

PIENYRