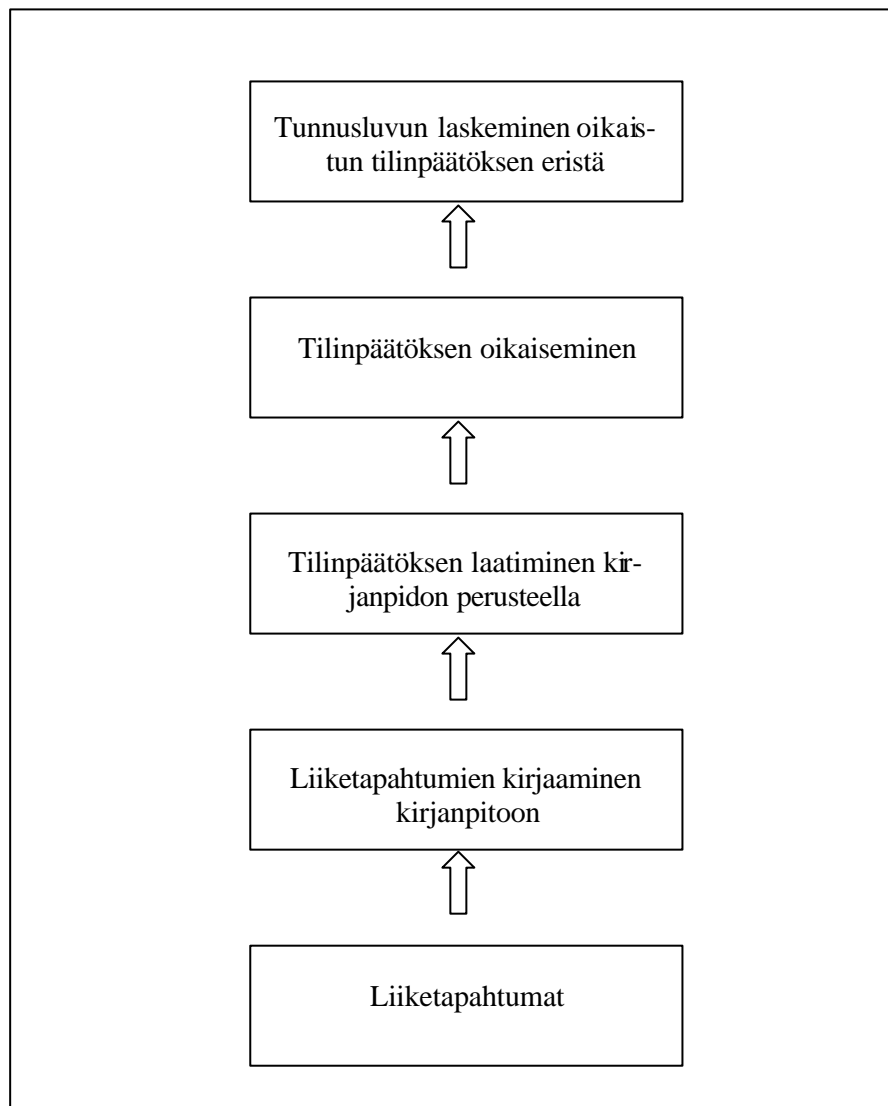
1. Historian analysointi
2. Suorituskyvyn ennustaminen
3. Pääomakustannuksen arvioiminen
4. Jäännösarvon arvioiminen
5. Tulosten laskenta ja tulkinta

Kappaleissa 3.1.2 - 3.1.6 on käsitelty arvonmäärittäminen prosessina pohjautuen edellä mainittuun Copeland ym. (1996) jaotteluun. Kyseinen lähestymistapa edustaa ns. amerikkalaista tapaa lähestyä arvonmäärittäminen ja kyseiset menetelmät esiintyvät nykyisen liiketaloustieteen kirjallisuuden päämenetelminä. Kappaleessa 3.1.7 on esitetty vaihtoehtoinen tapa lähestyä yrityksen arvonmäärittäminen. Tämä ns. suomalainen tapa lähestyy arvomäärittäminen ostajayrityksen sisältä johdon laskentatoimen menetelmin.

3.1.2 Yrityksen historia ja tilinpäätösten oikaisu

Yrityksen historian arvioinnin pohjana on toteutuneiden vuosien tilinpäätöstiedot, jotka antavat pohjan tulevaisuuden ennusteiden luomiselle. Tilinpäätöstiedot ovat perustana tarvittavien tunnuslukujen laskennalle. Laitisen (2002: 38-39) mukaan tunnuslukujen laskeminen perustuu neljän tasoihin mittausääntöihin kuvion 8 mukaan.

KUVIO 8 Mittaussäätöjen monitasoisuus. (Laitinen 2002: 39.)



Nollatason ja samalla perustana kaikille kirjaamisille ovat liiketapahtumat. Ensimmäisen tason mittauksissa muodostavat liiketapahtumiin perustuvat kirjaukset, jotka on tehty kirjanpitolain- ja asetuksen mukaan. Kirjanpitolaki- ja asetus mahdollistavat harkinnanvaraisuuksia koskien liiketapahtumien rekisteröinnin aikaa ja tapaa. Toisen tason mittaussäännöt liittyvät kirjanpitoon pohjautuvaan tilinpäätöksen laadintaan, joka mahdollistaa myös harkinnanvaraisuuksia. Kirjanpitoon ja tilinpäätökseen liittyvät harkinnanvaraisuudet aiheuttavat eroja eri yritysten välillä ja yhteys yrityksen todelliseen tilanteeseen saattaa vääristyä. Tämän vuoksi mittaussäätöjen kolmannen ja neljännen tason mukaisesti yrityksen tilinpäätökset on oikaistava ja tunnusluvut on laskettava oikaistun tilinpäätöksen perusteella. (Laitinen 2002: 38-40.)

Yrityksen tilinpäätöshistorian tarkastus on ulotettava tarpeeksi pitkälle. Liiketaloustieteen kirjallisuudessa suositellaan yleisesti 2-5 vuoden tilinpäätöstietojen analysointia (Aho 2000: 43;

Kallunki ym. 1999: 156; Leppiniemi 1999: 29; Lindell 1997: 205). Bergroth (1994: 369) toteaa, että yrityshistorian analysoinnilla ei ole suurta merkitystä tilanteessa, jossa yrityksen toiminta on muuttunut nopeasti. Arviointitilannetta vaikeuttaa, jos kaupankohteena on vasta käynnistymisvaiheessa oleva yritys, jolla ei ole näyttöä tuloksentekevyydestä.

Copelandin ym. (1996: 182) mukaan tilinpäätöshistoria tulee analysoida niin pitkälle taaksepäin kuin mahdollista (kirja suosittelee vähintään kymmenen vuoden analysointia) ja tuloksetaan poikkeavien tilikausien analysointiin on kiinnitettävä erityistä huomioita. Myös Laitinen (2002: 89) lähtee siitä, että analysoinnin pohjana täytyy olla suhteellisen pitkä aikasarja. Riittävän pitkänä tarkastelujaksona hän pitää 6-8 vuotta. Pitkään aikajaksoon saattaa sisältyä poikkeavia liiketapahtumia, kuten yrityskauppoja ja saneerauksia. Näissä tapauksissa on oleellista erottaa analysointikaudelta suhteellisen vakaa loppuvaihe. Laitinen (2002: 90) käyttää tästä vaiheesta nimitystä strateginen vaihe. Strategisen vaiheen pohjalta lasketut tunnusluvut ovat pohjana ennustettaessa yrityksen tulevaa kehitystä.

Lainsäädännön mahdollistamien harkinnanvaraisuuksien takia yrityksen tulos- ja tase-laskelmia on oikaistava. Oikaistussa tuloslaskelmassa nettotuloksen selvittäminen on oleellinen asia, koska se liittyy usean tärkeän tunnusluvun laskentaan. Nettotulos vastaa lähinnä yrityksen operatiivisen toiminnan tulosta. Huomioitaessa myös satunnaiset erät, saadaan selville yrityksen kokonaistulos. (Kallunki, Kytönen & Martikainen 1998: 29.)

Kallungin ym. (1998: 29) mukaan liikevaihtoa on oikaistava siltä osin, kuin se sisältää epävarmoja saatavia. Epävarmat saatavat on siirrettävä satunnaisiin eriin ja vastaava summa on vähennettävä taseen myyntisaamisista. Yritystutkimusneuvottelukunnan (1999: 16) näkemys poikkeaa edellisestä, sillä epävarmoihin saataviin liittyvät luottotappiot kuuluvat liiketoiminnan muihin kuluihin eikä niitä siten siirretä satunnaisiin eriin.

Olelliset, kertaluonteiset erät siirretään liiketoiminnan muista tuotoista satunnaisiin tuottoihin ja vastaavat kuluerät liiketoiminnan muista kuluista satunnaisiin kuluihin. Ne eivät kuulu yrityksen normaalin liiketoiminnan piiriin ja luovat siten virheellistä kuvaa yrityksen normaalista liiketoiminnasta. Tällaisia erä ovat esimerkiksi käyttöomaisuuden luovutusvoitot luovutettaessa tietystä toimialasta. Vastaavasti kertaluontoisiin tuloeriin liittyvät menot siirretään liiketoiminnan muista kuluista satunnaisiin kuluihin. (Yritystutkimusneuvottelukunta 1999: 14, 17.)

Omistajan palkka käsitellään virallisessa tuloslaskelmassa eri tavalla yhtiömuodosta riippuen. Henkilöyhtiöiden tuloslaskelmissa on harvoin omistajan palkkakulut mukana ja yksityisillä elinkeinoharjoittajilla omistajan palkkoja ei ole mahdollista sisällyttää tuloslaskelmaan. Osa-
keyhtiö puolestaan on saattanut maksaa omistajalleen yli- tai alipalkkaa. Yrityksen kannattavuutta arvioitaessa tulos vääristyy oleellisesti, jos omistajan huomattavaa työpanosta ei huomioida oikaistussa tuloslaskelmassa. (Aho 2000: 43; Lindell 1997: 206; Yritystutkimusneuvottelukunta 1999: 15-16.)

Yrittäjäpalkan oikaisu voidaan tehdä alan keskimääräisen palkkatason mukaan (Kallunki ym. 1998: 30). Yritystutkimusneuvottelukunnan (1999: 16) mukaan palkkakorjaus suositellaan tehtäväksi yrityksen liikevaihdon mukaan seuraavasti:

Liikevaihto (12 kk)	Palkkakorjaus/henkilö
300 – 2 000 tmk	100 tmk
(n. 50 000 – 336 000 eur)	(n. 17 000 eur)
yli 2 000 tmk	150 tmk
(n. 336 000 eur)	(n. 25 000 eur)

Mikäli omistajiin kuuluu useita henkilöitä samasta taloudesta, voidaan harkita edellä mainittua pienempää korjauksen määrää henkilöä kohti, esim. 50 % yllä olevista määristä. (Yritystutkimusneuvottelukunta 1999: 16.)

Yrityksen on mahdollista tehdä poistoja suunnitelman mukaisin poistoin tai elinkeinoverolain mukaan tehtävin poistoin. Pienet yritykset voivat käyttää menojäännöspoistoja. Kirjapitolautakunta on antanut yleisohjeen (27.9.1999) suunnitelman mukaisista käyttöomaisuuden poistoajoista. Mikäli poistot eivät ole suhteessa käyttöomaisuuden määrään ja laatuun tai ne ylittävät Kirjanpitolautakunnan yleisohjeen suositukset, käytetään EVL:n mukaisia maksimipoistoja suunnitelman mukaisina poistoina. EVL:n poistojen ja yrityksen tekemien poistojen ero näkyy oikaistussa tuloslaskelmassa erässä muut tuloksen oikaisut. (Yritystutkimusneuvottelukunta 1999: 17-18.)

Käyttöomaisuuteen saatu investointiavustus pienentää poiston kohteena olevaa omaisuuden hankintamenoa. Yritystutkimusneuvottelukunnan (1999: 17) mukaan poistot tehdään tällöin investoinnin ja investointiavustuksen erotuksesta muodostuvasta hankintamenosta. Kallunki ym. (1998: 30) puolestaan näkevät, että investointiavustuksilla katetuista käyttöomaisuuden hankintameno-osuudesta tulee erottaa poiston osuus. Avustuksen poiston osuus lisätään oikaistun tuloslaskelman poistoihin ja loppuosa lisätään käyttöomaisuuden arvoon.

Investointeihin on voitu käyttää erilaisia varauksia. Yritystutkimusneuvottelukunnan (1999: 17) mukaan tehtyjä varauksia ei vähennetä hankintamenosta. Poiston kohteena on koko hankintahinta ja käytetty varaus puolestaan käsitellään poistoeron lisäyksenä. Kallunki ym. (1998: 30) käsittelevät varaukset kuten avustukset: varauksen poiston osuus lisätään tuloslaskelman poistoihin ja loppuosa lisätään käyttöomaisuuden arvoon. Varauksen osuus ei siten vaikuta kertyneeseen poistoeroon.

Yrityksellä voi olla oma eläkesäätiö. Aiemmin yrityksillä on ollut mahdollista synnyttää eläkevastuuvajasta ilman, että se on ollut velkana. Eläkevastuut on kirjattava viimeistään 31.12.2000 päättyvän tilikauden tilinpäätöksessä (Kirjanpitolaki 9:2). Mikäli varoja on siirretty säätiöön todellista vastuuta vähemmän, tulee vastuuvajaus lisätä tuloslaskelmaan henkilöstökuluihin. Henkilöstökuluihin kirjatut aiempien vuosien kertyneet vastuuvajaukset siirretään satunnaisiin kuluihin (Kallunki ym. 1998: 30).

Leasing-omaisuutta käsitellään kuten se olisi yrityksen omistuksessa. Oikaistussa tuloslaskelmassa leasingilla hankitun omaisuuden leasing-maksut tulisi jakaa poistoihin ja korkoihin. Tämä jako ei pelkkien tilinpäätöstietojen perusteella ole yleensä mahdollista, vaan jaon selvittäminen vaatii yrityksen tarkempaa kirjanpitoaineiston tutkimista. (Kallunki ym. 1998: 30; Paavola ym. 1997: 46-47.)

Viralliseen tuloslaskelmaan voi sisältyä kurssieroja. Voitot on voitu kirjata kohtiin tuotot muissa pysyvien vastaavien sijoituksista ja muut korko- ja rahoitustuotot. Kurssitappioita voi sisältyä kohtiin korkokulut ja muut rahoituskulut. Sekä kurssivoitot että kurssitappiot siirretään oikaistussa tuloslaskelmassa kohtaan kurssierot. (Yritystutkimusneuvottelukunta 1999: 19.)

Tehtyjen oikaisujen myötä on myös veroja oikaistava. Tuloslaskelmaan sisältyvät edellisiin tilikausiin kuuluvat veronpalautukset tai lisäverot on siirrettävä satunnaisiin eriin. Samoin satunnaisten tuottojen vero-osuus on vähennettävä tilikauden veroista ja siirrettävä satunnaisiin kuluihin. (Paavola ym. 1997: 47; Yritystutkimusneuvottelukunta 1999: 20-21.)

Verojen vaikutuksessa on huomioitava, että henkilöyhtiö ei ole erillisverovelvollinen, vaan elinkeinotoiminnan tulos verotetaan vähennettynä edellisvuosien tappioilla yhtiömiesten tulona. Verovaikutus oikaistussa tilinpäätöksessä kuitenkin tulee huomioida. Se voidaan arvioida siten, että yrityksen nettovarallisuuteen lisätään 30 % verovuoden päättymistä edeltäneen 12 kuukauden aikana maksettujen ennakkipidätyksen alaisten palkkojen määrästä. Tällöin saa-

daan pääomatulojen laskentaperuste. Pääsääntöisesti pääomatulo-osuus on 18 % yrityksen nettovarallisuudesta. Mikäli ansiotulojen verotus on yhtiömiehille edullisempi kuin pääomatulojen verotus, voidaan verovelvollisten vaatiessa pääomatulo-osuuden laskentaperusteena käyttää 10 %:a yrityksen nettovarallisuudesta. Loppuosa yritystulosta on ansiotuloa, joka lasketaan erillisten verotaulukoiden mukaan. (Kallunki ym. 1998: 31; Tuloverolaki 2:38.)

Perustamis- ja tutkimusmenot tulee poistaa pääsääntöisesti taseen aineettomista hyödykkeistä ja vastaavat erät vähennetään omasta pääomasta. Yritystutkimusneuvottelukunta (1999: 25) perustelee tätä seikkaa sillä, että perustamis- ja tutkimusmenot rajoittavat osakeyhtiön osinkojen jakoa. Tutkimusmenojen kohdalla oikaisua ei tehdä, jos tutkimismenoilla on selvästi tuloa kerryttävä vaikutus.

Aktivoitujen kehittämismenojen osalta oikaisua taseeseen ei tarvitse tehdä. Edellytyksenä on, että aktivoinnin kaikki kauppaja- ja teollisuusministeriön päätöksen (50/1998) 4 §:n mukaiset ehdot täyttyvät:

1. kirjanpitovelvollisella on kirjallinen suunnitelma ja tarvittavat voimavarat kehittämishankkeen loppuunsaattamiseen sekä sen kohteena olevan hyödykkeen markkinoimiseen tai hyödyntämiseen omassa toiminnassa
2. kehittämishankkeen kohteena oleva hyödyke on yksilöity
3. kirjanpitovelvollinen voi luotettavasti selvittää kehittämishankkeeseen kohdistamat menot
4. kehittämishankkeen kohteena olevan hyödykkeen taloudellisuus tai kannattavuus on osoitettavissa todennäköiseksi

Liikearvon osalta Yritystutkimusneuvottelukunta (1999: 26) toteaa, että arvottomaksi osoitettanut liikearvo poistetaan tilinpäätösanalyysiä tehdessä kerralla kokonaan. Vastaava vähennys tehdään omasta pääomasta. Paavola ym. (1997: 46) tarkastelevat liikearvon oikaisua taloudellisen lisäarvon laskemisen näkökulmasta. Paavola ym. toteavat, että liikearvo on yleensä kulumatonta käyttöomaisuutta eikä sitä voi myydä pois ja korvata. Näin ollen liikearvo palautetaan liiketulokseen. Mikäli liikearvo on tuotemerkki, jonka ylläpitoon ei enää panosteta, ei oikaisua tältä osin tehdä.

Yritystutkimusneuvottelukunnan (1999: 27-28) mukaan aineellisiin hyödykkeisiin ei pääsääntöisesti tarvitse oikaisuja tehdä. Täten esimerkiksi maa-alueiden arvonkorotuksia ei tarvitse purkaa. Kallunki ym. (1998: 32) tarkastelevat asiaa yritysten vertailukelpoisuuden kannalta, jolloin tilinpäätökseen tehdyt arvonkorotukset tulisi purkaa. Muita aineellisiin hyödykkeisiin liittyviä oikaisutoimenpiteitä on käsitelty aiemmin kohdassa tuloslaskelman oikaisut.

Sisäisten osakkeiden ja osuuksien osalta oikaisu tehdään, jos omistetun yrityksen oma pääoma on menetetty. Tällöin osakkeiden tasearvo poistetaan omasta pääomasta ja osakkeista. (Yritystutkimusneuvottelukunta 1999: 28.)

Sisäisillä saamisilla tarkoitetaan saamia henkilöomistajilta sekä samaan omistuskokonaisuuteen kuuluvilta konserniyhtiöiltä ja muilta läheisiltä yhtiöiltä. Sisäiset lainasaamiset vähennetään saamisista ja omasta pääomasta seuraavissa tilanteissa (Yritystutkimusneuvottelukunta 1999: 29):

- henkilöyhtiöllä on saamia omistajilta/vastuunalaisilta yhtiömiehiltä (Vähennyksen perusteena on se, että yhtiömies omistaa yrityksen kaikki varat, joten rahan nostaminen rinnastetaan yksityiskäyttöön eli oman pääoman vähennykseen.)
- velallisyriksen oma pääoma on menetetty ja takaisinmaksu on epävarmaa tai epätodennäköistä
- lainasaaminen on riskisijoitus, esimerkiksi pääomalaina, joka on annettu velallisyhtiön oman pääoman vajeen kattamiseen ja jonka takaisinmaksu on epätodennäköistä
- saaminen osakeyhtiön henkilöomistajilta on vakuudeton, lainasaldo on muuttumaton tai kasvava, yrityksen ja omistajan taloudellinen tila on heikko, omistaja ei saa eikä ota yrityksestä palkkaa eikä osinkoja ja lainasaaminen on joko erittäin epälikvidi tai sen takaisinmaksu on epätodennäköinen.

Leasing-vastuut siirretään tilinpäätöksen liitetiedoista oikaistuun taseeseen. Käyttöomaisuuden jäljellä oleva hankintahinta lisätään vastaaviin ja leasing-vastuut vieraaseen pääomaan. (Kallunki ym. 1998: 32; Paavola ym. 1997: 51.)

Varastojen arvot tulee oikaista käyvän arvon mukaiseksi. Mikäli vaihto-omaisuuteen on aktivoitu kiinteitä hankintamenoja, on se merkinnyt taseen vaihto-omaisuuden kasvua ja tuloslaskelman kulujen pienenemistä. Kiinteät aktivoituneet menot tulee oikaista vähentämällä ne vaihto-omaisuuden arvosta ja lisäämällä tuloslaskelmaan kiinteisiin kuluihin. (Kallunki ym. 1998: 33.)

Tuloslaskelmassa tehdyt oikaisut vaativat oikaisuja yrityksen omaan pääomaan. Oman pääoman oikaisuja ovat esimerkiksi laskennallisten yrittäjäpalkkojen lisäys henkilöstökuluihin, suoraan omaan pääomaan kirjattujen tulovaikutteisten erien siirtäminen tuloslaskelmaan ja arvioitujen verojen lisääminen tulosvaikutteiseksi. Taseen vastaavaa-puolella tehdyistä oikaisusta omaan pääomaan vaikuttavat esimerkiksi kurssieroihin, lainasaamisten ja käyttöomaisuuteen tehdyt muutokset. Poistoerosta ja vapaaehtoisista varauksista siirretään yhtiöverokannan mukainen osuus laskennalliseen verovelkaan ja loppuosa omaan pääomaan. (Kallunki ym. 1998: 34.)

Pitkäaikaiseen vieraaseen pääomaan lisättäviä eriä ovat leasingvastuukanta, eläkesäätiölle kertynyt velka ja piilevä verovelka. Lyhytaikaiseen vieraaseen pääomaan lisätään taseen ulkopuoliset factoringsaamiset ja diskontatut saamavekselit. Mikäli omistajat vastaavat yrityksen toiminnasta koko omaisuudellaan, rahoitusrakennetarkastelussa tulisi yksityiset varat ja velat lisätä yrityksen varoihin ja velkoihin. (Kallunki ym. 1998: 34.)

Mikäli tilikauden pituus poikkeaa 12 kuukaudesta, muutetaan tuloslaskelman erät yhtä vuotta vastaaviksi. Taseeseen tilikauden pituudella ei ole merkitystä, koska tase kuvaa yrityksen rahoituksellista asemaa tilinpäätösajankohtana. (Kallunki ym. 1998: 35.)

Taseen ulkopuolisia vastuita ovat ne velvoitteet ja takausvastuut sekä normaalista liiketoiminnasta poikkeavat olennaiset riskit, jotka eivät näy taseessa velkoina. Normaalista liiketoiminnasta poikkeavia riskejä ovat esimerkiksi ympäristönsuojeluun ja oikeusprosesseihin liittyvät riskit. Riskien vaikutusta yrityksen taloudelliseen asemaan ja huomioimiseen analysoijaa laadittaessa on tapauskohtaisesti harkittava. (Yritystutkimusneuvottelukunta 1999: 42.)

Oikaistujen tilinpäätösten pohjalta lasketaan keskeiset tunnusluvut, joita käytetään arvonmäärittämisprosessissa. Tunnuslukujen pohjalta tehdään taloudellinen analyysi, jossa käsitellään yrityksen kannattavuutta, taloudellista asemaa ja likviditeettiä (Lindell 1997: 205). Toteutuneiden vuosien tunnusluvut toimivat vertailupohjana ennustettaessa yrityksen tulevaa kehitystä.

Perinteisesti tunnusluvut jaetaan kahteen osaan: kannattavuuden ja rahoituksen tunnuslukuihin. Kannattavuutta voidaan suhteuttaa joko liikevaihtoon tai pääomaan. Liikevaihtoon suhteutettuja tunnuslukuja ovat myyntikateprosentti, käyttökateprosentti, liiketulosprosentti, rahoitustulosprosentti, nettotulosprosentti sekä nettorahoituskuluprosentti. Pääomaan suhteutettuja tunnuslukuja ovat kokonaispääoman tuottoprosentti, sijoitetun pääoman tuottoprosentti sekä oman pääoman tuottoprosentti. (Leppiniemi & Puttonen 1996: 267.)

Vakavaraisuuden tunnusluvut kuvaavat yrityksen pääomarakennetta. Näistä käytetyimpiä ovat omavaraisuusaste, suhteellinen velkaantuneisuus, velkaantumisaste, käyttöpääoma kiertoai-koineen ja rahoituskulut. Rahoituksen riittävyttä arvioidaan maksuvalmiuden tunnuslukuja käyttäen. Näitä tunnuslukuja ovat nettokäyttöpääoma, quick ratio, current ratio, rahoitusjäämä, vieraan pääoman takaisinmaksuaika, lainojen hoitokate, rahoituskulujen hoitokate ja investointien rahoitus. (Leppiniemi & Puttonen 1996: 267-268.)

Copelandin ym. (1996: 160) mukaan yksittäisistä tunnusluvuista sijoitetun pääoman tuotto (ROIC) on tärkein. Se saadaan jakamalla operatiivinen kassavirta (NOPLAT) sijoitetulla pääomalla. Operatiivisen kassavirran laskentaa on käsitelty kappaleessa 3.2.2. Kaavan 1 mukaan lasketaan toteutuneiden vuosien tunnusluvut sen mukaan, mitä menetelmää käytetään yrityksen arvonmäärittämiseen.

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{Invested capital}}$$

(1) $\text{Free cash flow} = \text{NOPLAT} - \text{Net investment}$
 $\text{Economic Profit} = \text{Invested capital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$

Vapaaseen kassavirtaan perustuvassa arvonmäärittämisen pohjaksi lasketaan toteutuneiden vuosien vapaa kassavirta vähentämällä operatiivisesta tuloksesta nettoinvestoinnit. Taloudellisen lisäarvon määrittämiseksi sijoitettu pääoma kerrotaan sijoitetun pääoman tuottoprosentin ja pääomakustannuksen (WACC) erotuksella. Vapaan kassavirran menetelmää on käsitelty kappaleessa 3.2.2 ja taloudellisen lisäarvon menetelmää on käsitelty kappaleessa 3.2.3.

3.1.3 Tulevan kehityksen ennakointi

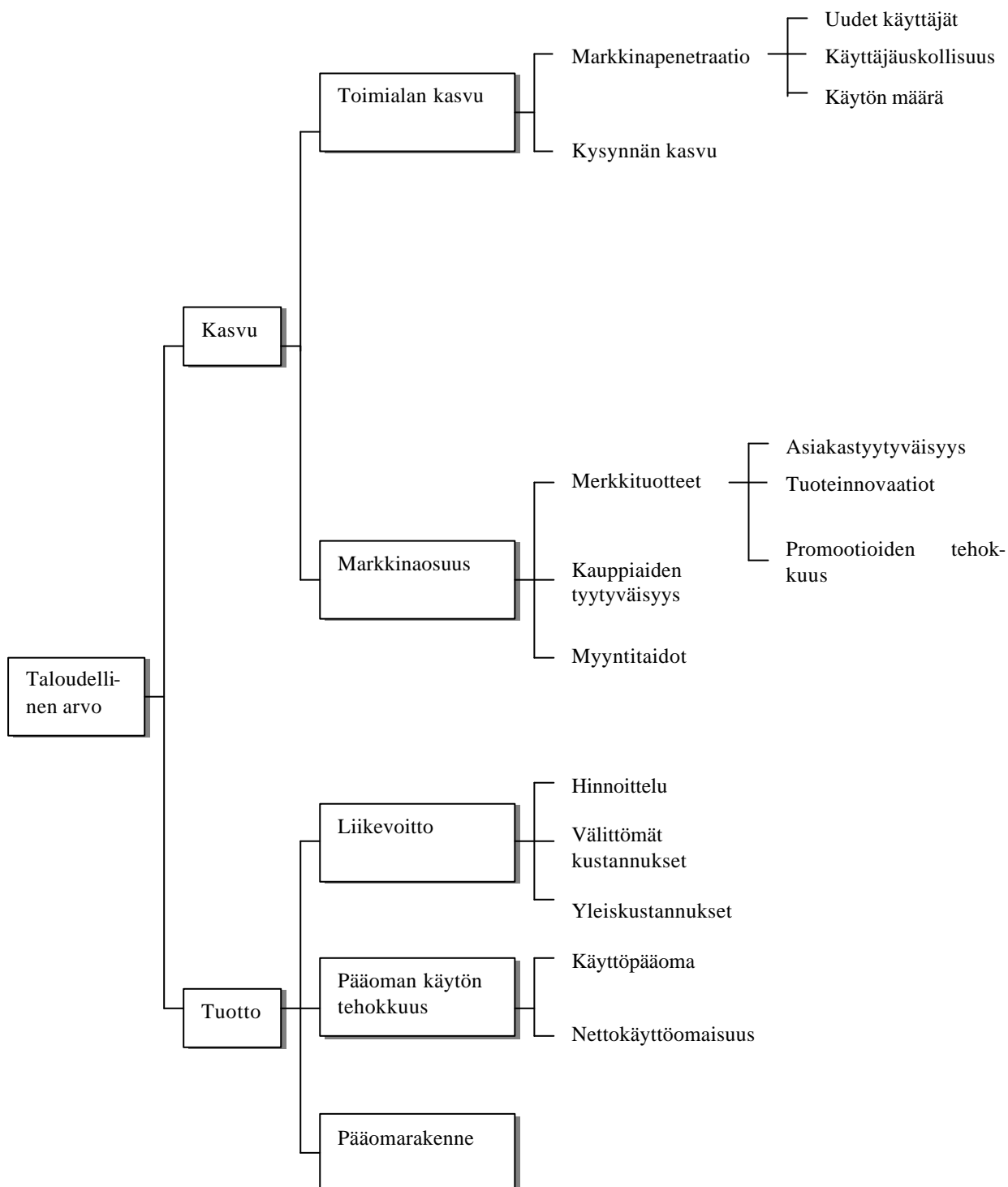
Copeland ym. (1996: 208) on määritellyt neljä eri vaihetta yrityksen tulevan kehityksen ennakoimiseksi.

- Yrityksen strategisen aseman arviointi
- Yrityksen toiminnan suunnittelu strategisen arvioinnin pohjalta
- Tulos- ja tase-ennusteiden laatiminen, yksittäisten tunnuslukujen laskeminen
- Laaditun suunnitelman tarkastaminen

Yrityksen strategista asemaa arvioitaessa pyritään tunnistamaan yrityksen menestymiseen vaikuttavia tekijöitä. Näitä tekijöitä ovat esimerkiksi markkinoiden koko ja niiden arvioitu kasvu, yrityksen asema markkinoilla ja yritysjohton tekemät päätökset. Yrityksen menestymisen myötä voidaan olettaa myös sen arvon kasvavan. Kuitenkin on huomioitava, että yritys voi kasvattaa arvoaan ja tuottaa omistajilleen lisäarvoa vain tilanteessa, jossa investoinnin tuottoaste on suurempi kuin yrityksen pääomakustannus. Pitkällä tähtäimellä yritys voi menestyä vain tilanteessa, jossa sillä on kilpailuetu jollain toiminnan osa-alueella. Saavutettu kilpailuetu luo kannattavuuden edellytykset. Kilpailuetua voidaan saavuttaa kolmella tavalla. Ensiksi yritys voi kehittää erityistuotteita, jotka antavat asiakkaille erityisarvoa eivätkä kilpailijat pysty vastaavanlaisia tuotteita tarjoamaan. Toiseksi kilpailuetu voidaan saavuttaa pääsemällä kilpailijoita alhaisempaan kustannustasoon toiminnassa. Kolmantena tekijänä yritys voi kyetä hyödyntämään pääomiaan kilpailijoitaan tehokkaammin. (Copeland ym. 1996: 209.)

Paavola ym. (1997: 98) arvioivat yrityksen arvoon vaikuttavia tekijöitä kuvion 9 mukaisen päätöspuun avulla.

KUVIO 9 Päätöstikapuu. (Paavola ym. 1997: 98.)



Yrityksen taloudellinen arvo muodostuu sen tuotto- ja kasvutekijöistä. Yrityksen kasvu voidaan jakaa toimialan ja markkinaosuuden kasvuun. Markkinaosuuden kasvuun vaikuttavat yrityksen oma toiminta ja päätökset, joita tehdään toimialan kehitysnäkymien perusteella. Kysynnän mukaisten tuotteiden tarjoaminen ja asiakastyytyväisyyden ylläpito ovat avaintekijöitä, joilla yritys voi menestyä ja vaikuttavat tätä kautta yrityksen arvoon. (Paavola ym. 1997: 98-99.)

Toimintasuunnitelmat yritys laatii strategisen analyysin pohjalta. Copeland ym. (1996: 214-216) painottavat tuotesuunnittelun tärkeyttä yrityksen arvoon vaikuttavana tekijänä. Jos tuotesuunnittelu onnistuu, saavutetaan kilpailukykyisten tuotteiden avulla korkea kannattavuus ja siten myös arvonlisää yritykselle. Mikäli tuotesuunnittelussa epäonnistutaan, käy helposti päinvastoin; yrityksen kannattavuus laskee ja yritys menettää arvoaan. Yrityksen kannattaa laatia erilaiset ennusteet liiketoiminnan kehittymiselle ja kunkin ennusteen mukaisen toiminnan vaikutus yrityksen taloudelliseen tulokseen tulee arvioida. Eri vaihtoehdolle määritellään todennäköisyys, jonka jälkeen määritellään painotetun keskiarvon mukainen ennuste yrityksen taloudellisesta kehityksestä.

Ennustekaudelle laaditaan yksityiskohtaiset tulos- ja taselaskelmat, joista johdetaan eri arvonmääritysmenetelmissä käytettävät laskelmat sekä määritellään muut arvonmäärittämisessä tarvittavat muuttujat. Tulos- ja taselaskelmat tulee laatia yhtäaikaaisesti ja niiden kehitys täytyy olla sidottu keskenään. Ennustettua tulosta kannattaa verrata yrityksen pääoman kehitykseen. Virhe-ennuste voi tulla esimerkiksi tilanteessa, jossa vapaita kassavirtoja määritellään pelkän tulosenennusteen perusteella. Tällöin voi investointitaso jäädä tulokseen nähden liian alhaiselle tasolle. (Copeland ym.1996: 216.)

Tuloslaskelmaennusteen laadinta lähtee yleensä kysynnän kehityksen arvioinnista. Kysynnän mukaan laaditaan myyntiennusteet, joista edelleen määritellään liikevaihto. Liikevaihdon perusteella voidaan johtaa liiketoimintaan kuuluvat kulut ja käyttöpääoman tarve. Tärkeää on arvioida tarvittava investointitaso oikein. (Copeland ym. 1996: 217.)

Copeland ym. (1996: 217) nostavat kaksi tärkeää asiaa, johon arvonmäärittämisessä on kiinnitettävä huomiota: inflaatiotason ja ennustejakson pituuden. Lähtökohtana on, että inflaatiooletuksen on oltava sama laadituissa yrityksen kasvuennusteissa ja käytettävässä diskonttauskorossa. Ennusteita laadittaessa käytetään nimellistä inflaatiotasoa kasvuennusteiden pohjana. Kallungin ym. (1999: 92) mukaan keskipitkällä aikavälillä yrityksen kasvu voi poiketa nor-

maalista inflaatiotasosta. Kuitenkin pitkällä tähtäimellä kasvun on syytä olettaa olevan inflaatiotason mukainen, jolloin reaalikasvu on nolla. Jos oletetaan, että yritys kasvaisi koko ajan enemmän kuin on vallitseva inflaatiotasoa, kasvaisi yritys lopulta koko kansatalouden kokoiseksi.

Tärkeä seikka on ennustekauden pituuden määrittäminen. Laitinen (2002: 179) käyttää ennustekaudesta nimitystä strateginen jakso. Ennustekausi tulisi määrittellä mahdollisimman pitkälle. Copeland ym. (1996: 221) suosittavat kymmenen vuoden ennustejakson määrittämistä, kun suomalaisessa kirjallisuudessa (Kallunki ym. 1999: 92; Leppiniemi 1999: 30) esitetään 3-8 vuoden ennustejaksoja. Ennustejakson pituus on toimialakohtainen, jolloin suhdanneherkillä aloilla ei pystytä luotettaviin pitkäaikaisiin ennusteisiin. Eräänä lähtökohtana ennustekauden pituudelle voidaan pitää yrityksen kasvun vaihetta. Voimakkaassa investointitilanteessa ennustejakso voidaan ulottaa niin pitkälle, kunnes yritys on saavuttanut tasaisen kasvun vaiheen tai investoinnin arvioidaan tuottavan yritykselle arvoa. Ennustejakson lisäksi yritykselle tulee määrittellä ennustejakson jälkeinen jäännösarvo, jonka määrittämistä on käsitelty kappaleessa 3.1.5.

Ennustejaksolle tehdyt laskelmat tulee käydä kriittisesti läpi. Copeland ym. (1996: 222) kehottavat pohtimaan muun muassa seuraavia kysymyksiä:

- Onko tulos laskettu suuremmaksi kuin toimialan ennusteet yleensä ovat?
- Jos on, niin mitkä ovat perustelut ja ovatko perustelut realistiset?
- Pystytäänkö suunnitelluilla investoinneilla ja henkilöstöllä saavuttamaan ennustettu tulos?
- Mitä vaikutteita ympäristöllä on yritykselle?
- Miten teknologian kehitys vaikuttaa yrityksen tuotteisiin ja tuotantoon?

3.1.4 Pääomakustannuksen määrittäminen

Sovellettaessa tuottoarvomenetelmiä yrityksen arvon määrittämiseen yhteisenä piirteenä kaikissa malleissa on rahan aika-arvon huomioiminen. Rahan aika-arvo huomioidaan määrittelemällä diskonttaus korkokanta, joka kuvastaa sekä yrityksen sitoman pääoman kustannusta että yritykselle asetettua tuottovaatimusta. Liiketaloustieteen kirjallisuus tarkastelee usein yrityksen tuottovaatimusta sijoittajan näkökulmasta. Pääoman tuottovaatimus on sijoittajalle vaihtoehtoiskustannus, jolla hän olisi valmis sijoittamaan varansa johonkin toiseen vastaavan riskin sisältävään sijoituskohteeseen. Yrityksen arvonmäärityksessä pääoman tuottovaatimus

on erittäin tärkeä muuttuja, jolla on oleellinen merkitys arvonmäärityksen lopputuloksen kannalta. (Copeland ym. 1996: 247; Kallunki 2000: 585.)

Tarkasteltaessa yrityskauppatilannetta Virtanen (1976: 303) toteaa korkokannan olevan subjektiivinen, arvonmäärittäjästä ja arvonmääritystilanteesta riippuva tekijä. Virtasen mukaan yleispätevää ohjetta korkokannan käytöstä ei ole mahdollista antaa. Laskentakorkokannan alarajan muodostavat yritysinvestoinnin rahoittamiseen käytettävän pääoman kustannukset. Yläraja määräytyy ostajan tai myyjän vaihtoehtoisten investointimahdollisuuksien ja niistä odotettavien tuottojen perusteella.

Lindell (1997: 207) toteaa Virtasen tavoin laskentakoron olevan subjektiivisen, tilannesidonnaisen tekijän. Korkokantaa määriteltäessä päätöksen teon tukena on kuitenkin hyvä käyttää kehiteltyjä taloudellisia malleja. Korkokannan tulisi kuvata liiketoimintaa sisältyvää riskiä. Paavolan ym. (1997: 55) mukaan yrityksen riski voidaan jakaa liiketoimintariskiin ja rahoitusriskiin, jotka muodostavat yrityksen kokonaisriskin. Liiketoimintariski kuvaa yrityksen ja sen toimialaan liittyviä riskejä, kun rahoitusriski kuvaa yrityksen rahoitusrakenteen vaikutusta yrityksen kokonaisriskiin.

Laitinen (2002: 189) käyttää tilastollisesti estimoitua kolmen muuttujan mallia riskin määrittämiseen. Riski-indeksi saadaan kaavan 2 mukaan:

$$(2) \quad Z = 1,77x_1 + 14,14x_2 + 0,54x_3$$

missä

x_1 = rahoitustulosprosentti

x_2 = quick ratio

x_3 = omavaraisuusaste

Mitä pienempi Z –luku on, sitä suuremmaksi yrityksen riski kasvaa. Luvun ollessa alle 20 yritys katsotaan riskiyritykseksi.

Oman pääoman tuottovaatimukseen vaikuttaa yrityksen ja sen toimialan riski. Mahdollisessa yrityksen konkurssitilanteessa oman pääoman sijoittajat ovat viimeisenä varojen saamisen etuoikeusjärjestyksessä. Oma pääoma on joustava rahoitusmuoto, sillä osingon jakoa voi säädellä tuloksen mukaan. Tämä joustavuus on hyvä yrityksen kannalta, mutta ei välttämättä sijoittajan kannalta. Huonoina vuosina osinkoja ei saateta maksaa ollenkaan, mikä muodostaa sijoittajalle riskin. Tämän vuoksi rahoitusteoriassa pidetään oman pääoman korkovaatimusta vieraan pääoman korkovaatimukseen verrattuna suurempana. (Kallunki ym. 1999: 109; Lepiniemi & Puttonen 1996: 116.)

Oman pääoman kustannuksen määrittämiseen on rahoitusteoriassa kehitetty erilaisia malleja. Näistä kuuluisin on Sharpen (1964), Lintnerin ja Mossin kehittämä Capital Asset Pricing – malli (CAPM). CAP –mallin mukaan oman pääoman tuottovaatimus määräytyy yrityksen riskin perusteella:

$$\text{Yrityksen riski} = \text{systemaattinen riski} + \text{epäsystemaattinen riski}$$

(ei voida välttää) (voidaan välttää)

Mitä riskisempi sijoituskohte on, sitä suurempaa korvausta sijoittajat odottavat sijoittamalleen pääomalle. Riski jakautuu systemaattiseen ja epäsystemaattiseen riskiin. Epäsystemaattinen riski pystytään välttämään hajauttamalla sijoitus. Sen sijaan systemaattista riskiä ei voida välttää. Systemaattinen riski muodostuu yrityksen ulkopuolisista tekijöistä, kuten muutoksista kansantalouden tilassa, inflaation kehityksestä ja veropäätöksistä. (Copeland & Weston 1983: 191; Van Horne 1995: 69-71.)

CAP –mallin mukaan sijoittajan tuottovaatimus ilmaistaan kaavan 3 mukaan (Copeland & Weston 1983: 196):

$$(3) \quad E(R_j) = R_f + [E(R_m) - R_f] b_j$$

missä

$$\begin{aligned} E(R_j) &= \text{sijoittaja } n \text{ tuottovaatimus} \\ R_f &= \text{riskitön tuotto} \\ E(R_m) &= \text{markkinaportfolion tuotto} \\ E(R_m) - R_f &= \text{riskilisä} \\ b_j &= \text{riskiä kuvaava beeta-kerroin} \end{aligned}$$

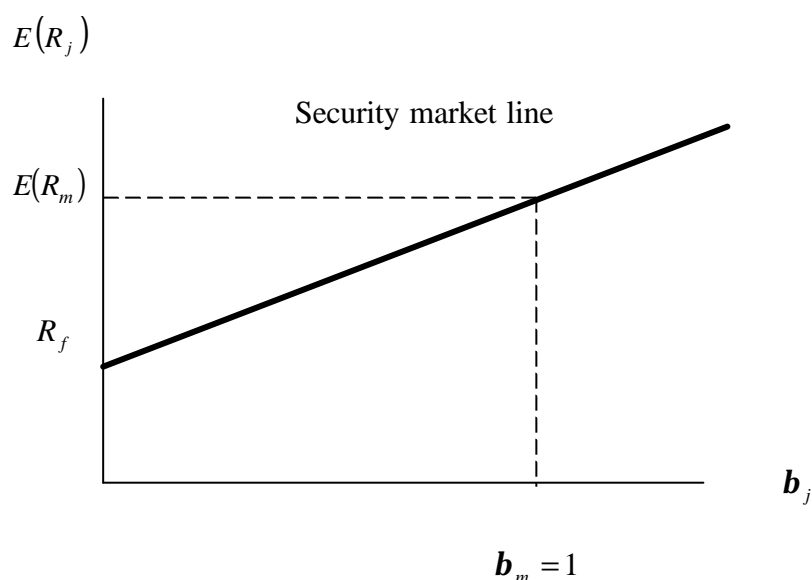
Riskitön tuotto muodostuu riskittöminä pidettävien arvopapereiden tuotosta. Riskittömän tuoton perustana voidaan käyttää esimerkiksi valtion obligaatioiden tuottoa tai euribor -korkoa. Markkinoiden tuotto-odotuksen ja riskittömän sijoituksen tuoton erotus on markkinaportfolion riskipremio, riskilisä. Yrityskauppatilanteessa voidaan riskilisää tarkastella arvopapereiden tuottoon liittyvän riskin sijasta toimialaan liittyvänä riskinä. Eri lähteiden mukaan Suomessa riskipremio on 1-7 %. (Aho 2000: 44; Blomquist, Blumme & Simola 1997: 97; Laitinen 2002: 187.)

Beeta-kerroin kuvaa sitä systemaattista riskiä, joka tietyllä sijoituskohteella on suhteessa keskimääräiseen sijoitukseen markkinoilla. Jos beeta-kerroin on yli 1, tällöin osakkeiden arvo muuttuu voimakkaammin kuin markkinat keskimäärin. Vastaavasti kertoimen ollessa alle 1, osakkeiden arvon muutos ei reagoi niin voimakkaasti kuin markkinat keskimäärin. Täysin ris-

kittöman sijoituksen beeta -kerroin on nolla. Oman pääoman tuottovaatimus määräytyy CAP -mallin mukaan yrityksen osakkeen beeta-kertoimesta. (Copeland & Weston 1983: 190; Leppiniemi & Puttonen 1996: 152.)

Sharpe (1964: 436) osoittaa, että oman pääoman tuotto-odotuksen ja riskin riippuvuus on lineaarista ja niiden välillä vallitsee tasapaino. Mitä korkeampi tuotto-odotus sijoituksella on, sitä korkeampi riski siihen sisältyy. Kuvio 10 on mukailtu Copeland & Weston (1983: 190) ja Kallungin ym. (1999: 111) mukaan ja osoittaa tuotto-odotuksen ja sitä riskiä kuvaavan beeta-kertoimen suhteen:

KUVIO 10 Riskin vaikutus osakkeen tuottovaatimukseen



Oman pääoman tuottovaatimus voidaan määrittää, kun tiedetään markkinoiden yleinen riskipreemio ja yrityskohtainen beeta-kerroin. Beeta-kerroin voidaan selvittää esimerkiksi käyttämällä hyväksi tilinpäätösinformaatiota ja vertailemalla sitä muihin yrityksen taustalla oleviin riskitekijöihin. (Kallunki ym. 1999: 112.)

Vieraan pääoman kustannus on vieraan pääoman sijoittajien vaatima tuottovaatimus myönnettäessä yritykselle luottoja. Luotonantaja, esimerkiksi pankki tai obligaatio-sijoittaja, arvioi sijoitukseen liittyvän riskin, jonka perusteella riskipreemio määräytyy. Kansainvälisillä markkinoilla toimii reittaustoimistoja, jotka arvioivat yritysten riskiä. Riskin perusteella yrityksille määritellään luottokelpoisuus ja riskipreemio. (Leppiniemi & Puttonen 1996: 124-126.)

Yrityksen näkökulmasta vieraan pääoman kustannuksena voidaan pitää sen luotoistaan maksamaa korkoa. Mikäli yrityksellä on obligaatiolainoja, on niiden kustannus laskettava kupon-

kikoron sijasta niiden tuoton (yield) mukaan. Kuponkikorkoa ei voi käyttää vieraan pääoman tuottovaatimuksen arvona, sillä se kuvaa ainoastaan obligaation nimelliskorkoa. Nimelliskorko kertoo vain sen, mikä vieraan pääoman kustannus on ollut lainan liikkeelle laskun aikaan. Mikäli yritys ei ole äskettäin laskenut joukkolainoja liikkeelle, voidaan vieraan pääoman tuottovaatimuksena käyttää samalla toimialalla toimivan vastaavan riskin omaavan yritysten joukkolainojen tuottoa. Vieraan pääoman tuottovaatimuksen mittarina voidaan tällaisissa tapauksissa käyttää myös yrityksen pankkilainoistaan maksamaa korkoa. (Kallunki ym. 1999: 107-108.)

Oman pääoman ja vieraan pääoman kustannuksesta lasketaan koko pääoman kustannus painotettuna keskiarvona. Van Hornen (1995: 224-225) mukaan pääomakustannusta määriteltäessä tulee huomioida yrityksen pääomarakenne ja rahoituslähteet. Pääomalajien painokertoimia laskettaessa laskentaperusteena tulisi olla oman ja vieraan pääoman markkina-arvot, sillä kirjanpidolliset arvot eivät välttämättä kuvaa pääomalajien todellista arvoa. Oman pääoman markkina-arvo saadaan selvitettyä vain pörssinoteerattujen yritysten osalta, jolloin muiden yritysten osalta käytetään laskentaperusteena oman pääoman kirja-arvoa. Yrityksen keskimääräinen painotettu kustannus, WACC (Weighted Average Cost of Capital) saadaan laskettua kaavan 4 mukaan. (Kallunki ym. 1999: 143-144.)

$$(4) \quad WACC = (E/V) \times R_E + (D/V) \times R_D \times (1 - T_C)$$

missä

E = Yrityksen oman pääoman markkina-arvo
 D = Yrityksen vieraan pääoman markkina-arvo
 V = Yrityksen koko pääoman markkina-arvo
 R_E = Oman pääoman tuottovaatimus/kustannus
 R_D = Vieraan pääoman tuottovaatimus/kustannus
 T_C = Yritysveroprosentti

Yrityksen oma pääoma suhteutetaan koko pääomaan ja kerrotaan oman pääoman mukaisella kustannuksella. Vieraan pääoman osalta menetellään vastaavalla tavalla, mutta lisäksi huomioidaan vieraaseen pääomaan liittyvä verovaikutus.

Pääomarakenne voi vaihdella vuosittain investointien ja niiden rahoituksen mukaan. Painotettu pääomakustannus tulee määrittää ennustetun tai tavoitteellisen pääomarakenteen mukaisesti, eikä sitä tule määrittellä yrityksen historiallisen pääomarakenteen mukaan. Pääomakustannus

nuksen perusteeksi veloista lasketaan ainoastaan korolliset velat, jolloin lyhytaikaisia korotomia osto- ja siirtovelkoja ei huomioida. (Van Horne 1995: 224-225.)

Kaavan 4 mukaan yrityksen pääomarakenne vaikuttaa sen pääomakustannukseen. Yrityksellä tulisi olla tavoite pääomarakenteeksi, jossa optimoidaan pääomakustannus ja riskit. Tutkijoiden keskuudessa ei ole yhteistä kantaa optimaalisesta pääomarakenteesta. Modigliani ja Miller (1958: 268-271) esittivät teorian, jonka mukaan pääomarakenteella ei ole vaikutusta yrityksen arvoon. Oman pääoman tuottovaatimus kasvaa lineaarisesti velan osuuden kasvaessa yrityksen pääomarakenteesta ja tähän perustuu oletamus pääomarakenteen riippumattomuudesta yrityksen arvoon. Teoriassa ei ole kuitenkaan huomioitu esimerkiksi konkurssiriskiä eikä verotuksen vaikutusta pääoman kustannukseen, minkä vuoksi päätelmää ei sellaisenaan voi pitää realistisena.

3.1.5 Jäännösarvon määrittäminen

Yrityksen arvo muodostuu vapaan kassavirran mallilla määritetyn ennustejakson vapaiden kassavirtojen ja ennustejakson jälkeisten kassavirtojen nykyarvon summasta (tarkemmin kappaleessa 3.2.2). Ennustejakson jälkeisistä kassavirtojen nykyarvosta muodostuu yrityksen jäännösarvo. Vastaavaa menettelyä sovelletaan määriteltäessä yrityksen arvoa sen tuottamaan lisäarvoon perustuen. Ennustejakson jälkeisen kehityksen arviointi yrityksessä on tärkeä vaihe arvonmääritysprosessissa, sillä sen osuus yrityksen kokonaisarvosta voi olla merkittävä. Copelandin ym. (1996: 285-286) esimerkeissä jäännösarvon osuus yrityksen kokonaisarvosta on 56-125 %. Korkean teknologian toimialoilla ennustejakson vapaat kassavirrat voivat olla voimakkaan kasvun ja investointien johdosta negatiivisia, jolloin yrityksen arvo perustuu ennustejakson jälkeisiin tuotto-odotuksiin.

Copelandin ym. (1996: 287) mukaan jäännösarvon määrittämisen yhteydessä käydään läpi seuraavat vaiheet:

1. Arvostustekniikan/laskentatekniikan valinta
2. Ennustejakson päättäminen
3. Arvonmääritykseen vaikuttavien muuttujien määrittäminen ja jäännösarvon laskenta
4. Jäännösarvon diskonttaus arviointiajankohtaan

Sovellettaessa jäännösarvon laskentaa vapaisiin kassavirtoihin perustuen Copeland ym. (1996: 288-289) esittävät kaksi suositeltavaa menetelmää. Jos yrityksen kassavirrat ennustetaan kasvavan tasaisesti, voidaan jäännösarvo laskea kaavan 5 mukaan jakamalla vapaat kas-

savirrat painotetun pääomakustannuksen ja vapaiden kassavirtojen kasvuprosentin erotuksella:

$$(5) \quad \frac{\text{Continuing Value}}{\text{Value}} = \frac{\text{FCT}_{T+1}}{\text{WACC} - g}$$

missä

FCT_{T+1}	= vapaa kassavirta 1. vuonna ennustejakson jälkeen
WACC	= painotettu pääomakustannus
g	= vapaiden kassavirtojen kasvuprosentti

Toinen suositeltava tapa on johtaa jäännösarvo arvioidusta operatiivisesta kassavirrasta, tulevien investointien tuottoasteesta ja operatiivisen kassavirran kasvuprosentista kaavan 6 mukaisesti:

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

missä

NOPLAT_{T+1}	= operatiivinen kassavirta 1. vuonna ennustejakson jälkeen
g	= operatiivisen kassavirran kasvuprosentti
ROIC	= tulevien investointien tuottoaste
WACC	= painotettu pääomakustannus

Oletuksena kaavassa 6 on edelleenkin tasaisen kasvun ja pääoman tuoton kehitys. Kaavassa g/ROIC kuvaa operatiivisen kassavirran osuutta pääomainvestoinneissa ja kuvaa investointiastetta (Copeland ym. 1996: 289). Mikäli halutaan määrittää jäännösarvoa perustuen erilaisiin kasvu- ja pääomantuottoprosentteihin, voidaan soveltaa kaavaa 7:

$$(7) \quad \text{CV} = \left[\frac{\text{NOPLAT}_{T+1}(1 - g_A/\text{ROIC}_A)}{\text{WACC} - g_A} \right] \left[1 - \left(\frac{1 + g_A}{1 + \text{WACC}} \right)^{N-1} \right] + \left[\frac{\text{NOPLAT}_{T+1}(1 + g_A)^{N-1}(1 - g_B/\text{ROIC}_B)}{(\text{WACC} - g_B)(1 + \text{WACC})^{N-1}} \right]$$

missä

CV	= jäännösarvo
N	= 1. ennustejakson vuosien määrä
g_A	= operatiivisen kassavirran kasvuprosentti 1. ennustejaksolla
g_B	= operatiivisen kassavirran kasvuprosentti 2. ennustejaksolla
$ROIC_A$	= investointien tuottoaste 1. ennustejaksolla
$ROIC_B$	= investointien tuottoaste 2. ennustejaksolla

Määriteltäessä jäännösarvo taloudellisen lisäarvoon (taloudellinen tuotto) perustuen (käsitelty tarkemmin kappaleessa 3.2.3), käytetään kaavaa 8 (Copeland ym. 1996: 291-292):

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

missä

$\text{Economic profit}_{T+1}$ = taloudellinen tuotto 1. vuonna ennustejakson jälkeen

Kaavan 8 mukaan jäännösarvo muodostuu kahdesta osasta. Ensimmäisessä osassa jäännösarvo muodostuu ennustejakson jälkeisen taloudellisen tuoton ja keskimääräisen pääomakustannuksen mukaan. Kaavan toisessa osan mukaan jäännösarvoon vaikuttavat ennustejakson jälkeinen operatiivinen kassavirta, operatiivisen kassavirran kasvuprosentti, investointien tuottoaste ja keskimääräinen pääomakustannus. Mikäli investointien tuottoaste on sama kuin keskimääräinen pääomakustannus, tulee kaavan toisen osan tulokseksi nolla. Tällöin yrityksen jäännösarvo muodostuu yksinomaan kaavan ensimmäisestä osasta. (Copeland 1996: 292.)

Leppiniemi (1999: 30) määrittelee esimerkissään jäännösarvon pelkistetympin kuin Copeland ym. (1996). Ennustejakson rahajäämistä, jotka vastaavat lähinnä vapaita kassavirtoja, laskeaan keskiarvo. Saatu keskiarvo jaetaan WACC:n mukaisella prosenttiluvulla, mistä voidaan johtaa yrityksen jäännösarvo.

Copelandin ym. (1996: 301) mukaan yrityksen tulos, pääoman kiertonopeus ja pääoman tuotto tulee olla tasaisella, vakaan toiminnan mukaisella tasolla, jotta jäännösarvo voidaan luotettavasti määrittää. Leppiniemi & Puttonen (1996: 294) toteaa, että ennustejakson pituudella on marginaalinen osuus yrityksen arvonmäärityksessä. Jäännösarvo on kuitenkin tärkeää määrittää oikealla kaavalla, sillä väärin laskettu jäännösarvo saattaa sekoittaa koko arvonmääritysprosessin.

Jäännösarvon laskemiseksi määritellään tärkeimmät muuttujat. Operatiivinen kassavirta kuvastaa yrityksen normaalin toiminnan tasoa ennustejakson jälkeen. Mikäli yrityksen tulos noudattaa tiettyä sykliä, tulee operatiivisen kassaviran perusteeksi määritellä syklin keskikohta. Yrityksen kasvuennuste on suositeltavaa suhteuttaa yleisiin talouden kasvuennusteisiin, joissa myös inflaatio on huomioitu. Pääoman tuottoaste (ROIC) on täydellisessä kilpailuympäristössä sama kuin pääoman tuottoaste (WACC). Jos yrityksellä on jokin kilpailuetu ja sen uskotaan säilyvän, voidaan ennustejakson mukaista pääoman tuottoastetta käyttää myös jäännösarvoa määriteltäessä (Copeland ym.1996: 306).

Jäännösarvo kuvaa yrityksen arvoa ennustejakson lopussa. Jotta yrityksen arvo voidaan lopullisesti määritellä, diskontataan jäännösarvo WACC:n mukaisella pääomakustannuksella arviointitilannetta vastaavaksi. (Copeland ym. 1996: 309.)

3.1.6 Yrityksen arvon laskeminen ja tulosten tulkinta

Viimeisessä vaiheessa yrityksen arvonmäärittelyprosessia tehdään laskelmat määriteltujen muuttujien mukaisesti. Ennustejakson vapaat kassavirrat ja vuosittaiset lisäarvot diskontataan pääomakustannuksen mukaisella korolla laskentahetken arvoon. Saatuun summaan lisätään yrityksen jäännösarvo, mikä on diskontattu laskentahetken arvoon. Tämän jälkeen pystytään määrittämään yrityksen kokonaisarvo. Yrityksen oman pääoman arvo saadaan laskettua vähentämällä liiketoiminnan arvosta velat. Kokonaisarvoon lisätään likvidit, jälkimarkkinakelpoiset arvopaperit, jotka eivät liity suoranaisesti varsinaiseen tuotannolliseen toimintaan. (Copeland ym. 1996: 313-314.)

Saatuja tuloksia pitää tarkastella kriittisesti ja ne on käytävä läpi mahdollisten virhemäärittelysien löytämiseksi. Mikäli investointien tuottoaste nousee merkittävästi yli yrityksen pääomakustannuksen, saattavat laskelmat sisältää virheolettamuksia. Pörssiyhtiöiden osalta tulee saatua tulosta verrata yrityksen markkina-arvoon ja mahdollisten poikkeavien arvojen syyt tulee analysoida. Lisäksi on syytä pohtia, onko suunniteltu rahoitusrakenne realistinen; riittääkö suunniteltu vieras pääoma suunniteltuun kasvuun ja investointeihin. (Copeland ym. 1996: 315.)

Yritystoimintaan liittyy aina riski, jonka vuoksi laskenta pitäisi tehdä usean eri vaihtoehdoisen kehitysnäkymän mukaan. Tuottoarvoon perustuva arvonmäärittely on herkkä perusolettamuksissa tapahtuville muutoksille, minkä vuoksi suositellaan erityisten herkkyysanalyysien tekoa päätöksenteon tueksi. Herkkyysanalyysin avulla päätöksentekijä voi ottaa kantaa yrityksen

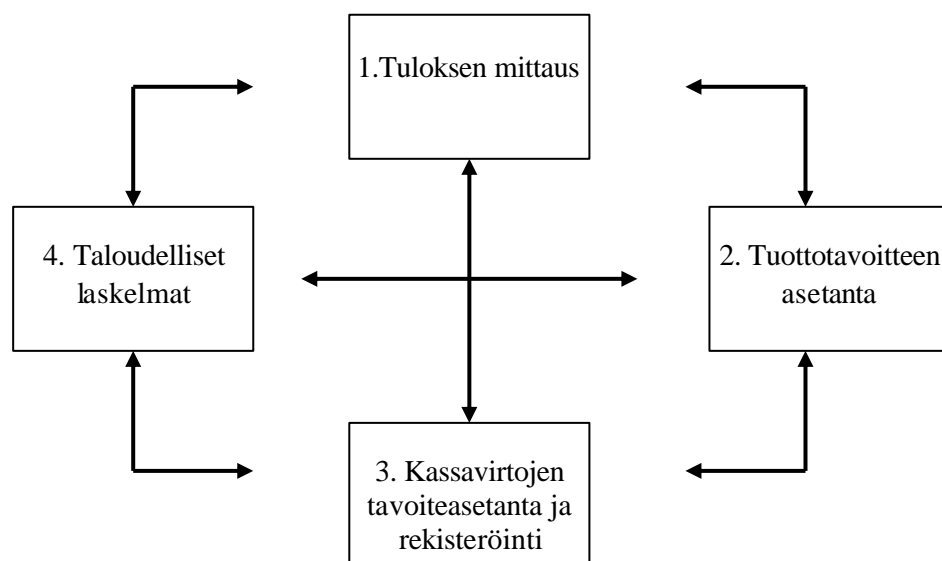
arvoon omista lähtökohdistaan ja herkkyyksianalyysit luovat usein merkittävän pohjan yritys-kauppaneuvotteluille. (Lindell 1997: 207.)

Copeland ym. (1996: 317-319) esittelevät yrityksen arvonmääritysprosessin ongelmakohtia, joissa voi tapahtua virheitä. Perustana luotettavalla arvomääritykselle on liiketoiminnan ja yleisen taloudellisen ympäristön ymmärtäminen. Pohjatyö arvonmäärityksessä on tärkeää ja se vie runsaasti aikaa. Oikoteitä tulee välttää, sillä ne johtavat virheellisiin tuloksiin ja johtopäätöksiin. Merkittävä virhe voi aiheutua väärin valitusta ennustejaksosta. Jos yrityksen liiketoiminta on syklistä, jossa on pitkät nousukaudet ja laskukaudet tuloksen osalta, voi liian lyhyt ennustejakso johtaa väärään tulokseen. Jäännösarvon määräytyessä ennustejakson lopun mukaan vaikuttaa yrityksen arvoon oleellisesti, onko ennustejakson lopussa yrityksellä nouseva vai laskeva liiketoiminnan tulos. Ennustekausi tulisi laatia mahdollisimman pitkäksi ja sen pohjana pitäisi olla myös historiallinen tulos mahdollisimman pitkältä ajalta.

3.1.7 Suomalainen tapa lähestyä arvomääritystä

Soveri (1983) lähestyy yrityksen arvonmääritystä ostavan yrityksen sisältä johdon laskenta-toimen näkökulmasta. Yrityksen menestymisen suunnat määräävät ensisijaisesti investoinnit. Kuitenkin investointien yhteydessä tehdyt laskelmat jäävät helposti muusta yrityksen tuloslaskennan mittausympäristöstä irralliseksi. Soverin (1983: 10) mukaan yrityksen taloudellinen ohjauksen tulisi toimia kuvion 11 kaltaisesti.

KUVIO 11 Yrityksen taloudellinen ohjaus. (Soveri 1983: 10.)



Ensimmäisenä vaiheena on saattaa yrityksen tuloksen ohjaus tyydyttävälle tasolle, jonka jälkeen mitattavalle tulokselle asetetaan tuottotavoite. Tästä johdetaan edelleen kassavirtatavoite. Erilaisten taloudellisen laskelmien tulee olla sopusoinnissa vaiheiden 1-3 kanssa. (Soveri 1983: 10-11.)

Yrityskauppatilanteessa ostavan yrityksen pitää pystyä sovittamaan yrityksen kasvu ja tavoitteellinen pääomarakenne. Tätä voidaan lähestyä miniminettotulostavoitteen laskennan avulla kaavan 9 mukaan (Soveri 1983: 47-49.)

$$(9) \quad \frac{+\Delta OPO}{+\Delta VPO} = \frac{NT - O_s + (+\Delta OSPO) + i \times K}{(+\Delta KPO) - p_o - NT - (+\Delta OSPO) + O_s} = a$$

missä

$+\Delta OPO$	= Oman pääoman muutos
$+\Delta VPO$	= Vieraan pääoman muutos
NT	= Nettotulos
O_s	= Osingot
$+\Delta OSPO$	= Osakepääoman korotus (maksullinen)
$i \times K$	= Inflaatiohelppotus käyttöomaisuudesta
$+\Delta KPO$	= Kokonaispääoman kasvu
p_o	= Poistot
a	= Oman ja vieraan pääoman suhde

Kaavassa 10 on esitetty edellinen yksinkertaisemmassa muodossa:

$$(10) \quad \frac{X - A}{B - X} = a$$

Kunkin symbolin kohdalle sijoitetaan lukuarvo ja vaadittavaa nettotulosta merkitä X-merkillä. Kaavojen 9 ja 10 ideana on selvittää, kuinka paljon yrityksen on ansaittava säilyttääkseen haluamansa rahoitusrakenteen valitsemansa kasvua jattelun pohjalta. (Soveri 1983: 49.)

Miniminettotulostavoitteeseen lisäämällä korot ja verot saadaan minimibruttotulostavoite. Korot lasketaan kaavan 11 mukaan

$$(11) \quad \text{korot} = r_1 \times VPO + r_2 \times (+\Delta VPO) \times 0,5$$

missä

VPO	= Vieras pääoma vuoden alussa
r_1	= Korkokanta vuoden alun vieraalle pääomalle
$+\Delta VPO$	= Vieraan pääoman kasvu vuoden aikana
r_2	= Korkokanta vieraan pääoman kasvulle

Korot muodostuvat vanhojen lainojen korkorasituksesta ja yrityksen kasvun aiheuttamasta lisäkorkorasituksesta. Kaavan mukaan kasvun on arvioitu sitoutuvan keskimäärin keskelle vuotta, minkä johdosta on käytetty kerrointa 0,5. (Soveri 1983: 50.)

Minimituottotavoite prosentteina saadaan jakamalla minimibruttotulostavoite yritykseen sitoutuneella laskennallisella pääomalla. Sitoutunut pääoma lasketaan käyttö-, vaihto- ja rahoitusomaisuudesta arvioimalla vuoden aikana sitoutunut pääoma usean pisteen keskiarvona. Soveri (1983: 27) korostaa käyttöomaisuuden kohdalla erityisesti inflaation ja poistojen merkitystä, minkä johdosta arvostuksen lähtökohtana tulee olla jälleenhankinta-arvo.

Yhteenvetona tuotto prosenttitavoitteen laskennasta on seuraava esimerkki:

Oletetaan, että yritys Z jakaa osinkoja vuoden aikana 1500 euroa, kokonaispääoman kasvu on 15000 euroa, poistot ovat 5000 euroa. Osakepääoman korotuksia ei ole ja inflaatiohelppotusta ei huomioida. Yrityksen rahoitusrakennevaatimus oman pääoman ja vieraan pääoman suhteen on 40/60. Vuotuisiksi koroiksi oletetaan kasvu huomioon ottaen 2500 euroa ja veroiksi 1600 euroa. Yrityksen laskennallinen budjetoitu pääoma on 80000 euroa

Oman pääoman muutos muodostuu maksetuista osingoista. Merkitään sitä kaavan 10 mukaan X-1500. Vieraan pääoman muutos muodostuu kokonaispääoman kasvusta, josta vähennetään poistot ja lisätään maksetut osingot. Summaksi muodostuu 11500 euroa ja merkitään tämä kaavan 10 mukaan 11500-X

Nettotulosvaatimukseksi saadaan:

$$\frac{X - 1500}{11500 - X} = \frac{40}{60}, \text{ jolloin nettotulosvaatimus } X \text{ on } 5500 \text{ euroa.}$$

Nettotulosvaatimukseen lisätään korot ja verot, jolloin bruttotulosvaatimukseksi saadaan 9600 euroa. Tuottotavoiteprosentiksi saadaan jakamalla bruttotulosvaatimus laskennallisella budjetoitulla pääomalla:

$$\frac{9600}{80000} \times 100 = 12\%$$

Yrityskauppatilanteessa yritysoston kannattavuutta verrataan minimituottovaatimukseen ja tuottotavoiteprosenttiin. Substanssiarvon mukaan laskettu kauppahinta on myyjän ja ostajan kannalta aina oikeudenmukainen, sillä se kertoo omaisuuden todenmukaisen arvon. Sen heikkoutena kuitenkin on, että se ei ota huomioon yrityksen tulevaa kannattavuutta, jonka tuottoarvopohjainen laskenta puolestaan huomioi. Tuottoarvopohjaisen laskennan heikkoutena puolestaan on sen monimutkaisuus. Arvonmääritysmalleja tarkemmin on kuvattu kappaleessa 3.2. (Soveri 1983: 85-86.)

Mikäli ostettavan yrityksen tuotto prosentti on suurempi kuin ostavan yrityksen tuottotavoiteprosentti, voidaan ostohintaa nostaa substanssiarvosta. Soveri (1983: 87) kutsuu substanssiarvon ylittävää osaa goodwill-arvoksi. Kaavan 12, johon sisältyy esimerkki, mukaan maksimi-kauppahinnan voi laskea siten, että tutkitaan paljonko nykyiseen laskennalliseen pääomaan voidaan lisätä pääomaa, goodwillin osuutta, jotta yrityksen minimituottovaatimus edelleen toteutuisi.

$$(12) \quad \frac{\text{Tulos ennen korkoja ja veroja}}{\text{laskennallinen pääoma + maksettavalisähinta (x)}} \times 100 = \text{Yrityksen minimituottovaatimus}$$

$$\frac{3,0 \text{ Meuro}}{20,0 \text{ Meuro} + X \text{ Meuro}} \times 100 = 12,5\%$$

Esimerkissä X:n arvoksi saadaan 4 miljoonaa euroa, jonka kyseisen teorian mukaan voitaisiin maksaa maksimissaan kauppahintana ostokohteen substanssiarvon päälle. Tuolloin kauppahinta pysyisi vielä ostavan yrityksen minimituottovaatimuksen rajoissa. (Soveri 1983: 87.)

3.2 Arvonmäärittämissallit

3.2.1 Osinkoperusteinen malli

Osinkoperusteinen arvonmäärittämissalli on perustana tuottoarvoon perustuvassa arvonmäärittämissässä. Osinkoon perustuvissa malleissa oletetaan osakkeen arvon muodostuvan tulevaisuudessa maksettavista osinkojen nykyarvosta (Kallunki ym. 1999: 82). Rahoitusteoriassa ja liiketalouden kirjallisuudessa osinkoperusteista mallia käsitellään lähinnä julkisten yhtiöiden osakkeiden arvonmäärittämissätilanteessa.

Megginsonin (1997: 191) mukaan osinkoperusteinen malli kaavan 13 mukaan on:

$$(13) \quad P_0 = \frac{D_1}{(1+k_s)^1} + \frac{D_2}{(1+k_s)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k_s)^\infty}$$

missä

P_0 = osakkeen arvo

D_t = osinko osaketta kohden vuoden t lopussa

k_s = osakkeen tuottovaatimus

Kaavassa oletetaan, että osinkojen jako ulottuu rajattomaan aikajaksoon.

Osinkoperusteisessa mallissa osakkeen arvonmääritys perustuu erilaisiin oletuksiin osinkojen maksujen kehityksestä tulevaisuudessa. Osinkojen kehityksen ennakoimiseksi on kehitelty kolme erilaista mallia, jotka on käsitelty tässä Megginsonin (1997: 192-194) mukaan.

Nolla-kasvumallissa (kaava 14) oletetaan, että maksettujen osinkojen määrä pysyy tietyllä tasolla jatkuvasti.

$$(14) \quad P_0 = D_1 \times \left[\sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+k_s)^t} \right] = D_1 \times (PVIFA_{k_s, \infty}) = \frac{D_1}{k_s}$$

missä

$$PVIFA_{k_s, \infty} = \text{diskonttaus korko}$$

Osakkeen arvo muodostuu jakamalla vuosittain jaettava osinko osakkeen tuottovaatimuksella.

Tasaisen kasvun mallista käytetään myös nimitystä Gordonin malli, jonka Myron Gordon kehitti 1960 ja 1970 -lukujen aikana. Mallin mukaan osingot kasvavat vuosittain tietyn määrän. Yksinkertaistettuna malli on kaavan 15 mukaan seuraavanlainen:

$$(15) \quad P_0 = \frac{D_1}{k_s - g}$$

missä

$$g = \text{osinkojen vuosittainen kasvuprosentti}$$

Osakkeen arvo saadaan jakamalla ensimmäisen ennustevuoden osinkojen määrä osakkeen tuottovaatimuksen ja osinkojen kasvuprosentin erotuksella. Malli toimii, mikäli osinkojen kasvu on pienempi kuin osakkeen tuottovaatimus. Tasaisen kasvun malli olettaa, että osinkojen maksu kasvaa säännöllisen tasaisesti vuosittain. Tämä on ongelmallista tilanteessa, jossa yrityksen osingonjako vaihtelee vuosittain.

Edellisistä malleista kehittyneempi on *vaihtuvan kasvun malli*. Siinä voidaan huomioida osinkojen kasvuprosentin muutokset tulevaisuudessa. Malli on kaavan 16 mukaan

$$(16) \quad P_0 = \sum_{t=1}^n \left[\frac{D_0 \times (1+g_1)^t}{(1+k_s)^t} \right] + \left(\frac{1}{(1+k_s)^n} \times \frac{D_{n+1}}{(k_s - g_2)} \right)$$

missä g_1 ja g_2 kuvaavat erilaista osinkojen kasvuprosenttia eri laskentakausilla.

Käytännön arvonmäärityksen kannalta ongelmana osinkoperusteisissa arvonmääritysmalleissa on tulevaisuudessa maksettavien osinkojen vaikea ennustettavuus. Osinkojen jako saattaa vaihdella vuosittain, jolloin pienetkin ennustevirheet johtavat virheellisiin lopputuloksiin osakkeen arvostuksessa ja yrityksen arvon määrittämisessä (Kallunki ym. 1999: 83-85).

3.2.2 Vapaan kassavirran malli

Vapaan kassavirran malli on osinkoperusteista mallia kehittyneempi tapa arvioida yrityksen arvoa. Kassavirtamallin vahvuutena pidetään sitä, että tilinpäätöksen harkinnanvaraisuudet eivät vaikuta kassavirtoihin. Kassavirtamallissa seurataan pelkästään rahan liikettä, jolloin esimerkiksi poistojen sijasta vapaan kassavirran ennusteessa käytetään vuotuisia todellisia investointimenoja. Osinkoperusteiseen malliin verrattuna kassavirtamallissa joudutaan arvioimaan tulevaisuuden kehitystä tarkemmin ja yritysjohton näkökulmasta huomio on kiinnitettävä lyhyen aikavälin tuloskehityksestä pitkän tähtäimen tuloskehitykseen. Kassavirtaperusteisen mallin mukaan yrityksen arvo muodostuu yrityksen tulevien diskontattujen kassavirtojen nykyarvosta. (Kallunki ym. 1999: 86-87.)

Vapaan kassavirran mallin mukaan laskettu yrityksen arvo perustuu kokonaan tulevaisuuden tuotto-odotuksiin. Copelandin ym. (1996: 139) mukaan vapaat kassavirrat muodostuvat operatiivisesta tuloksesta verojen jälkeen. Tähän lisätään ei-kassaperusteiset erät (esimerkiksi poistot) ja vähennetään käyttöpääomaan, rakennuksiin ja koneisiin sekä muuhun omaisuuteen liittyvät investoinnit. Vapaisiin kassavirtoihin ei sisälly rahoituksellisia eriä, kuten korkoja ja osinkoja. Vapaan kassavirran voidaan siis ajatella kuuluvan yrityksen omistajille ja velkojille.

Kallunki ym. (1999: 89) laskevat vapaan kassavirran kuvion 12 mukaisesti:

KUVIO 12 Vapaan kassavirran laskelma. (Kallunki ym. 1999: 89.)

	Liikevoitto
+	osuus osakkuusyhtiöistä
-	operatiiviset verot
-	rahoituskulujen verovaikutus
+	rahoitustuottojen verovaikutus
=	Operatiivinen kassavirta
+	poistot
=	Bruttokassavirta
-	muutos nettokäyttöpääomassa
-	bruttoinvestoinnit
=	Vapaa operatiivinen kassavirta
+/-	muut erät (verojen jälkeen)
=	Vapaa kassavirta

Vapaan kassavirran määrittämiseen otetaan tuloslaskelmasta liikevoitto, joka kuvaa yrityksen tulosta ennen rahoituseriä. Operatiivisen kassavirran selvittämiseksi liikevoitosta vähennetään verojen määrä. Verovelan muutokset otetaan huomioon, samoin tehdään rahoituseriin liittyvät verokorjaukset. (Kallunki ym. 1999: 89.)

Liikevoitosta vähennetyt poistot lisätään operatiiviseen kassavirtaan, koska poistot ovat tuloslaskelmassa ei-kassaperäisiä kuluja. Tämän jälkeen saadaan bruttokassavirta, joka kuvaa yrityksen todellista rahavirtaa. Bruttokassavirta on käytettävissä yrityksessä uudelleen investointeihin yrityksen kannattavuuden ja kasvun turvaamiseksi. Bruttokassavirrasta vähennetään nettokäyttöpääoman muutos, mikä on merkittävä kassavirtaa vähentävä tekijä voimakkaasti kasvavissa yrityksissä. Käyttöpääoman muutos lasketaan kuvion 13 mukaan seuraavasti:

KUVIO 13 Käyttöpääoman muutoksen laskeminen. (Kallunki ym. 1999: 89.)

	Vaihto-omaisuuden lisäys
+	myyntisaamisten lisäys
-	ostovelkojen lisäys
=	Käyttöpääoman muutos

Käyttöpääoman muutoksen jälkeen vähennetään bruttoinvestoinnit. Rakennus-, kone- ja käyttöomaisuusosakeinvestointien lisäksi bruttoinvestointeihin luetaan investoinnit aineettomiin oikeuksiin sekä aktivoituneet tutkimus- ja tuotekehitysmenot. Tämän jälkeen saadaan vapaa operatiivinen kassavirta, johon huomioidaan vielä satunnaiset erät. Saatu vapaa kassavirta toimii toteutuneiden vuosien osalta analyysipohjana ja ennustevuosien osalta perustana yrityksen arvonmäärittämiselle. (Kallunki ym. 1999: 89-90.)

Vapaaseen kassavirtaan perustuva yrityksen arvo muodostuu ennustejakson vapaiden kassavirtojen diskontatusta arvosta ja ennustejakson jälkeisen jäännösarvon diskontatusta summasta. Copeland ym. (1996: 139, 285) esittävät asian seuraavasti:

$$\text{Value} = \begin{array}{c} \text{Present va lue of cash flow} \\ \text{during explicit forecast period} \end{array} + \begin{array}{c} \text{Present va lue of cash flow} \\ \text{after explicit forecast period} \end{array}$$

Lisäksi lopulliseen arvoon voidaan lisätä tuotantotoimintaan kuulumattomia, yrityksen hallussa olevia likvidejä varoja, kuten arvopaperisijoituksia (Kallunki ym. 1999: 94).

Ennustejakson kassavirtojen nykyarvo lasketaan diskonttaamalla kassavirrat arviointiajan kohdan mukaiseksi. Diskonttauskorko kuvaa yrityksen pääomakustannusta, joka koostuu oman pääoman ja vieraan pääoman kustannuksesta. Ennustejakson jälkeen määritelty nykyarvo diskontataan arviointihetken mukaiseksi samoin perustein kuin ennustejakson vapaat kassavirrat.

3.2.3 Lisäarvomalli

Taloudellisen lisäarvon käsitteen (Economic Value Added, EVA) lanseerasi 1980-1990 lukujen vaihteessa amerikkalainen yritys Stern, Steward & Co. Lisäarvomallin kehittämisen taustana oli tarve kehittää mittari, joka mittaisi yrityksen arvon kasvamista sen sitoma pääoma huomioiden. Kassavirtaperusteinen malli ei huomioi yritykseen sitoutunutta pääomaa arvomäärityksessä. Lisäksi kassavirtamallin ongelmana on yleisesti pidetty kassavirtojen ennustamisen vaikeutta. Periaatteessa yritykset voivat tuottaa saman kassavirran, mutta sitoutuneessa pääomassa saattaa olla huomattavia eroja. Lisäarvomallin mukaan yrityksen arvo kasvaa vain tilanteessa, jossa yritykseen sitoutuneen pääoman tuotto on pääomakustannusta suurempi. (Paavola ym. 1997: 18-20.)

Lisäarvomallin keskeinen käsite on taloudellinen lisäarvo. Se mittaa pääoman käytön tehokkuutta kuvion 14 mukaisesti:

KU VIO 14 Taloudellinen lisäarvo mittaa pääoman käytön tehokkuutta. (Paavola ym. 1997: 20.)

Tuloslaskelma	Tase	Markkinoiden odotukset
Liikevaihto - Operatiiviset kulut - Oikaistut verot = Oikaistu liikevoitto	Nettokäyttöpääoma + Nettokäyttöomaisuus = Liiketoiminnan sitoma pääoma	Vieraan pääoman kustannus verojen jälkeen * vpo/koko pääoma + Oman pääoman kustannus * opo/koko pääoma = Pääoman kustannus

Taloudellinen lisäarvo = oikaistu liikevoitto – liiketoiminnan sitoma pääoma x pääoman kustannus

Taloudellista lisäarvoa määriteltäessä lähtökohtana on yrityksen omistajien varallisuuden kasvattaminen. Kansainvälisten tutkimusten mukaan yrityksen oman pääoman markkina-arvo voidaan määrittellä yrityksen tasesubstanssiarvoon lisäämällä tulevaisuudessa saatavilla lisävoitoilla. Yrityksestä ollaan valmiita maksamaan tasesubstanssia korkeampaa hintaa vain, mikäli yrityksen arvioidaan pystyvän tuottamaan tulevaisuudessa lisäarvoa. Moni yritys on tuottanut positiivista kassavirtaa ja sijoitetun pääoman tuotto on ollut hyvä. Silti yritykset ovat voineet menettää arvoaan. Tämä selittyy sillä, että sijoitetun pääoman tuottoaste on jäänyt pääomakustannuksen alapuolelle. (Paavola ym. 1997: 22 ja Kallunki, Martikainen & Paavola 1998: 49.)

Koskinen (1998: 71) kutsuu arvotekijöiksi muuttujia, jotka vaikuttavat yrityksen taloudelliseen lisäarvoon. Arvotekijöitä on seitsemän: liikevaihdon kasvu, kassavirtapohjainen kate ennen rahoituseriä, maksetut verot, kestävän kasvun periodi, käyttöpääoma, käyttöomaisuusinvestoinnit ja pääoman kustannus. Näistä tekijöistä kate ennen rahoituseriä, pääoman kustannus ja kestävän kasvun periodi vaikuttavat eniten yrityksen arvoon. Arvotekijöistä voidaan muodostaa benchmarking-tekijöitä, joita voidaan verrata saman alan muiden yritysten vastaaviin muuttujiin.

Taloudellisella lisäarvolla on kytkeä yrityksen sisäiseen laskentaan ja sitä kautta strategiseen johtamiseen. Toimintolaskenta vie arvon muodostumisen operatiiviselle tasolle. Yritysjohdon on pystyttävä tunnistamaan ne tekijät, joilla on suurin vaikutus arvon muodostumiseen. Taloudellinen lisäarvo mittarina ei ole uusi, sillä yrityksen kannattavuuden määrittämiseksi on käytetty vastaavia sisäisiä mittareita. 1960-luvulla käytössä ollut jäännöskate (Resi-

dual Income) lasketaan samalla tavalla kuin taloudellinen lisäarvo. Muita synonyymejä ovat taloudellinen tuotto (economic profit) ja liikevoitto pääomakustannusten jälkeen. (Kallunki ym. 1998: 53; Paavola ym. 1997: 20.)

Yritys voi menettää arvoaan käyttämällä päätöksenteossaan vääriä sisäisiä mittareita. Sijoitetun pääoman tuottoasteen käyttö voi johtaa väriin investointipäätöksiin. Yrityksen sisällä huonosti kannattavat osastot saattavat hyväksyä investointeja, joiden tuottoaste on yli osaston nykyisen sijoitetun pääoman tuottoasteen. Samalla kuitenkin investoinnin tuottoaste jää pienemmäksi kuin yrityksen pääomakustannus. Samaan aikaan kannattavimmilla osastoilla saatetaan hylätä investointeja, joiden tuottoaste on osaston nykyistä tuottoastetta alhaisempi, vaikka tuottoaste olisi yli yrityksen pääomakustannuksen. Tämän kaltaisessa tilanteessa yritys kokonaisuutena voi menettää arvoaan. Kun investointipäätöksiä tehdään jäännöskatteen (Residual Income) perusteella, jonka periaate on sama kuin EVA:ssa, ei tätä ongelmaa ilmene. (Drury 1996: 768-770.)

EVA on kehitelty etupäässä julkisen yritysten tarpeita varten ja liiketaloustieteen kirjallisuudessa EVA:n käyttöä tarkastellaan lähinnä sijoittajan näkökulmasta. Lisäarvomallia voidaan kuitenkin soveltaa hyvin myös yksityisissä yrityksissä ja julkisella sektorilla. EVA-mallia käytetään organisaatioiden sisällä resurssien kohdentamiseksi tehokkaasti. (Paavola ym. 1997: 32.)

Taloudellinen lisäarvo lasketaan kuvion 15 mukaisesti seuraavasti:

KUVIO 15 Taloudellisen lisäarvon laskeminen. (Paavola ym. 1997:37.)

	Liikevaihto
–	Liiketoiminnan kulut
=	Liikevoitto
–	Liikevoittoa vastaavat verot
=	Oikaistu liikevoitto (A)
	Pääoma x Pääoman kustannus
=	Pääomaveloititus (B)
	Taloudellinen lisäarvo = A-B

Yrityksen tuotoista vähennetään liiketoiminnan kulut ja verot sekä liiketoimintaan sitoutuneen pääoman kustannus. Lopputuloksena saadaan selville, pystyykö yritys tuottamaan taloudellista lisäarvoa.

Sitoutuneen pääoman laskenta on sidottava oikaistun liikevoiton laskentaan. Liiketoiminnan sitoma pääoma on nettokäyttöpääoman ja nettokäyttöomaisuuden summa. Sitoutunut pääoma voidaan laskea oikaistun tase-laskelman vastaavaa-erien kautta. Nettokäyttöpääoma saadaan vähentämällä käyttöpääomasta (vaihto-omaisuus, saamiset, rahat ja pankkisaamiset) korottomat lyhytaikaiset vastuut (ostovelat, siirtovelat ja muut lyhytaikaiset korottomat vastuut). Nettokäyttöomaisuus muodostuu aineettomien ja aineellisten hyödykkeiden summasta. (Paavola ym. 1997: 49.)

Copeland ym. (1996: 149) lähestyvät arvonmäärittystä taloudellisen tuoton - economic profit - avulla. Taloudellinen tuotto lasketaan kertomalla sijoitettu pääoma sijoitetun pääoman tuoton ja painotetun keskimääräisen pääomakustannuksen erotuksella. Kaava 17 havainnollistaa, että taloudellista lisäarvoa syntyy vain tilanteessa, missä sijoitetun pääoman tuotto ylittää sen kustannuksen:

$$(17) \quad \text{Economic Profit} = \text{Invested capital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

Sovellettaessa taloudellisen lisäarvon laskentaa yrityksen arvon määrittämiseen laskentatapa muistuttaa vapaisiin kassavirtoihin perustuvaa arvonmäärittystä. Merkittävänä erona taloudelliseen lisäarvoon perustuvassa arvonmäärittäyksessä on yrityksen sitoma pääoman huomioiminen. Sidottuun pääomaan lisätään ennustejaksolla muodostuneiden lisäarvojen diskontatut arvot. Lisäksi huomioidaan jäännösarvon diskontattu taloudellinen lisäarvo. Copeland ym. (1996: 150, 291) esittävät asian:

$$\text{Value} = \begin{array}{l} \text{Invested capital} \\ \text{at beginning of} \\ \text{forecast} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Present value} \\ \text{of forecasted} \\ \text{economic profit} \\ \text{during explicit} \\ \text{forecast period} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Present value} \\ \text{forecasted} \\ \text{economic profit} \\ \text{after explicit} \\ \text{forecast period} \end{array}$$

Kallunki ym. (1999: 96) tarkastelevat arvonmäärittäyksessä pelkästään yrityksen omaa pääomaa. Tällöin oman pääoman arvo saadaan kirjanpidollisen arvon ja tulevien lisävoittojen summasta kaavan 18 mukaan:

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

missä

P_0 = oma pääoma

BV_0 = oman pääoman kirjanpidollinen arvo

ae_t = tulevat lisävoitot

r = diskonttauskorko

Tarkastelun rajoituessa pelkästään yrityksen omaan pääomaan on diskonttauskorko määriteltävä eri perusteella kuin tarkasteltaessa yrityksen koko pääomaa. Painotetun keskimääräisen pääomakustannuksen (WACC) sijasta diskonttauskorkona käytetään oman pääoman kustannuksen mukaista korkokantaa. (Kallunki ym. 1999: 96-97.)

Lisäarvomalleilla on tärkeitä etuja muihin, perinteisempiin arvonmääritysmalleihin verrattuna. Suuri osa yrityksen kokonaisarvosta muodostuu tilinpäätöstiedoista saatavaan kirjanpidolliseen arvon perusteella. Tällöin tulevien lisävoittojen ennustevirheiden merkitys on pieni verrattuna osinkoperusteiseen ja vapaaseen kassavirtaan perustuviin arvonmääritysmalleihin, joiden mukaan yrityksen arvo perustuu yksinomaan laadittuihin ennusteisiin. Toinen etu lisäarvomallilla on sen laskentatavan yleisyys. Sekä yrityksen sisällä että ulkopuolella tehdään laskelmia yrityksen tulevista voitoista jo luonnostaan, kun taas osinko- ja kassavirtaennusteita tehdään vähemmän. (Kallunki ym. 1999: 97.)

Lisäarvomalliin liittyy tiettyjä ongelmia. Joissakin tilanteissa taloudellinen lisäarvo voi johtaa virheellisiin päätelmiin yrityksen tehokkuudesta. Tämä voi johtua esimerkiksi poikkeavasta pääomarakenteesta. Yrityksellä, jolla on suhteessa paljon vierasta pääomaa, on pääoman tuottovaatimus (pääomakustannus) alhainen. Tällöin yhtiön tuottama lisäarvo näyttää liian korkealta vertailtaessa sitä toisiin vakavaraisimpiin yrityksiin. (Lilius 2000: 38.)

3.2.4 Substanssiarvo

Yrityksen substanssiarvo perustuu sen tuotannontekijöiden erillisarvostukseen. Substanssiarvo saadaan, kun lasketaan tuotannontekijöiden arvo yhteen ja vähennetään tästä yrityksen velat. Substanssiarvo kuvaa sitä rahamäärää, joka jäisi jäljelle lopetettaessa yritystoiminta. Lepiniemi (1999: 15) käyttää substanssiarvosta nimitystä yrityksen teurasarvo ja likvidaatioarvo.

Substanssiarvo ilmaisee yrityksen arviointihetken omaisuuden arvon, eikä siinä huomioida yrityksen tulevia kasvuodotuksia. Tästä syystä yrityksen liiketaloudellinen arvonmääritys ei yleensä perustu substanssiarvoon, vaan ensisijaisesti tulisi käyttää erilaisia tuottoarvoon perustuvia malleja. Substanssiarvo kuitenkin yleensä lasketaan, sillä se toimii apu- ja tarkastus-

laskelmana. Yrityskauppatilanteessa omaisuus tulee arvioida jaettaessa kauppahintaa kirjanpitoa ja verotusta varten. (Virtanen 1976: 307; Lindell 1997: 211.)

Virtanen (1976: 308) määrittää kaksi substanssiarvolaskentaan liittyvää ongelmaa; laajuusongelman ja arvostusongelman. Laajuusongelman yhteydessä on vaikeutena yritystoimintaan kuuluvien tuotannontekijöiden inventointi. Yritystoimintaan kuulumaton ylimääräinen omaisuus jätetään substanssiarvolaskelman ulkopuolelle. Tällöin rajanveto yritystoimintaan kuuluvan ja kuulumattoman omaisuuden välillä voi olla ongelma. Arvostusongelma liittyy arvostuksen tilannesidonnaisuuteen. Vaihtoehtoisia lähestymistapoja arvostaa omaisuutta ovat yleensä kirjanpitoarvoihin, jälleenhankinta-arvoihin, päivän arvoon (käypään arvoon) ja likvidaatioarvoon perustuvat arvostamiset. Erilaiset arviointitavat ja -tilanteet antavat erilaisen substanssiarvon yritykselle. Näistä likvidaatioarvo on arvonmäärityksen erikoistapaus ja antaa alhaisimman arvon yritykselle.

Substanssiarvo perustuu yrityksen liikekirjanpitoon, jota on kuitenkin oikaistava tarpeellisilta osiltaan vastaamaan eri omaisuusosien todennäköistä luovutushintaa eli käypää arvoa. Varallisuuden käyvän arvon laskenta eroaa likvidaatioarvosta, koska likvidaatiotilanteessa varat joudutaan usein realisoimaan nopeasti ja niiden arvo on yleensä huomattavasti alhaisempi kuin käypä arvo. Käypänä arvona lasketun substanssiarvon ja likvidaatioarvon ero voi olla erityisen suuri käyttöomaisuudelle, joka soveltuu vain tiettyyn erityiseen käyttötarkoitukseen. Esimerkiksi puolivalmisteet ja keskeneräiset projektit ovat tällaista käyttöomaisuutta. (Blomquist ym. 1997: 101-102.)

Substanssiarvoa voidaan käyttää liiketoiminnan arvon määrittämisessä erityisesti silloin, kun yrityksen arvo perustuu suurelta osin sen käyttöomaisuuden arvoon tai tulevan tuoton arvioidaan olevan alhainen. Substanssiarvo toimiikin eräänlaisena tarkistuslukuna, jonka avulla voidaan selvittää yritykseen sijoitetun pääoman arvo ja myös yrityksen uudelleenrakentamisen hinta. Blomquistin ym. mukaan (1997) substanssiarvomenetelmän tavoitteena on antaa realistinen arvo yrityksen varoille ja veloille olettaen kuitenkin, että liiketoiminta tulee jatkumaan. Substanssiarvolaskelmien lähtökohtana on yleensä yrityksen viimeisin tilinpäätös, jota korjataan kuitenkin tarvittaessa tilinpäätös- ja arvostusajankohdan välisen jakson tapahtumilla.

Substanssiarvon määrittelyn pohjana on yrityksen viimeisin taselaskelma. Aineettomat hyödykkeet jakautuvat pysyvissä vastaavissa seitsemään alaryhmään; perustamismenot, tutki-

musmenot, kehittämismenot, aineettomat oikeudet, liikearvo, muut pitkävaikutteiset menot sekä ennakkomaksut. Aineettomat hyödykkeet ovat useimmiten sellaisia, että ne liittyvät toimivaan yritykseen, eikä niitä siten voida erottaa tai myydä erikseen. Tällaiset omaisuusosat ovat arvottomia määriteltäessä yrityksen substanssiarvoa. (Leppiniemi 1999: 52-53.)

Jos aineettomiin hyödykkeisiin sisältyy aineettomia oikeuksia, kuten esimerkiksi patenttioikeuksia, voidaan ne sisällyttää substanssiarvolaskelmaan. Mikäli aineettomissa hyödykkeissä on tekijänoikeuksia tai yksinoikeuksia tiettyyn tuotteeseen, voidaan ne ottaa mukaan substanssiarvolaskelmaan siinä tapauksessa, että niitä koskevat oikeudet jäävät ostavan yrityksen käyttöön. (Leppiniemi 1999: 53.)

Aineelliset hyödykkeet jakautuvat taseessa maa- ja vesialueisiin, rakennuksiin ja rakennelmiin, koneisiin ja kalustoon, muihin aineellisiin hyödykkeisiin sekä ennakkomaksuihin ja keskeneräisiin hankintoihin. Aineelliset hyödykkeet tulee arvostaa niiden todennäköiseen luovutushintaan. Esimerkiksi koneista ja rakennuksista on tehty tietyt poistot niiden taloudellisen pitoajan mukaan. Tasearvo ei kuitenkaan ole yhtenevä niiden todennäköisen luovutushinnan kanssa. Todennäköinen luovutushinta arvioidaan yleensä erityisasiantuntijoiden avulla, esimerkiksi kiinteistönvälittäjän tai tavarantarkastajan arvion mukaan. Arviointia tehdessä on huomioitava, voidaanko aineellisia hyödykkeitä myydä erillisinä hyödykkeinä. Esimerkiksi yrityksen tuotantoprosessia varten rakennetuilla erityislaitteilla ei yleensä ole yrityskokonaisuudesta irrallista myyntimahdollisuutta. (Leppiniemi 1999: 53.)

Vaikka esimerkiksi maa-alueille olisi tehty arvonkorotuksia taselaskelmassa, ei se automaattisesti merkitse sitä, että maa-alueen tasearvo olisi sen todennäköinen luovutushinta. Kirjanpitolautakunnan yleisohjeen (27.9.1999) mukaan arvonkorotusten ylärajana on omaisuusosan todennäköinen luovutushinta. Välttämättä arvonkorotusta ei ole tehty tähän todennäköiseen luovutushintaan asti. Taseen vastaavia koskevissa liitetiedoissa on eritelty arvonkorotuksen periaatteet. Näistä liitetiedoista voidaan tehdä johtopäätöksiä siitä, miten lähelle todennäköistä luovutushintaa omaisuusosa on taseessa arvioitu. (Leppiniemi 1999: 54.)

Sijoitukset jaetaan taseessa seitsemään alaryhmään: osuudet saman konsernin yrityksissä, saamiset saman konsernin yrityksiltä, osuudet omistusyhteisyryksissä, saamiset omistusyhteisyryksiltä, muut osakkeet ja osuudet, muut saamiset sekä omat osakkeet tai osuudet. Sijoitukset voivat olla pitkäaikaisia saamisia, käyttöomaisuusosakkeita tai sijoitusluonteista rahan käyttöä. Sijoituksista tulee tehdä sijoituskohtainen arvio todennäköisestä luovutushinnasta.

Jos sijoituksiin sisältyy alikorkkoisia saamisia, kuten pääomakainoja, on näiden osalta huomioitava niiden todenmukainen nykyarvo. (Leppiniemi 1999: 54.)

Vaihto-omaisuus jaetaan taseessa alaryhmiin seuraavasti: aineet ja tarvikkeet, keskeneräiset tuotteet, valmiit tuotteet/tavarat, muu vaihto-omaisuus sekä ennakkomaksut. Vaihto-omaisuus arvostetaan taseeseen alimman arvon periaatteella. Sen mukaan aktiivaksi taseeseen merkitään alimmainen arvo seuraavista: alkuperäinen hankintameno, tilinpäätöspäivän todennäköinen jälleenhankintameno tai tilinpäätöspäivän todennäköinen luovutushinta. Taseessa arvostus on tehty yleensä todennäköistä luovutushintaa alempaan hankintamenoon, jolloin substanssiarvolaskelmaan tuleva vaihto-omaisuuden arvo on kirjanpitoarvoa korkeampi (Blomquist ym. 1997: 103.)

Saamiset jaetaan taseessa myyntisaamisiin, saamisiin saman konsernin yrityksiltä, saamisiin omistusyhteisyrityksiltä, lainasaamisiin, muihin saamisiin, maksamattomiin osakkeisiin/osuuksiin sekä siirtosaamisiin. Saamiset on merkitty taseeseen niiden nimellisarvon mukaan, kuitenkin korkeintaan niiden todennäköiseen arvoonsa. Lähtökohtaisesti substanssiarvolaskelmassa voidaan käyttää tasearvojen mukaisia arvoja. Saamisten tasearvoa saattaa kuitenkin alentaa esimerkiksi käteisalennukset ja ulkomaan rahan kurssimuutokset tilinpäätöspäivänä. Nämä tekijät on huomioitava substanssiarvolaskelmassa. Blomquistin ym. (1997: 103) mukaan saamisia arvostettaessa on myös arvottomat saamiset eliminoitava ja mahdollisten tulevien luottotappioiden osalta on tehtävä luottotappiovaraus.

Rahoitusarvopaperit jakautuvat taseessa seuraavasti: osuudet saman konsernin yrityksissä, omat osakkeet ja osuudet, muut osakkeet ja osuudet sekä muut arvopaperit. Kirjanpitolain 5 luvun 2 §:n mukaan rahoitusarvopaperit merkitään taseeseen niiden alkuperäisen hankintameno mukaan tai niiden tilinpäätöspäivän todennäköisen alemman luovutushinnan mukaan. Arvonnousua ei voi huomioida taseessa, joten substanssiarvolaskelmassa rahoitusarvopaperit huomioidaan yleensä vähintäänkin niiden kirjanpitoarvon mukaisesti. Substanssiarvoa määriteltäessä arvopapereiden arvo tulee määritellä arvopaperikohtaisesti. (Leppiniemi 1999: 56.)

Rahat ja pankkisaamiset on merkitty taselaskelmaan tilinpäätöspäivän mukaan. Rahavarojen ja pankkisaamisten arvostuksessa käytetään useimmiten nimellisarvoa. Ulkomaiset valuutat arvostetaan tilinpäätöspäivän valuuttakurssien mukaan. Substanssiarvolaskelmaa tehtäessä on myös tarkastettava rahojen ja pankkisaamisten olemassaolo. (Blomquist ym. 1997: 103.)

Oma pääoma kuvaa sitä osaa yrityksestä, mikä jää yrityksen omistajille velkojen maksun jälkeen. Substanssiarvoa selvitetessä määritellään arviointihetken todellinen oman pääoman arvo. Se voidaan määritellä laskelmalla taseen vastaavaa puolen tasesubstanssit yhteen, minkä jälkeen vähennetään velat.

Tilinpäätössiirtojen kertymä koostuu poistoeroista ja vapaaehtoisista varauksista. Nämä ovat verotukseen liittyviä tulontasauseriä ja muodostavat yritykselle verovelan. Verovelka huomioidaan substanssiarvolaskelmassa substanssia pienentävänä tekijänä. (Leppiniemi 1999: 57.)

Pakolliset varaukset perustuvat kirjanpitolain 5 luvun 14 §:ään. Tilikauden tuotoista on vähennettävä yrityksen velvoitteista vastaisuudessa aiheutuvat menetykset. Tällaisia eriä ovat esimerkiksi takuuvastuut ja epävarmat tulot. Nämä erät merkitään taseessa pakollisiin varauksiin siinä tapauksessa, jos menetyksen tarkkaa ajankohtaa ei tiedetä. Mikäli ajankohta tiedetään, merkitään ne siirtoveloina. Pääsääntöisesti pakolliset varaukset käsitellään substanssiarvolaskelmassa velkana. Mikäli pakollisiin varauksiin sisältyvät vastuut eivät enää ole voimassa yritystoiminnan loppuessa, ei tältä osin pakollisia varauksia vähennetä velkana. (Leppiniemi 1999: 57-58.)

Substanssiarvolaskelmassa tulee huomioida velat, jotka kootaan taseen vieraassa pääomassa käsitellyistä veloista, muista tilinpäätöksestä ilmenevistä veloista sekä muista tosiasiallisista veloista, jotka eivät tilinpäätöksestä ilmene. Velat on merkitty taseeseen pääasiassa niiden nimellisarvon mukaan. Mahdolliset indeksiin sidotut velat on huomioitava substanssiarvolaskelmassa erikseen. Ulkomaanrahan mukaisissa veloissa on huomioitava toteutuneet kursierot. Yrityksen toimintakertomuksen tiedoista voidaan kartoittaa muut mahdolliset velat, kuten laskennalliset verovelat ja takuusitoumukset. (Leppiniemi 1999: 58.)

4 ASIANTUNTIJOIDEN NÄKEMYKSIÄ ARVONMÄÄRITYKSESTÄ

4.1 Haastattelujen toteutus ja asiantuntijoiden taustatiedot

Tutkielman empiirisen osuuden muodostavat neljä haastattelua, jotka on toteutettu kevään 2003 aikana. Haastateltavat ovat yrityskaupoissa toimivia asiantuntijoita, joilla on yrityskauppoihin liittyvää kokemusta usean vuoden ajalta tai vähintään 15 eri yrityskaupan osalta. Lisäksi lähes kaikilla asiantuntijoilla on kokemusta yrityskaupoista heidän aikaisemman työhistorian pohjalta. Haastateltavat ovat aiemmin työskennelleet yrityksissä, jotka ovat toteuttaneet yritysostoja. Haastattelut on toteutettu teemahaastatteluina, joissa tutkielman aihepiirit on jaettu eri teemoihin. Kaikki haastattelut on suoritettu kasvotusten ja nauhoittamalla, lukuun ottamatta asiantuntija 4 osalta tehtyä haastattelua, joka on tehty puhelinhaastatteluna.

Asiantuntija 1:n haastattelu on toteutettu 3.3.2003. Asiantuntija 1 toimii Keski-Suomen TE-keskuksessa yritysten sukupolvenvaihdoksia edistävän hankkeen projektipäällikkönä. Hankkeen tehtävänä on maakunnallisen asiantuntijaverkoston luonti, yritysکوhtainen neuvonta ja asiantuntijatehtävien välitys. Asiantuntijapalveluiden työkaluna on ViestinVaihtokonsultointituote, johon sisältyy neuvontapalveluita ja koulutusta. Kouluttajina toimivat auktorisoidut tahot. Sukupolvenvaihdosten lisäksi asiantuntija 1:llä on runsaasti kontakteja liittyen vapailla markkinoilla toteutettaviin yrityskauppoihin. Erikoistumisalueena asiantuntija 1:llä on maakunnan yritysraenteen mukaisesti ns. mikroyritykset, joita Keski-Suomessa on 90 % kaikista yrityksistä. Mikroyrityksillä tässä yhteydessä tarkoitetaan yrityksiä, jotka työllistävät alle viisi henkilöä. Yleisesti TE-keskuksen roolina yrityskaupoissa on olla neutraali ja objektiivinen alkuvaiheen neuvonantaja. Syvemmälle yksityiskohtiin yrityskauppaprosessissa ei mennä, vaan esimerkiksi sopimuspykälien ja kauppakirjojen laadintavaiheessa asiakas ohjataan sopivalle asiantuntijataholle. TE-keskus on usein ensimmäinen taho, johon otetaan yhteyttä suunniteltaessa yrityksen ostoa tai myyntiä. Asiantuntija 1:llä on kokemusta yrityskauppojen suunnittelusta strategiselta kannalta noin viiden vuoden ajalta ja muunnosjohtamiseen liittyvistä asioista noin 13 vuoden ajalta. Yrityskauppoihin liittyvästä teknisestä toteutuksesta on noin kolmen vuoden kokemus. Kaikkiaan asiantuntija 1 on ollut tekemisissä noin 50 eri yrityskaupan kanssa.

Asiantuntija 2:n haastattelu on toteutettu 5.5.2003. Asiantuntija 2 toimii yritysjohdon konsulttina yrityksessä, jossa hän on pääosakkaana. Yritys on perustettu vuonna 1992, jonka jälkeen asiakkaana on ollut reilu 300 pk-yritystä. Toimenkuvaan ovat kuuluneet kehittämis- ja tervehdyttämiskonsultointi, toimiminen viranomaistahojen (mm. TE-keskus, Finnvera) yhteistyökumppanina ja yrityskauppoihin liittyvä konsultointi. Ennen oman yrityksen perustamistaan asiantuntija 2 on toiminut noin 6 vuoden ajan Kehitysaluerahasto Oy:n (nyk. Finnvera Oy) yritystutkijana sekä noin kymmenen vuoden ajan eri metallialan yritysten johtotehtävissä. Lisäksi asiantuntija 2 toimii nykyisin viiden eri yhtiön hallituksessa, joiden kautta hän pääsee näkemään yritysten toimintakenttää ja toteutettavia yrityskauppoja yrityksen ”sisältäpäin”. Asiantuntija 2 on aktiivisesti yrittäjäjärjestötyössä mukana. Yrityskauppojen toteutukseen liittyvää kokemusta asiantuntija 2:lla on koko työhistoriansa ajalta. KERA:n (Finnvera) aikana hänellä oli rahoittajan rooli. Metallialan yrityksissä toimiessaan asiantuntija 2 oli mukana kyseisten yritysten toteuttamissa yritysostoissa, jolloin muodostui ostavan yrityksen näkemys yrityskauppoihin. Nykyisin yrityskauppoihin liittyvänä roolina on toimia asiantuntijana joko ostajalle tai myyjälle. Asiantuntija 2 tarjoaa toimeksiannosta yrityskauppaan liittyvää ”sparausapua” ja hän toimii TE-keskuksen ViestinVaihto-tuotteen konsulttina.

Asiantuntija 3:n haastattelu on toteutettu 12.6.2003. Asiantuntija 3 toimii KHT-tilintarkastajana tilintarkastusyhteisössä, jossa hänellä on noin 12 vuoden työkokemus. Yritys toimii 11 eri paikkakunnalla ja päälinjoina ovat tilintarkastus sekä vero- ja lakikonsultointi. Ennen tilintarkastajan työuraa hän on ollut noin 18 vuoden ajan kahden eri yrityksen johtotehtävissä. Tältä ajalta on kertynyt yrityskauppoihin liittyvää kokemusta yrityksissä toteutettujen yrityskauppojen kautta. Nykyisessä tehtävässään asiantuntija 3 toimii yrityskaupan asiantuntijana sekä myyjän että ostajan toimeksiannosta. Roolina on kauppaneuvottelujen auttaminen ja edistäminen, johon liittyy mm. laskelmien tekoa. Merkittävää on, että joissain tapauksissa hän on yhtä aikaa sekä myyjän että ostajan asiantuntija. Lisäksi kokemusta yrityskauppoihin on tullut tilintarkastusasiakkaiden toteuttamien yrityskauppojen kautta. Kaikkiaan kokemusta yrityskauppoihin on kertynyt 1970-luvun puolivälistä alkaen ja tilintarkastajana ollessaan hän on ollut 30-50 yrityskaupassa asiantuntijana. Erityisosaamisena on prosessiteollisuus.

Asiantuntija 4:n haastattelu on toteutettu 12.6.2003 puhelinhaastatteluna. Asiantuntija 4 toimii Etelä-Suomessa sijaitsevan investointipankin osakkaana. Yrityksen päätoimialoina ovat investointipankkitoiminta sekä varainhoito ja rahastot. Erityisosaaminen liittyy energia-, TMT- (telekommunikaatio, media ja teknologia) ja infrastruktuuritoimialoihin sekä julkiseen sektoriin.

Näihin toimialoihin liittyviä neuvonantopalveluita ovat arvonmääritykset, regulaatioselvitykset sekä rakenne- ja rahoitusjärjestelyt, joissa yritys toimii asiantuntijana joko myyjän tai ostajan toimeksiannosta. Asiantuntija 4 on toiminut yrityksessä vuodesta 2000 lähtien. Tätä ennen hän on työskennellyt eräässä energia-alan pörssiyhtiössä viiden vuoden ajan. *Asiantuntija 4:n rooli yrityskaupoissa poikkeaa muihin haastateltaviin verrattuna.* Ensinnäkin rooli asiantuntijatahona on laajempi; yritys on mukana sopimuspykälien laadinnassa, antaa juridisia ja taloudellisia neuvoja sekä tarvittaessa toimii rahoittajana. Toisaalta myös toteutettavat yrityskaupat ovat keskittyvät suurempiin yrityksiin kuin asiantuntijoiden 1, 2 ja 3 osalta. Kaikkiaan työuransa aikana asiantuntija 4 on ollut tekemisissä noin 15-20 yrityskaupan kanssa.

4.2 Yrityskauppatilanne ja –prosessi

Yrityskauppojen tekotapoja voidaan luokitella usealla eri tavalla tarkastelunäkökulmasta riippuen. Yleisin tapa teknisesti jakaa kaupat ovat *liiketoimintakauppa eli substanssikauppa ja osuuksien tai osakkeiden kauppa.* Tämä jakotapa on yleisimpiä liiketaloustieteen kirjallisuudessa ja se kävi ilmi myös jokaisessa haastattelussa. Liiketoimintakaupassa kaupankohteena on osa liiketoiminnoista ja siihen kuuluva omaisuus, kun taas osakekaupassa kaupankohteena on tietyn kokoinen osakekanta koko yrityksestä vastuineen.

Asiantuntija 1 jakoi yrityskaupat kokoluokan mukaan: *työpaikan osto/myynti ja bisneksen osto/myynti.* Ensimmäiseen luokkaan kuuluvat alle viisi henkilöä työllistävät ns. mikroyritykset, joissa tärkeänä tekijänä on turvata yrittäjälle oma työpaikka oston kautta tai myyjän näkökulmasta halutaan luopua yrityskaupan myötä työpaikasta. Bisneksen ostossa kyseessä on yleensä suuremman kokoluokan yritykset, jotka laajentavat yritystoimintaa tai myyvät tarpeettomia liiketoimintoja pois. Bisneksen osto voidaan jaotella vertikaaliseen ja horisontaaliseen. Vertikaalisessa ostossa tavoitellaan jalostusketjun hallintaa laajemmalla osa-alueelta, kun taas horisontaalisessa ostossa pyritään varmistamaan yrityksen asemaa ostamalla nykyisen toiminnan kaltaisia elementtejä yritykseen lisää. Asiantuntija 3 jakoi yrityskaupat kolmeen luokkaan: *sukupolvenvaihdokset, vapaat kaupat ja liiketoiminnan ostot.* Sukupolvenvaihdoksissa kaupat tehdään usein perheen sisällä, jolloin myyjä ei pyri saamaan yrityksestään ”viimeistä hintaa”. Vapaat kaupat tapahtuvat markkinatalouden ehtojen mukaan, jossa hintaneuvotteluilla on tärkeä rooli. Liiketoiminnan ostoissa kaupan kohteena on osa kohdeyrityksen omaisuudesta. Asiantuntija 4:n haastattelussa ilmeni jakotapa *”kahden-kauppaan” ja huutokauppaan.* Edellisessä myyjä neuvottelee alusta alkaen yhden potentiaalisen ostajan kanssa ja jälkimmäisessä myyjä kartoittaa potentiaaliset ostajat, minkä jälkeen järjestää näiden välillä tarjouskilpailun.

Huutokaupassa ulkopuolinen taho, esimerkiksi investointipankki, hoitaa käytännön valmistelut myyvän yrityksen toimeksiannosta.

Yrityskauppaan vaikuttaa sekä ostajan että myyjän kannalta monia eri tilannetekijöitä. Kaikissa haastatteluissa nousi esiin strategian merkitys siinä vaiheessa, kun yrityskauppaa aletaan harkitsemaan. Ostajan kannalta on mietittävä, mitä kaupalla haetaan. Pk-yritystasolla näyttäisi haastattelujen perusteella yleisimpänä ongelmana olevan strategian puute. Ostajalta puuttuu näkemys siitä, mitä yrityskaupalla lopulta haetaan. Kun yrityskauppaa aletaan suunnittelemaan ja toteuttamaan, saatetaan huomata, ettei henkisiä ja taloudellisia valmiuksia olekaan toteuttaa kauppaa. Asiantuntija 4:n taholta tuli selkeästi esille suurempien yritysten toteuttamien yrityskauppojen lähestymistavat. Keskeisenä taustana yrityskaupalle on kysymys: haetaanko tukijalkaa laajentamalla uusiin liiketoimintoihin vai keskitytäänkö tiettyihin osiin nykyisistä liiketoiminnoista? Asiantuntija 4:n mukaan nykysuunta on keskittyminen niihin toimintoihin, mikä osataan parhaiten. Tämä on siten yleinen syy, miksi yrityskauppoja tehdään. Globalisaation myötä tehokkuutta haetaan yrityskokoa kasvattamalla. Myös yrityksen myynti on strateginen kysymys, johon liittyy edellinen asiantuntija 4:n tuoma näkökulma. Asiantuntija 1 korosti, että myyjältäkin saattaa strategia puuttua. Myyntiin pitäisi varautua vuosia ennen suunniteltua ajankohtaa, jolloin myyntihetkeä edeltävät vuodet pitäisi keskittyä yrityksen ”myyntikuntoon laittoon”. Monikaan myyjä ei osaa ajatella, että ”mikähän ympäristössä toimiva yritys voisi olla yritykseni potentiaalinen ostaja tulevaisuudessa”. Erityisesti sukupolvenvaihdos yrityskauppamuotona on sellainen, johon aletaan valmistautumaan liian myöhään. Asiantuntija 2 puolestaan totesi, että ”suomalainen yrittäjä on moniottelija, jonka joka jalalle täytyy olla toimintaa tai alusta”. Yrityksissä olisi paljon myytävää, jos vain osattaisiin luopua ylimääräisistä toiminnoista. Asiantuntija 4 totesi, että pk-yrityksissä kyse on yrittäjätuypikyyksymyksestä: liiketoiminnoista ei luovuta, jos omiin kykyihin vähänkin uskotaan.

Yksi merkittävimmistä yrityskauppaan liittyvistä taustekijöistä on verotus, jota erityisesti asiantuntijat 2, 3 ja 4 painottivat. Verotus aiheuttaa myös ristiriidan ostajan ja myyjän intressien välillä. Myyjä pyrkii osuuksien tai osakkeiden kauppaan, joissa verotus on usein myyjän kannalta edullisempi vaihtoehto kuin liiketoimintakaupassa. Ostajan intresseissä on tarkoituksenmukaista päästä liiketoimintakauppaan. Tällöin saadaan poistopohjaa verotukseen, kun taas osakkeiden ostoa ei voi verotuksessa vähentää. Toinen merkittävä etu ostajan kannalta liiketoimintakaupassa on ulkopuolisen rahoituksen järjestäminen. Vakuudet ovat helpompia järjestää käyttöomaisuutta vastaan kuin osakekantaa vastaan. Lisäksi asiantuntija 4 nosti esille

riskin, joka sisältyy osakkeiden ostoon. Osakkeiden mukana siirtyvät myös vastuut, joita ei välttämättä tarkkaan ostohetkellä tiedetä.

Yrityskaupprosessin vaiheet riippuvat ensinnäkin siitä, tarkastellaanko prosessia myyjän vai ostajan näkökulmasta. Lisäksi prosessin etenemiseen vaikuttaa, onko kyseessä uusi yrittäjä vai ennestään yritystoimintaa harjoittava yritys. Asiantuntija 1 jakoi pääpiirteet ostajan kannalta seuraavasti:

1. Ostokohteen tai ostajan etsiminen
2. Kohteen Due diligence tai ostajan muu arviointi
3. Arvonmääritys tai kappahinnan haarukointi
4. Neuvottelut
5. Esisopimus ja sopimukset
6. Haltuunotto

Lisäksi edelliseen luetteloon asiantuntija 2 lisäsi rahoituksen järjestämisen tärkeänä osatekijänä prosessia. Asiantuntija 1 korosti, että oppikirjamallit ja käytäntö poikkeavat toisistaan. Ensinnäkin prosessin kokonaisuuden tietää vain yrittäjä ja asiantuntijat hoitavat kukin omaa erityisosa-alueetta. Tällöin ei asiantuntija välttämättä tiedä, miten syvällisesti yrittäjä on asiaa etukäteen pohtinut ja suunnitellut. Koko prosessin tuntemus ja strategia olisi yrittäjän kannalta tärkeää, mutta usein kuitenkin yksittäistekijät, kuten verotus ja arvonmääritys, ylikorostuvat. Esimerkiksi arvonmäärityksestä oletetaan, että on olemassa valmiita nopeasti sovellettavissa olevia arvonmääritysmalleja. Asiantuntija 1 kertoi esimerkin: ”Yrittäjä tuli aamupäivällä kysymään, että yritykselle pitää saada määrättyä hinta iltapäivään kello 13 mennessä”. Kiire on myös yrityskaupoille tyypillinen piirre.

Asiantuntija 3:n haastattelussa kävi ilmi, että Due diligence-tutkimus Suomessa on vielä vähäistä ja se on vasta viime vuosina yleistynyt. Tutkimus olisi ostajalle aina erittäin tarpeellinen, sillä sen avulla saadaan tarvittavaa tietoa ostokohteesta. Mikäli kyseessä on kansainvälinen ostaja, Due diligence -tutkimus tehdään aina. Jos tutkimusta ei tehdä, joudutaan yritys ostamaan enemmän tai vähemmän ”sika säkissä”. Tällöin ostajan on luotettava julkiseen tilinpäätöksen antamiin tietoihin, jolloin yrityksen laskentatoimen taso ja tilintarkastajien luotettavuus nousevat keskeiseen rooliin. Helpottavana tekijänä on ilman Due diligence -tutkimusta toteutettavassa yrityskaupassa, jos ostaja tuntee yritystä etukäteen. Ongelmaksi huonosti valmistellussa yrityskaupassa muodostuu virheiden havaitseminen vasta yrityskaupan jälkeen. Tällöin verotus on tyypillinen osa-alue, jossa tulee tappioita. Due diligence -tutkimuksen tekeminen aiheuttaa asiantuntija 4:n mukaan sen, että kaupan jälkeen ostajan on melko turha alkaa valittamaan jostain yksittäisestä kaupan ehdosta, johon hän ei ole tyytyväinen: Ostajalla

on Due diligence -prosessissa aina selonottovelvollisuus. Asiantuntija 2 puolestaan korosti, että sopimuspykälillä on tiettyä suojaa ostajalle, mutta usein väärän tiedon antaminen on vaikeaa näyttää myöhemmin toteen. Pk-yrittäjän näkökulmasta ei useinkaan ole resursseja riidellä oikeudessa, jolloin ostaja yksin jää vastaamaan tehdyistä virheistä.

Huutokauppatilanteessa, jossa usein esimerkiksi investointipankki on toteuttavana asiantuntijatahona, asiantuntija 4:n mukaan kauppaprosessin pääpiirteet koostuvat seuraavasti:

1. Hankekuvaus
2. Arvon/hinnan määrittäminen
3. Puhelinkierros potentiaalisille ostajille
4. Information Memorandumien lähettäminen
5. Saatujen tarjousten analysointi, jatkoon pääsijöiden valinta
6. Dataroom-tilaisuuden järjestäminen
7. Myyvän yrityksen johdon vastaaminen kysymyksiin
8. Sitovien ostotarjouksien laatiminen ja jättäminen
9. Jatkoneuvotteluihin pääsevien ostajien valinta
10. Kauppaehtojen neuvottelu ja sopimusten laadinta
11. Allekirjoitukset
12. Closing

Ennen prosessia myyvä yritys kilpailuttaa listan mukaiset käytännön toimet toteutettavaksi asiantuntijatahot. Hankekuvausten yhteydessä laaditaan Information Memorandum, joka on 50-100 sivua käsittävä myyntiesite yrityksestä sisältäen bisnes-kuvauksen ja keskeiset taloudelliset tunnusluvut. Edellä mainitun kaltaisen prosessin läpiviemiseen yksi vuosi on lyhyt aika, yleensä kesto on 2-3 vuotta. Prosessin jälkeen varsinainen haltuunotto jää yrityksen tehtäväksi. Kaikkiaan yrityskauppaprosessin kesto on vaikea arvioida. Usein eri asiantuntijat, kuten haastateltavista asiantuntijat 1-3, hoitavat vain tiettyä vaihetta ja osa-aluetta prosessista. Tällöin ei tarkkaan tiedetä, milloin prosessi on alkanut ja milloin se päättyy. Prosessi alkaa yrityksen strategisesta ajattelusta ja sen jälkeisistä päätöksien teosta, jolloin yrityskauppaprosessi alkamisajankohdan tietää vain yritys/yrittäjä itse.

Kenenkään haastatellun asiantuntijan rooli ei ulotu yrityskaupan jälkeiseen vaiheeseen, vaan kyseinen haltuunottovaihe on yrityksen itse tehtävä. Tällöin asiantuntijatyötä ostetaan tarvittaessa, mistä esimerkkinä on sopimuspykäliden läpikäynti tilintarkastajan kanssa. Kaikki haastateltavat korostivat haltuunoton merkitystä kaupan jälkeen. Haasteena on mm. istuttaa yritykseen uusi johtamiskulttuuri yritykseen. Käytännössä tähän vaiheeseen sisältyy paljon pettymyksiä, sillä odotettua synergiaetua ei yrityskaupan johdosta välttämättä saavuteta. Asiantuntija 2:n mukaan tehokkain tapa istuttaa uusi yritys-kulttuuri on asettaa ostavan yrityksen johtoportaan olleet henkilöt johtamaan ostettua yritystä.

Yrityskauppaa helpottavista tekijöistä kaikki haastateltavat mainitsivat strategian tärkeyden. Jos ostaja ja myyjä tietävät, mitä tekevät ja kauppa on huolellisesti suunniteltu, helpottuu prosessin läpivienti. Yrityskaupan kokonaisuuden hallinta on avaintekijä onnistumisessa. Asiantuntija 2 mukaan myös kokemus helpottaa yrityskaupan läpivientä. Yrityksen ostaessa uusia toimintoja on toinen yrityskauppa usein helpompi toteuttaa kuin ensimmäinen kauppa. Tällöin osataan arvioida mm. resurssit ja maksettava kauppahinta paremmin kuin ensimmäisellä kerralla. Asiantuntija 3:n mukaan tilanne helpottuu, jos myyjä on avoin ja hän antaa tietoa yrityksestä. Due diligence -tutkimus on myös olennaisesti helpottava tekijä yrityskaupassa. Jos kohdeyrityksellä talouden seuranta ja taloushallinto on hyvässä kunnossa sekä tilintarkastus on ammattitilintarkastajan suorittama, on yrityskauppaa helpompi arvioida prosessin eri vaiheissa.

Strategian puute on vaikeuttava tekijä prosessissa ja se on myös syynä myös epäonnistumisiin yrityskaupoissa. Lisäksi ainakin pk-yrityksissä aikajänne prosessin vientiin kuvitellaan usein liian lyhyeksi, jolloin kiire hankaloittaa asioita. Myös juridiset asiat aiheuttavat hankaluuksia pk-yrityksille. Asiantuntija 1:n mukaan joskus voi olla vaikeutena käsittää, mikä on henkilökohtaista omaisuutta ja mikä on yrityksen omaisuutta, jolloin sekaannusta tulee kaupankohteenä olevan omaisuuden erittelyssä. Syitä epäonnistumisiin yritysostoissa haastateltavat nostivat strategian puutteen lisäksi esille ylisuuren kauppahinnan, mikä osaltaan liittyy strategian puutteeseen. Ylisuuri kauppahinta on usein ympäristön virhearvioinnin seuraus. Myös puutteellisen johtotaidon katsottiin olevan syynä epäonnistumiseen. Haltuunoton yhteydessä yritysten sulautuessa voi kaikki energia mennä keskinäiseen riiteltyyn, jolloin synergiaedut jäävät saavuttamatta. Yritysostoon liittyvät vaikeudet voidaan kiteyttää asiantuntija 2:n lausuntoon: ”Sorvin ostaminen on konkreettisempi ostos kuin yrityksen osto. Yrityksen ostossa ei osata etukäteen arvioida taloudellisten ja henkisten resurssien kulumista.”

4.3 Kauppahinta ja arvonmääritys

Kaikissa haastatteluista kävi ilmi, että lopullinen kauppahinta on viime kädessä ostajan ja myyjän käymän neuvottelun tulos ja kauppahintaan vaikuttaa monta erilaista tilannetekijää. Ostajan ja myyjän taustat ovat ratkaisevia; esimerkiksi myyntitilanteessa hinnan muodostumisessa oleellisena tekijänä on se, myydäänkö yritys vapaaehtoisesti vai onko myyntiin olemassa joku pakote. Asiantuntijat mainitsivat, että vapailla markkinoilla toteutettavissa kaupoissa myyjän arvioima hinta yrityksestä on alussa lähes aina huomattavasti korkeampi, mitä taloudelliset tunnusluvut antaisivat olettaa. Alkuvaiheessa realismin esittäminen myyjälle on tärke-

ää ja tässä vaiheessa auttaa, jos myyjä asettuu ostajan rooliin. Tällöin voidaan myyjältä kysyä, paljonko hän olisi itse ostajan asemassa valmis maksamaan yrityksestä. Korkea hinta-arvio omasta yrityksestä johtuu mm. kauppaan liittyvistä tunnetekijöistä; yrityskaupan myötä myydään usein koko elämäntyö pois. Pk-yrittäjä on mahdollisesti laiminlyönyt omat eläkemaksunsa, jolloin tuleva eläke jää pieneksi. Tällöin kauppahinnalla halutaan kattaa alhaiseksi jäävää eläkettä. Kuitenkin asiantuntija 2 ja 3 näkivät, että ylisuuri kauppahinta ei ole eduksi kummallekaan kaupan osapuolelle. Pienyrittäjälle on usein tärkeää, että oma yritys menestyy myös uuden omistajan hallussa. Ostajan näkökulmasta kauppahinta voi vaihdella huomattavasti tilanteen mukaan. Asiantuntija 1:n mukaan yrityksen arvo saattaa olla esimerkiksi 50 000 euroa, mutta siitä silti voidaan maksaa 100 000 euroa. Tämä voi olla ostajan kannalta kaikista huolimatta kannattava kauppa, jos kaupalla saadaan merkittävästi vahvistettua omaa asemaa markkinoilla.

Yrityksen kauppahintaa arvioitaessa käytetään aina yrityksen tilinpäätösinformaatiota hyväksi, mutta sen täysimääräinen hyödyntäminen jää usein vajavaiseksi. Kaikki asiantuntijat luettelivat arvonmäärityksessä vieläkin esiin tulevat perinteiset, nopeasti johdettavat tavat määrittellä tilinpäätöksestä yrityksen arvo. Näistä ns. nyrkkisäännöistä esimerkkeinä ovat 3 x käyttökate, 5 x nettotulos ja vuoden liikevaihto. Kukaan asiantuntijoista ei pitänyt näitä hyvinä tapoina lähestyä arvonmääritystä, koska näissä malleissa arvo johdetaan pelkästään toteutuneen historian perusteella huomioonottamatta tulevaisuuden näkymiä. Lisäksi käyttökateesta johdettua arvoa ei voi soveltaa sellaisenaan kaikkiin yrityksiin, sillä käyttökatevaatimus riippuu täysin yrityksen toimialasta. Pelkkien nopeiden nyrkkisääntöjen käyttö arvonmäärityksessä jättää kauppankohteen taloudellisen tilan analysoinnin puutteelliseksi.

Kaikki asiantuntijat arvioivat kauppahintaa arvonmääritysmallien avulla. Yritykselle laskeaan aina sekä substanssiarvo että tuottoarvo. Substanssiarvon mukaista kauppahintaa pitivät asiantuntijat 2 ja 3 turvallisena, koska sen mukainen omaisuusmassa on yrityksessä lähes taakuvarmasti olemassa. Substanssiarvo on eräänlainen minimikauppahinta yritykselle ja se kuvaa yrityksen omaisuuden arvoa. Yrityskaupassa ollaan kuitenkin yleensä ostamassa omaisuuden sijasta tulevaisuuden potentiaalia, jolloin substanssiarvo ei ole asiantuntijoiden mukaan hyvä lähestyä kauppahinnan määrittelyä.

Asiantuntijat pitivät pääasiallisesti tuottoarvoon perustuvaa arvonmääritystä parempana tapana lähestyä kauppahinnan määrittelyä kuin tasesubstanssiin perustuvaa arvonmääristä. Kaikki haastatellut käyttivät tuottoarvolaskennassa vapaan kassavirran mallia. Vapaan kassavirran

malli on hyvä, koska se pakottaa ostajan paneutumaan asiaan tarkasti. Jotta tulevaisuuden kassavirtaennusteet pystytään laatimaan, pitää ostajalla olla selvillä strategia, jonka mukaan aikoo tulevaisuudessa toimia. Jos ostaja ei osaa kertoa arvonmäärittäystä tekeväälle asiantuntijalle, miten ja millaisia kassavirtoja on odotettavissa, voidaan siinä tapauksessa päätellä strategian olevan vajavainen. Myyjän kannalta on huomattavaa, että pääpaino myyntiä edeltävinä vuosina ei ole verotuksen minimointi. Jos veroja minimoidaan jatkuvilla investoinneilla, pienenevät vapaat kassavirrat ja sitä kautta yrityksen arvo laskee. Asiantuntija 2 mainitsi, että arvonmäärittäyksessä voidaan päästä vapaan kassavirran mallin kanssa samaan lopputulokseen yksinkertaisemmin jakamalla ennakoitu keskimääräinen nettotulos pääoman tuottovaatimuksella. Tämä ei kuitenkaan ole suositeltava tapa, koska ostajan perehtyminen asioihin voi jäädä puutteelliseksi.

Tuottoarvomalleista vapaan kassavirran mallin lisäksi ainakin asiantuntija 3 laskee myös ikuisen tuoton mukaisen arvon, jolloin nettotulos jaetaan pääoman tuottovaatimuksella. Tämä vastaa verottajan tapaa määrittää yritykselle tuottoarvo. Kukaan asiantuntijoista ei käytä lisäarvomallia arvonmäärittämisvälineenä. Lisäarvomallin käyttöä erikseen kysyttyä ilmeni, etteivät kaikki asiantuntijat täysin tunteneet mallin periaatetta. Käsitteenä siitä oli kuultu, mutta käytännössä siihen ei ole paneuduttu. Lisäarvomallin periaatetta pidettiin hyvänä, mutta se pitäisi paremmin tuoteistaa, jotta sitä voitaisiin käytännössä paremmin soveltaa. Kuitenkin käytännössä arvon- ja hinnanmäärittäyksessä käytetään samoja elementtejä, mitä lisäarvomalli sisältää. Kukaan asiantuntijoista ei arvioi lopullista yrityksen arvoa pelkästään vapaan kassavirran mallin mukaan, vaan aina yrityksen arvoa peilataan myös sen substanssiarvoon. Lisäarvomallissa yrityksen arvon muodostuu sen oikaistun taseen eli substanssin ja tulevaisuuden tuottoennusteiden perusteella.

Asiantuntija 4 korosti arvonmäärittäyksessä toimialakohtaisuutta. Arvonmäärittämismenetelmät pitää tuntea, jotta niitä osataan soveltaa oikein kussakin tilanteessa. Kun kyseessä on listautumaton yhtiö, pyritään arvonmäärittäystä varten etsimään tietoa vertailukaupoista. Vertailua tehdään saman toimialan pörssi-yhtiöiden markkinahintoihin, joista ei kuitenkaan suoraan voida arvoa määrittellä. Asiantuntija 4 mainitsi ns. harmaan alueen, joka vallitsee vertailtaessa pörssi-yhtiön ja listautumattoman saman toimialan yhtiöitä. Ostajan kannalta pörssiosakkeet ovat likvidejä, kun listautumattoman yhtiön osakkeet eivät ole likvidejä. Näin ollen listautumattoman yhtiön osakkeiden hankkiminen on suurempi riski kuin pörssi-yhtiön osakkeiden hankkiminen. Tämän vuoksi laskennassa on käytettävä ns. likviditeetti-premiota.

Vapaan kassavirran mallin käyttöön liittyy myös ongelmia. Asiantuntija 2 mainitsi, että tuottoarvoa ostajan on vaikea ymmärtää, kun esimerkiksi substanssiarvo on helposti ymmärrettävä ja konkreettinen. Esille tuli vapaan kassavirran mallin ongelma siitä, että se ei huomioi tasesubstanssia, vaan arvo muodostuu pelkästään ennustettavista kassavirroista. Tällöin esimerkiksi tulevaisuuden investointien arvioiminen vaikuttaa oleellisesti lopputulokseen. Jos myyjä on laiminlyönyt korvausinvestoinnit kauppaa edeltävinä vuosina, saattavat myös ennustetut investoinnit jäädä liian alhaiselle tasolle. Liian alhaiseksi arvioitu investointitaso aiheuttaa yritykselle liian korkean laskennallisen arvon. Myös käyttöpääoman muutoksen arviointi, mikä muodostuu vaihto-omaisuuden, myyntisaamisten ja ostovelkojen muutoksesta, vaikuttaa yllättävän paljon yrityksen arvoon. Asiantuntija 3 kertoi esimerkkinä ”IT-kuplan”, jossa IT-alan pörssiosakkeiden arvo vuosituhannenvaihteessa perustui täysin tulevaisuuden tuotto-odotuksiin, eikä yritysten arvo vastannut niiden sen hetkistä tuloksenteekokykyä. Tässä mielessä vapaan kassavirran malliin perustuva arvonmääritys on huono. Toinen asiantuntija 3:n nostama ongelma arvonmääritysmallien käytöstä liittyy 1990-luvun alun lamaan. Tällöin arviotaessa yritysten arvoa käyttivät konsultit arvonmääritysmalleja väärin. Monessa tapauksessa yrityksen arvo laskettiin substanssiarvon ja tuottoarvon summana, mikä on väärä tapa määrittää yritykselle arvoa. Tuottoarvon mukaan laskettu arvo sisältää tasesubstanssin, eikä tällöin substanssiarvoa tule laskea tuottoarvon lisäksi yrityksen arvoon. Asiantuntija 1 nosti esille tilanteen, jossa vuosikymmeniä toiminut yritys on kasvattanut varallisuuttaan ja siten substanssiarvoaan tasaisesti hankkimalla esimerkiksi ydinliiketoimintaan kuulumattomia sijoituskiinteistöjä. Tällöin varsinaisen liiketoiminnan tuotto jää alhaiseksi ja yrityksen kiinnostavuus ostokohteena laskee.

Tilinpäätösinformaation käsittely arvonmäärityksessä oli asiantuntijoilla 1, 2 ja 3 samankaltainen. Asiantuntijat 2 ja 3 korostivat, että pk-sektorilla on merkitystä sillä, kuka hoitaa kirjanpidon ja tilintarkastuksen. Koska eri toimijoiden joukko kyseisellä alalla on suhteellisen vähäinen, tuntevat he melko hyvin toistensa toimintatavat. Jos kaupankohteella on luotettavaksi tunnettu kirjanpitäjä ja tilintarkastaja, luo se uskottavuutta yrityksen tilinpäätösaineistoon. Kohdeyrityksen toteutuneet tilinpäätökset asiantuntijat 1, 2 ja 3 tutkivat 3-5 vuoden osalta. Tilinpäätösoikaisuista tärkeimmäksi osoittautui yrittäjäpalkan oikaisu, joka pk-sektorilla on lähes ainoa oikaisutoimenpide. Tämä on tärkeää erityisesti henkilöyhtiöiden osalta, jossa yrittäjät harvoin maksavat itselleen palkkaa, mutta myös pienten osakeyhtiöiden osalta. Osakeyhtiössä operatiiviseen työhön osallistuva yrittäjä saattaa nostaa minimaalisen palkan itselleen tai jättää palkan kokonaan nostamatta, jolloin nostetut osingot ovat palkkaa

korvaava tekijä. Lisäksi taseen omaisuusosat käydään läpi ja niihin tehdään tarvittavat korjaukset. Asiantuntija 3:n mukaan käyttöomaisuus on arvioitava aina erikseen, mutta vaihto- ja rahoitusomaisuus ovat yleensä lähellä niiden oikeaa arvoa. Myös piilevät verovelat on huomioitava. Asiantuntija 4:n tilinpäätöksen käsittely poikkeaa muiden haastateltujen tavasta. Laaditussa Information Memorandumissa on esitelty 3-5 vuoden tilinpäätös. Varsinaisia oikaisuja ei asiantuntijan 4 toimesta tehdä, vaan ideana on mallintaa bisnes, jossa huomioidaan yrityskokonaisuuden toimivuus. Pääpainona on tulevien vuosien toimintastrategia ja ennusteiden luominen sen mukaan.

Asiantuntijat 1, 2 ja 3 laativat ennusteet 3-5 vuotta eteenpäin ja asiantuntija 4 laskeessaan infrastruktuurialalla toimivan yrityksen arvoa laatii ennusteet 20 vuotta eteenpäin. Ennustevuosille laaditaan useita vaihtoehtoislaskelmia. Asiantuntija 1 laskee 5-7 eri versioita, joissa käyttää muuttuvina tekijöinä liikevaihdon kehitystä, kustannusrakennetta, rahoitusrakennetta, investointitarpeita sekä korkokantaa. Asiantuntija 4 korosti kasvunäkymien merkitystä arvonmäärityksessä ja sen vuoksi täytyy tehdä laskelmista herkkyyssanalyysjä. Jäännösarvosta asiantuntija 2 totesi, että sen määrittäminen vaikuttaa lopputulokseen oleellisesti. Hän johtaa jäännösarvon viiden vuoden perusteella ennustejakson jälkeen. Asiantuntija 4 johtaa jäännösarvon viimeisen ennustevuoden käyttökatteesta. Asiantuntija 3 ei huomioi jäännösarvoa arvonmäärityksessä, vaan kokonaisarvonmääritys perustuu tältä osin enemmän kokemukseen.

Laskentakorko vaikuttaa yrityksen arvoon. Vain asiantuntija 4 mainitsi selvästi, että korkokannan määrittäminen perustuu Cap-malliin ja hän korosti yrityksen tavoitteellista pääomarakennetta laskelmissa. Myös muiden asiantuntijoiden ajatus korkokannasta perustuu Cap-malliin, mutta niitä sovelletaan vapaammin. Asiantuntija 1 totesi, että korkokanta on abstrakti käsite ja sitä tulee peilata yrityksen historian pääoman tuottoon. Asiantuntija 2 käyttää ns. perustomialoilla 10 %:n laskentakorkoa ja herkällä IT-alalla 20-25 %:n laskentakorkoa. Hän totesi, että korkokanta on laskijasta kiinni. Tällöin korkokannan muodostumiseen vaikuttaa ostajan näkökulma; ollaanko ostamassa työpaikkaa vai onko kyseessä sijoituskohde? Asiantuntija 3 ottaa skaalan esimerkiksi 6-15 %:n välillä. Tältä väliltä lasketaan yritykselle arvo joka toisella prosenttiluvulla, jolloin saadaan yritykselle monta arvoa. Tällöin saadaan esiin käytetyn korkokannan vaikutus yrityksen arvoon. Lopullinen korkokanta määräytyy tapauskohtaisesti arvioidun riskin perusteella. Kaikkiaan haastatteluista kävi ilmi, että laskelmia tehdään useita versioita, joissa käytetään vertailtavuuden vuoksi useita eri laskentakorkoja.

Yleisenä ongelmana arvonmäärittämissä käytössä koettiin ennustamisen vaikeus. Asiantuntija 3 totesi, että koska muuttujia on paljon ja malleja on useita, on mahdoton saada laskettua yritykselle absoluuttisen oikeaa arvoa. Hän painotti arvion tekijän kokemuksen merkitystä arvon määrittämisessä: ”Ei riitä, vaikka miten hyvin hallitsee teorian ja osaa kaavat, kokemus ratkaisee”. Asiantuntija 1 totesi, että arvonmäärittämissä mallit ovat melko kömpelöitä ja siten ongelmaksi muodostuu se, maltetaanko kaikissa tilanteissa tehdä ostajan tai myyjän kanssa tarpeeksi perusteellista arvonmäärittästyötä. Arvioitaessa arvonmäärittäksen osuutta yrityksen lopullisessa kauppahinnan muodostumisessa voidaan todeta, että teoreettisella arvonmäärittäksellä on kauppahinnalle suuntaa antava rooli. Lopullinen kauppahinta riippuu siitä, mitä ostaja on valmis maksamaan ja millä hinnalla myyjä on valmis myymään. Asiantuntija 4:n mukaan hinta on aina kohdallaan, sillä se on neuvottelun tulos. Ostajan osalta usein ratkaisevaa on rahoituksen järjestäminen ja myyjän osalta ratkaisevana tekijänä on oman päätöksenteon kiireellisyys kaupan suhteen. Kuitenkin haastattelujen perusteella voidaan todeta, että arvonmäärittäminen ja hinta ovat toisiinsa selvässä yhteydessä. Laskelmien rooli on perustella asioita; miksi yritys ei ole luultua arvokkaampi tai miksi yrityksestä ei kannata maksaa enempää. Asiantuntijoiden 3 ja 4 haastatteluista kävi ilmi, että jos kauppaan perehdytään huolella ja käytetään ajoissa mahdollisimman pitkäkestoista asiantuntija-apua, ei yrityksen laskennallinen arvo ja hinta poikkea toisistaan kovinkaan paljon. Asiantuntija 4 totesi, että mikäli yrityksestä maksetaan sen arvoon nähden korkeampaa hintaa, täytyy tällöin saada aikaan synergiaetua laskettua enemmän tai laskenta-ajan toteutunut korkokanta täytyy olla laskettua alhaisempi.

4.4 Yhteenveto haastatteluista

Yleisin tapa teknisesti jakaa yrityskaupat on liiketoiminta- eli substanssikauppa ja osuuksien tai osakkeiden kauppa. Verotusnäkökulmasta myyjän intressi on pyrkiä osuuksien tai osakkeiden kauppaan, kun taas ostajan intresseissä on pyrkiä liiketoimintakauppaan. Verotuksen lisäksi ostajan näkökulmasta liiketoimintakaupan etuja ovat helpompi rahoituksen järjestäminen ja myyjän vastuiden siirtyminen ostajalle rajatumminkin. Lisäksi yrityskaupat voidaan jakaa kokoluokan mukaan. Työpaikan ostajat tai myyjät edustavat tyypillisesti pienyrityksiä, kun taas bisneksen ostajat tai myyjät ovat kookkaampia yrityksiä. Sukupolvenvaihdos kauppa- muotona poikkeaa vapailla markkinoilla toteutettavasta kaupasta siinä mielessä, että kauppahinnat ovat alhaisempia johtuen kaupan osapuolten sukulaisuussuhteesta. Yleensä kaupasta neuvotellaan tietyn ostajatahon kanssa, mutta varsinkin keskisuurissa ja suurissa yrityksissä menetelmänä voi olla huutokauppa, jossa on useita eri ostajaehdokkaita.

Yrityskauppaan valmistauduttaessa toimintastrategia pitää olla selvillä. Tämä kävi selvästi ilmi kaikissa haastatteluissa. Strategian puute korostuu pienyritysten osalta ja silloin, kun ollaan ostamassa yrittäjälle itselleen työpaikkaa. Keskisuurissa ja suurissa yrityksissä yrityskaupat liittyvät lisätoimintojen hankkimiseen ja nykyisten toimintojen tehostamiseen tai ylimääräisten toimintojen karsimiseen. Tällöin strategisena taustana on tukijalkojen hakeminen uusiin liiketoimintoihin tai keskittyminen ydintoimintoihin. Näistä nykyajan suuntaus keskisuurissa ja suurissa yrityksissä on keskittyminen ydintoimintoihin, kun taas pienyritykset luottavat omaan monialaosaamiseensa.

Yrityskauppaprosessissa helpottavana tekijänä on osapuolten selkeä strategia ja tieto siitä, mitä yrityskaupalla haetaan. Yrityskaupan kokonaisuuden hallinta on avaintekijä kaupan onnistumisessa. Myös kokemus helpottaa prosessin läpivientiä; yrityksen suorittamassa toisessa yritysostossa onnistutaan yleensä paremmin kuin ensimmäisessä yritysostossa. Kaupan osapuolten avoimuus ja Due diligence -tutkimus ovat prosessia helpottavia tekijöitä. Vastaavasti hankaloittavina tekijöinä prosessissa on strategian puute, joka voi ilmetä ympäristön virhearvojen vuoksi maksettuna ylisuurena kauppahintana. Lisäksi varsinkin pienyritysten keskuudessa yrityskauppaan herätään liian myöhään ja prosessin aikajänne kuvitellaan liian lyhyeksi. Yrityskauppojen epäonnistumiseen vaikuttaa lisäksi johtotaidon puute. Tämä kulminoituu yleensä epäonnistumiseen haltuunotossa, jolloin yritys ei alakaan toimimaan halutulla tavalla. Yrityskaupalla toivottua synergiaa ei saavutetakaan ja synergia voi käänntyä negatiiviseksi.

Kauppahinta on aina ostajan ja myyjän käymän neuvottelun tulos, johon vaikuttavaa oleellisesti kummankin osapuolen taustat ja neuvotteluasema. Tekninen arvonmääritys liittyy aina kauppahinnan määrittelyyn, jolloin yrityksen arvo ja kauppahinta ovat selvästi yhteydessä toisiinsa. Jos yrityskauppaan, tilinpäätösinformaatioon ja toimintastrategian laadintaan asiantuntijan avulla on paneuduttu riittävän tarkasti, poikkeavat yritykselle ”haarukoitu” arvo ja lopullinen kauppahinta toisistaan suhteellisen vähän. Arvonmäärityksen yhteydessä tehtävillä laskelmilla on kauppahinnalle suuntaa antava rooli neuvottelujen pohjaksi. Lisäksi laskelmilla on selittävä rooli, jolloin niillä perustellaan asioita kaupan osapuolille.

Yritykselle lasketaan sekä substanssiarvo että tuottoarvo, joista jälkimmäistä pidetään parempana tapana. Syynä tähän on, että yrityskaupassa ollaan ostamassa yleensä tuottokykyä eikä omaisuutta. Tuottoarvomalleista kaikki asiantuntijat käyttivät vapaan kassavirran mallia, jonka etuna on se, että se pakottaa pohtimaan yrityksen toimintastrategiaa. Mallin heikkoutena on, ettei se huomioi yrityksessä olevaa omaisuutta. Tämän vuoksi vapaan kassavirran mallilla

laskettua yrityksen arvoa verrataan sen substanssiarvoon. Ongelmaan vapaan kassavirran mallille on sen antamien tulosten herkkyyden eri muuttujille, jolloin asiat pitäisi osata arvioida oikein. Tämän vuoksi laskelmia tehdään useita, jolloin voidaan peilata eri muuttujien vaikutusta yrityksen arvoon.

Tilinpäätösinformaatiolla on keskeinen rooli arvonmäärityksessä. Yrityksen laskentatoimen, kirjanpitäjien ja tilintarkastajien taso luo pohjaa tilinpäätösinformaation luotettavuudelle. Tilinpäätökset käydään läpi 3-5 vuoden ajalta ja usein tehdään tarvittavat oikaisut. Tärkeimmät oikaisut ovat yrittäjäpalkan oikaisu ja käyttöomaisuuden käyvän arvon määrittäminen. Tuottoarvoa määriteltäessä laaditaan ennusteet toimialakohtaisesti, yleensä 3-5 vuotta eteenpäin. Jäännösarvolla on merkittävä osuus lopputuloksen kannalta ja sen arviointi osoittautui hyvin monipuoliseksi. Jäännösarvo johdetaan viimeisen ennustevuoden käyttökatteesta tai jäännösarvo arvioidaan tietyiltä vuosilta ennustekauden jälkeen. Vaihtoehtoisesti jäännösarvoa ei lasketa ollenkaan, vaan yrityksen arvo muodostuu ennustekauden arvoa peilaamalla yrityksen substanssiarvoon ja asiantuntijan kokoemukseen. Laskelmissa käytetään useaa eri korkokantaa, jolloin nähdään koron vaikutus arvoon. Ajattelun taustana korkokannan muodostumisessa on Cap-malli, mutta laskentakorkoa peilataan myös yrityksen historialliseen tuottoon.

5 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä tutkielmassa etsittiin selitystä siihen, miten arvonmääritysmenetelmiä käytetään ja sovelletaan yrityskauppatilanteessa ja kauppahinnan määrittelyssä. Lisäksi arvioitavana oli, kuinka kauppahinnan määrittelyä tulisi lähestyä ja mikä merkitys on muilla kuin liiketaloudellisilla tekijöillä kauppahinnan muodostumisessa. Tutkielman alussa on käsitelty yrityskauppaan liittyviä tilannetekijöitä, jotka vaikuttavat kauppahinnan muodostumiseen. Tämän jälkeen on perehdytty arvonmääritysprosessiin perehtymällä kirjallisuudessa esitettyihin teorioihin. Arvonmääritysprosessin jälkeen on käyty läpi liiketaloustieteen kirjallisuudessa esiintyvät yleisimmät arvonmääritystavat ja -mallit. Arvonmääritysprosessiin ja -menetelmiin liittyvän teorian avulla on tunnistettu eri muuttujat, jotka vaikuttavat yrityksen liiketaloudellisen arvon muodostumiseen. Empiirisessä osuudessa on haastateltu neljää asiantuntijaa, joilla on kokemusta yrityskaupoista ja siihen liittyvästä arvonmäärityksestä. Tutkielma on käytännön ja teorian vuoropuhelua, jonka avulla on haettu selityksiä yrityksen liiketaloudellisen arvon ja kauppahinnan muodostumiseen.

Yleisenä johtopäätöksenä yrityksen kauppahinnan määrittelystä voidaan päätellä, että kaikki vaikuttaa kaikkeen. Kauppaan liittyy paljon muita kuin liiketaloudellisia tekijöitä, jotka ohjaavat kauppaprosessin kulkua ja kauppahinnan muodostumista. Lisäksi arvon määrittelyyn liittyy paljon eri muuttujia ja harkinnanvaraisuuksia, ettei millään arvonmääritysmenetelmällä saada selville absoluuttisen oikeaa arvoa ja kauppahintaa. Arvonmääritys on kuitenkin tärkeässä roolissa yrityskauppaprosessissa, koska se antaa perusteen yrityksen kauppahinnaksi kauppahintaneuvotteluihin. Jos arvonmääritysprosessi käydään huolella läpi, on sillä myös asioita selittävä ja perusteleva rooli. Näyttää siltä, että yrityskaupassa hyvään lopputulokseen pääsemiseksi auttaa, jos sen eri vaiheissa käytetään pitkäkestoista asiantuntija-apua hyödyksi. Prosessi on kokonaisuutena laaja, eikä sen läpivienti ilman ulkopuolista apua onnistu. Asiantuntija-avun käyttö pienyrityksissä voi olla vähäisempää, koska asiantuntijan avun käyttö koetaan taloudellisia resursseja kuluttavaksi tekijäksi. Jos asiantuntija-apu laiminlyödään, törmätään myös ongelmiin helpommin. Yrityskauppatilanteessa ostaja ei yleensä tunne kohdeyritystä. Tällöin Due diligence -tutkimus ja siinä yhteydessä käytettävä asiantuntija-apu ovat tärkeässä roolissa onnistuneen yrityskaupan läpiviennissä.

Seuraavissa kappaleissa on esitetty johtopäätöksiä yrityskauppatilanteen sekä arvonmääritysprosessin ja -mallien vaikutuksista yrityksen arvon ja kauppahinnan määrytymiseen.

5.1 Yrityskauppatilanteen vaikutukset

Kaupankohteen koko vaikuttaa merkittävästi ja monella tavalla yrityskaupprosessiin. Jos kyseessä on esimerkiksi alle kymmenen henkilöä työllistävä pienyritys, on myyjän kannalta panoksena usein oma elämäntyö ja ostajan kannalta ollaan ostamassa työpaikkaa. Tällöin prosessiin vaikuttavat liiketaloudellisten tekijöiden lisäksi myös tunnetekijät. Pienyritysten osalta usein on kyseessä ainutkertainen tilanne, jolloin kokemattomuus vaikuttaa kauppatilanteeseen. Myyjä on mahdollisesti perustanut itse yrityksen ja kasvattanut sitä vuosikymmenien ajan, jolloin tilanteen ainutkertaisuuden vuoksi ei välttämättä osata arvioida kauppahintaa liiketaloudellisin perustein. Ostajalle yrityskauppa on vaihtoehto oman yrityksen perustamiselle ja myös hänelle eteen tuleva yrityskauppa on ainutkertainen tilanne. Tällöin on mahdollista, että ostaja ei osaa tehdä oikeita tilanearvioita, mikä puolestaan vaikuttaa yrityskaupan onnistumiseen.

Siirryttäessä yritysten kokoluokassa keskisuuriin ja suuriin yrityksiin, muuttuu myös yrityskaupan luonne. Tällöin kauppvoja tehdään enemmän bisnes-pohjaisesti verrattuna pienyrityksiin liittyviin kauppoihin. Usein kauppakohtena on jonkun liiketoiminnan osa-alueen kauppa tai tietyn yhtiön osakkeet, jolloin kaupan myötä sekä myyjä että ostaja haluavat vahvistaa omaa asemaansa markkinoilla. Ostavan yrityksen kannalta yrityskauppa on vaihtoehtona yrityksen kasvattamiselle sisäisiä teitä pitkin. Yrityskauppa on nopeampi, mutta kalliimpi tapa hakea kasvua. Pienyrityksiin verrattuna yrityskaupoista on usein aiempaa kokemusta, mikä helpottaa prosessin onnistunutta läpivientä.

Oikea strategia on avainasemassa kaikissa yrityskaupoissa. Tämä nousi selvästi esiin sekä kirjallisuudessa että haastatteluissa. Pienyritysten kaupoissa haastattelujen perusteella kävi ilmi, että ongelmana on strategian puute: ei tiedetä mitä ostetaan ja miksi. Myyntitilanteessa ongelmana tuntuisi olevan, että pienyrittäjä ”ei osaa eikä ymmärrä” myydä kannattamattomia liiketoimintoja pois. Tähän perusteluna lienee tunnetekijöiden lisäksi turvallisuuden tunne, kun toiminnalla on useampi tukijalka. Kaikkiin yrityskauppoihin liittyy vaara, että valittu strategia on ollut väärä. Ympäristön virhearvioinnin vuoksi on saatettu maksaa liian korkea kauppahintaa, jolloin yritys voi joutua taloudellisiin vaikeuksiin.

Kaupankohteen koon lisäksi yrityskauppatilanteeseen vaikuttaa sekä myyjän että ostajan tilanne. Myyjän osalta kauppahinnan neuvotteluasemaan vaikuttaa, onko myynti vapaaehtoinen vai onko ratkaisut tehtävä pakon edessä. Vararikon uhatessa myyjä tuskin saa neuvoteltua yri-

tyksestä optimaalista hintaa. Nopean päätöksentekotilanteen voi aiheuttaa myös inhimilliset tekijät, kuten yrittäjän sairastuminen, jolloin optimaalinen kauppahinta jää saamatta. Jos myyjä on valmistautunut vuosia oman yrityksen myyntiin ja tällöin on keskitytty talouden ja liiketoimaisuuden myyntikuntoon laittamiseen, auttaa se myyjää kauppahintaneuvotteluissa. Ostajan kannalta rahoituksen järjestymisen on ratkaisevassa roolissa. Rahoituksen järjestymisen tiettyyn rajaan on myös yläraja kauppahinnalle. Mikäli myyjä ei tyydy kyseiseen hintaan, ei kauppa toteudu ja ostajan on etsittävä muita tapoja toteuttaa strategiaansa. Sekä myyjän että ostajan asemaan yrityskauppatilanteessa vaikuttavat myös yrityksen ulkopuoliset tilannetekijät. Esimerkiksi kilpailutilanne voi olla sellainen, että yrityksestä kannattaa maksaa melkein mitä tahansa tai siitä kannattaa luopua alemmallakin hinnalla. Yrityskauppoihin voi liittyä myös mahdollisuus ”ilmaisiin lounaisiin”; huonossa talouden suhdannetilanteessa edulliset yritysostot voivat myöhemmin osoittautua todella kannattaviksi.

Verotus hallitsee yrityskauppaprosessia ja vaikuttaa oleellisesti kaupan toteutustapaan. Haastattelut ja kirjallisuus olivat täysin samoilla linjoilla myyjän ja ostajan intresseistä; osuuksien kauppa tai osakekauppa on myyjän kannalta edullisempi ratkaisu ja liiketoimintakauppa on ostajan kannalta edullisempi ratkaisu. Koska liiketoimintakauppa on yleensä myyjälle epäedullisempi ja ostajalle puolestaan edullisempi tapa toteuttaa kauppa, voisi päätellä liiketoimintakaupan olevan yrityksen kauppahintaa nostavana tekijänä. Vastaavasti osuuksien tai osakekaupan osalta tilanne on päinvastainen; toteutustapana sillä on kauppahintaa laskeva vaikutus. Osuuksien tai osakekaupan kauppahintaa laskevaa vaikutusta tukee verotuksen lisäksi ulkopuolisen rahoituksen vaikeampi järjestymisen ostajalle. Lisäksi osuuksien ja osakkeiden mukana siirtyvät kaikki yrityksen vastuut, mikä on ostajalle kauppahintaa alentava riskitekijä.

5.2 Arvonmääritysprosessin ja -mallien vaikutukset

Ostettavan yrityksen tilinpäätösinformaatio on keskeisessä asemassa muodostettaessa käsitystä kauppahinnasta. Pienyrityksissä ovat usein rajalliset resurssit, jolloin taloushallinnon tasosta saatetaan joutua tinkimään. Kun lisäksi huomioidaan, ettei tilintarkastusta välttämättä ole tehty ammattitilintarkastajan toimesta, on pienyritysten tilinpäätösinformaatioon suhtauduttava kriittisemmin kuin keskisuuren tai suuren yrityksen. Toteutuneiden tilinpäätösten määrää tutkittaessa on käytettävä tapauskohtaista harkintaa. 3-5 vuotta on sekä kotimaisen liiketaloustieteen kirjallisuuden että haastatteluiden perusteella yleensä sopiva tarkastelujakso. Sen sijaan Copeland ym. (1996) ja Laitisen (2002) suositukset 6-10 vuoden tarkastelujaksoista ovat

tarpeettoman pitkiä yrityskauppatilanteessa. Pitkä tarkastelujakso sopii paremmin esimerkiksi analyytikoille, jotka ennakoivat pörssikurssien kehitystä. Kohteena ovat tällöin suuryritykset ja analyytikot joutuvat tekemään johtopäätöksiä täysin ulkoisen informaation perusteella. Yrityskauppatilanteessa taloudellista informaatiota saadaan tilinpäätösten lisäksi suoraan kohdeyrityksen johdolta.

Tilinpäätösten oikaisua käytännön yrityskauppatilanteessa ei tehdä yhtä perusteellisesti, mitä kirjallisuudessa on esitetty. Oikaisuja tehtäessä on mietittävä, mikä on olennaista. Olennaisia oikaisuja näyttäisi olevan ainakin yrittäjän työpanoksen huomioiminen, käyttöomaisuuden uudelleen arvostaminen, piilevien verovelkojen ja kertaluontoisten erien huomioiminen. Huomioita on kiinnitettävä erityisesti poikkeaviin tilikausiin, mikä kävi ilmi sekä kirjallisuudesta että haastatteluista. Oikaisujen määrä on pienempi käytännössä myös siksi, että yrityskaupan kohteena on usein pk-yritys, jolla ei paljon ole oikaisukohtia tilinpäätöksessä. Kirjallisuudessa esiintyviä oikaisumenetelmiä käyttävät pörssianalyytikot, jotka analysoivat suuryrityksiä. Suuryritysten tilinpäätökset sisältävät enemmän oikaisukohtia kuin pk-yritysten tilinpäätökset. Oikaisuja pohdittaessa yrityskauppatilanteessa on myös mietittävä, kuinka paljon painoa arvonmäärityksessä voidaan asettaa tilinpäätöshistorian analysoinnille. Tällöin ratkaisevana tekijänä on toimialakohtaisuus. Perinteisessä prosessiteollisuudessa tilinpäätöshistoriasta voidaan tehdä luotettavammin johtopäätöksiä kuin esimerkiksi elektroniikka- ja IT-toimialoilla.

Jotta tulosta pystytään ennustamaan, on yrittäjän tuotto-odotuksia peilattava yrityksen historialliseen ja saman toimialan taloudellisiin tunnuslukuihin. Jos yrittäjän odotukset poikkeavat vertailutunnusluvusta, on poikkeamille löydettävä selvä peruste. Jos yrityksen tulosennusteet ovat parempia kuin toimialalla keskimäärin, täytyy yrityksellä olla joku merkittävä kilpailuetu. Ennustejakson pituus, josta yrityksen arvo johdetaan, pitää harkita yrityksen toimialan ja toimintastrategian mukaan. Kolmen vuoden pituinen ennustuskausi esiintyi muutamassa haastattelussa. Jos yritys tekee merkittävän laiteinvestoinnin, se todennäköisesti laskee investoinnin tuottoennusteet lähes yhtä pitkiksi kuin laitteen poisto aika. Koska yritysosto on investointi, tuntuu siten kolmen vuoden ennustejakso liian lyhyeltä tarkasteluajalta. Sen sijaan Copelandin ym. (1996) käyttämä kymmenen vuoden jakso tuntuu puolestaan käytännön tilanteessa pitkältä ajanjaksolta, sillä asioiden ennustettavuus heikkenee mentäessä ajassa eteenpäin. Toimialakohtaisuus on aina muistettava; esimerkiksi infrastruktuuri-toimialalla tehtävät investoinnit ovat yleensä pitkävaikutteisia ja siten pitkä ennustejakso on perusteltu.

Jäännösarvolla on merkittävä vaikutus yrityksen arvoon. Nopeasti kasvavilla toimialoilla saat-
taa ennusjakson tuoma arvo voi olla negatiivinen, jolloin yrityksen arvo muodostuu yksin-
omaan sen jäännösarvosta. Jäännösarvon määrittämiseen on runsaasti erilaisia tapoja liiketa-
loustieteen kirjallisuudessa. Copeland ym. (1996) esittelivät useita vaihtoehtoisia ja melko
monimutkaisia tapoja määrittää jäännösarvo, kun taas Leppiniemellä oli (1999) oli pelkiste-
tymppi tapa lähestyä asiaa. Haastateltavista kaikilla oli hiukan erilainen tapa laskea jäännösar-
vo; se jätettiin jopa laskematta erään haastateltavan osalta. Tästä voitaneen päätellä, että jään-
nösarvon laskentaan ja johtopäätösten tekoon on suhtauduttava varauksella ja laskennassa oli-
si hyvä käyttää useita vaihtoehtoisia laskentatapoja.

Laskentakoron määrittäminen on hankala ja lopputuloksen kannalta merkittävä tekijä. Kaikis-
ta vahvin ja yleisin teoria koron laskennalle perustuu Cap-malliin, joka on myös käytännön
arvonmäärittämisilanteen taustana. On kuitenkin huomioitava, että Cap-malli perustuu sijoittajan
näkökulmaan. Pörssiyhtiöiden osakkeita ostettaessa voidaan tuottovaatimus laskea Cap-mallin
mukaan, sillä osakkeet ovat likvidejä. Jos yhtiön tuotto ei tyydytä, voidaan osakkeet myydä
pois ja sijoittaja voi etsiä tuottoisampia sijoituskohteita. Yrityskauppatilanteessa tämä sääntö
ei päde, kun kyseessä on pk-yritys tai muu listautumaton yritys. Pienyrityksen omistaja on
esimerkiksi saattanut pantata yrityksen rahoituksen vakuudeksi henkilökohtaista omaisuutta,
jolloin hän ei voi myydä yritystä yhtä joustavasti kuin osakesijoittaja pörssiosakkeita. Korko-
kanta laskelmissa on subjektiivinen tekijä ja viime kädessä koron määrittäminen on laskijasta
kiinni. Laskelmia kannattaa tehdä useilla eri korkokannoilla, kuten haastatteluissa ilmeni.
Korkokannassa on huomioitava riskitekijät ja sitä tulee peilata yrityksen historialliseen tuot-
toon ja tuottotavoitteisiin.

Teknisesti arvonmäärittäystä lähestytään substanssiarvon ja tuottoarvon laskennan kautta. Sub-
stanssiarvo lasketaan aina, koska se kuvaa yrityksen alhaisinta myyntihintaa. Lisäksi yritys-
kauppaan liittyvää verotusta varten substanssiarvon laskeminen on perustelua. Substanssiar-
voa parempana menetelmänä sekä kirjallisuudessa että haastatteluissa pidettiin tuottoarvon
perustuvaa arvonmäärittäystä. Yrityskaupan yhteydessä ei olla ostamassa pelkkää omaisuutta
vaan tulevaisuuden potentiaalia. Tuottoarvon mukaisista arvonmäärittäsmalleista liiketalous-
tieteen kirjallisuudessa yleisesti esitellään osinkoperusteinen malli, vapaan kassavirran malli
ja lisäarvomalli. Osinkoperusteinen malli on tuottoarvopohjaisten mallien ensimmäisiä sovel-
luksia, mutta sitä ei pidetä hyvänä tapana lähestyä arvonmäärittäystä. Vapaan kassavirran mal-
lin ja lisäarvomallin käyttö on kirjallisuuden perusteella suositeltavaa arvonmäärittäyksessä.

Mallien ennustekykyyhin liittyvien tutkimusten ja muun liiketaloustieteen kirjallisuuden perusteella voidaan päätellä, että lisäarvomalli olisi parempi tapa lähestyä arvonmäärittystä kuin vapaan kassavirran malli.

Yllättävää on, että käytännössä lisäarvomallia ei kuitenkaan laajemmin käytetä. Kukaan haastateltavista ei käyttänyt lisäarvomallia ja mallin teoriakin oli vaihtelevasti tiedostettu. Haastateltavat kuitenkin pitivät mallin teoriaa hyvänä, koska se huomioi tuottokyvyn lisäksi yrityksessä olemassa olevan omaisuuden. Kuten eräästä haastattelusta ilmeni, lisäarvomalli pitäisi tuotteistaa asiantuntijoille käyttökelpoiseksi työvälineeksi, jolloin sen soveltaminen olisi käytännössä laajempaa.

Yrityksen laskennalliseen arvoon vaikuttaa moni eri muuttuja. Tämän vuoksi laskennalla ei saada yhtä absoluuttisen oikeaa arvoa, vaan laskelmaversioita on tehtävä useita. Eri versioissa muuttujia on vaihdeltava, jolloin saadaan selvitettyä niiden vaikutus arvonmäärittelyn lopputulokseen. Laskelmaversioiden perusteella yrityksen arvoksi muodostuu vaihteluväli, ”haarukka”, jossa on ala- ja yläraja. Laskelmia tulee aina suhteuttaa kuhunkin tilanteeseen sopivaksi ja niitä pitää osata tulkita oikein.

LÄHTEET

- Aho, P. 2000. Yrityksen arvonmääritys. Tilisanomat 4, 43-47.
- Bergroth, M. 1994. Yrityskaupan suunnittelu ja yrityksen arvonmääritys. Tilintarkastus 5, 367-374.
- Blomquist, L., Blummé, N. & Simola, A.M. 1997. Due Diligence ja arvonmääritys yrityskaupoissa. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.
- Blomquist, L., Blummé, N., Lumme, E., Pitkänen, T. & Simonsen, L. 2001. Due Diligence osana yrityskauppaa. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.
- Cercone, L. J. 2002. Uniform standards for business valuations. The CPA Journal. New York: February, 56.
- Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. 1996. Valuation: Measuring and managing the value of companies 2th edition. New York: JohnWiley & Sons.
- Copeland, T. E. & Weston, J. F. 1983. Financial theory and corporate policy 2th edition. London: Addison-Wesley Publishing Company, Inc.
- Drury, C. 1996. Management and cost accounting 4th edition. London: International Thomson Business Press.
- Ernst & Young 2000. Uudistuva verosuunnittelu 2000. Helsinki: Kauppakaari Oyj.
- 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. Vol 38, 45-70.
- Hirsjärvi, S. & Hurme, H. 2001. Tutkimushaastattelu. Teemahaastattelun teoria ja käytäntö. Helsinki: Helsingin yliopisto.
- Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 1997. Tutki ja Kirjoita. Tampere: Kirjayhtymä Oy.
- Honko, J. 1969. Investointien suunnittelu ja tarkkailu. Porvoo: Wsoy.
- Honko, J., Prihti, A. & Virtanen, K. 1982. Yrityksen investointiprosessin kriittiset kohdat. Joensuu: Karjalan Kirjapaino Oy.
- Howitt, A. I. 1993. Valuing Closely Held Stock. The CPA Journal. New York: September, 44-47, 91.
- Kallunki, J.-P. 2000. Tilinpäätösinformaation käyttö yrityksen arvonmäärityksessä. Liiketaloudellinen aikakauskirja 4, 582-588.

- Kallunki, J.-P., Kytönen, E. & Martikainen, T. 1998. Uusi tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Kauppakaari Oyj.
- Kallunki, J.-P., Martikainen, T. & Niemelä, T. 1999. Yrityksen arvonmääritys. Helsinki: Kauppakaari Oyj.
- Kallunki, J.-P., Martikainen, T. & Paavola, U. 1998. Taloudellinen lisäarvo. Omistajien ja johdon yhteinen työkalu. Tilisanomat 4, 48-53.
- Kasanen, E., Lukka, K. & Siitonen, A. 1991. Konstruktiivinen tutkimusote liiketaloustieteessä. Liiketaloustieteen aikakauskirja 3, 301-324.
- Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja. 2000/3. Pk-yritykset kansantaloudessa. Helsinki: Edita Oy.
- Kauppa- ja teollisuusministeriön päätös kehittämismenojen aktivoimisesta taseeseen. 1998. Kirjanpitolautakunta. 27.9.1999. Yleisohje suunnitelman mukaisista poistoista.
- Koskinen, K. 1998. Yritykseen arvoon vaikuttavien tekijöiden analysointi. Yritystalous 6, 71-73.
- Laitinen, E. K. 1990. Konkurssin ennustaminen. Alajärvi: Vaasan yritysinformaatio Oy.
- Laitinen, E. K. 2002. Strateginen tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Kauppakaari Oyj.
- Leppiniemi, J. 1999. Omaisuuden arvo: Arvonmääritys, tilinpäätös, verotus. Helsinki: Kauppakaari Oyj.
- Leppiniemi, J. 2002. Tilinpäätös- ja verosuunnittelu. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.
- Leppiniemi, J & Puttonen, V. 1996. Yrityksen rahoitus. Porvoo: Wsoy.
- Lilius, A-L. 2000. Eva jäi vieläkin liian vähälle. Talouselämä 19, 34-38.
- Lindell, G. 1997. Yrityksen arvon määritys. Tilintarkastus 3, 203-212.
- Megginson, W. L. 1997. Corporate Finance Theory. Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review. Vol 48, 261-297.
- Neilimo, K. & Näsi, J. 1980. Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen taloustiede. Tutkimus positivismiin soveltamisesta. Tampere: Tampereen yliopisto.
- Paavola, U., Torppa, P. & Lumijärvi, O.-P. 1997. Miten lisätä yrityksen arvoa – menetelmiä omistajien tuotto-odotusten toteuttamiseksi. Porvoo: Wsoy.

- Parviainen, M. 2001. Kassavirtamallin ja lisäarvomallin toimivuus Mandatum osaketutkimuksen vuoden 2000 analyyseissä. Jyväskylän yliopisto: Pro Gradu-tutkielma
- Sharpe, W. F. 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*. Vol 19, 425-442.
- Soveri, P. 1983. Yrityksen taloudellinen ohjaus. Tampere: Weilin+Göös.
- Tamminen, R. 1993. Tiedettä tekemään. Jyväskylä: Atena Kustannus Oy.
- Tenhunen, L. & Werner, R. 2000 Yrityskaupan käsikirja. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.
- Tikka, K.S., Leppiniemi, J., Penttilä, S. & Hulkko, P. 1996. Verotus. Juva: Wsoy.
- Tilastokeskus. 2002. Suomen tilastollinen vuosikirja 2002. Hämeenlinna: Karisto Oy.
- Van Horne, J. C. 1995. Financial Management and Policy, 10th edition. New Jersey: A Simon & Schuster Company Englewood Cliffs.
- Virtanen, K. 1972. Yrityksen arvon määrittäminen potentiaalisen ostajan näkökulmasta erityisesti epävarmuus huomioonottaen. Helsinki: Helsingin kauppakorkeakoulu.
- Virtanen, K. 1976. Yrityksen arvon määrittämisen ongelmia I – III. Teoksessa Artto, E. Laskentatoimi, rahoitus osa 2 (toim.). Helsinki: Gaudeamus.
- Virtanen, K. 1979. Yrityksoston suunnittelu prosessina. Helsinki: Helsingin kauppakorkeakoulu.
- Virtanen, K. 1983. Yrityksoston epäonnistumisen syistä. Helsinki: Helsingin kauppakorkeakoulu.
- Yritystutkimusneuvottelukunta. 1999. Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Gaudeamus.

Haastattelut:

Asiantuntija 1. 3.3.2003

Asiantuntija 2. 5.5.2003

Asiantuntija 3. 12.6.2003

Asiantuntija 4. 12.6.2003

LIITE 1

Haastattelukysymykset

I TAUSTATIETOA ASIANTUNTIJAYRIYTYKSESTÄ/YHTEISÖSTÄ JA HAASTATELTAASTA

1. Millainen on yrityksenne rooli yrityskauppojen asiantuntijana?

Yrityksenne organisaatio, liikevaihto, henkilöstö lyhyesti kuvailtuna.

Mikä on yrityksenne rooli yrityskauppojen asiantuntijatahona?

Oletteko erikoistuneet tietynlaisiin yrityskauppoihin?

Kuinka pitkään yrityksenne on toiminut alalla?

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

Minkälaista asiantuntijatyötä teette yrityskauppojen yhteydessä?

Miten pitkä kokemus Teillä on yrityskauppojen suunnittelussa?

Kuinka monen yrityskaupan kanssa olette uranne aikana olleet tekemisissä?

II YRITYSKAUPPATILANNE JA -PROSESSI

3. Kuvailisitteko lyhyesti niitä taustatekijöitä, jotka vaikuttavat yrityskauppojen toteutumiseen?

Millaisia yrityskauppoja tehdään? Voidaanko yrityskauppoja jaotella niiden teko-tavan mukaan?

Mitkä ovat mielestänne yleisimmät syyt yrityskauppoihin?

Mitkä ovat yleisimmät tavat toteuttaa yrityskauppa?

4. Millainen prosessi yleensä käydään yrityskauppatilanteessa läpi?

Mitkä ovat prosessin päävaiheet? Onko tiettyjä vaiheita, jotka käydään jokaisessa kaupassa läpi? Miten prosessit/eri vaiheet poikkeavat eri yrityskaupoissa?

Mitkä ovat huomioitavat/painotettavat asiat yrityskaupprosessissa?

Vaatiiko yrityskaupat jälkihoitoa?

Mitkä asiat helpottavat ja mitkä vaikeuttavat yrityskaupan suunnittelua ja toteutusta?

5. Mitkä ovat mielestänne tärkeimmät syyt yrityskauppojen epäonnistumiseen?

Mitkä ovat tärkeimmät tekijät onnistuneessa yrityskaupassa?

III KAUPPAHINTA JA ARVONMÄÄRITYS, TILINPÄÄTÖSINFORMAATION MERKITYS

6. Miten/millä perusteella kauppahinnan määrittäminen tapahtuu?

Onko olemassa ns. nyrkkisääntöjä hinnan muodostukseen?

Pyritäänkö yrityksen liiketaloudellinen arvo määrittämään?

7. Mikä merkitys on tilinpäätösinformaatiolla kauppahinnan määrittelyssä?

Miten kohdeyrityksen tilinpäätöstietoja käsitellään yrityksen arvonnärittelyn yhteydessä?

8. Mikä on erilaisten arvonnärittäsmallien rooli yrityksen arvonnärittelyssä?

Jos arvonnärittäsmalleja käytetään, niin millaisia malleja?

Miten arvonnärittäsmalleja voidaan soveltaa kauppahinnan määrittelyssä?

9. Miten kauppahinnan määrittelyä mielestänne pitäisi lähestyä?

Miten ns. taloudelliset tilannetekijät vaikuttavat hintaan?

Miten muut tilannetekijät vaikuttavat hintaan?

Poikkeako näkemyksenne mukaan yrityksen kauppahinta ja liiketaloudellinen arvo toisistaan?

10. Haluatteko sanoa jotain muuta asiaan liittyvää?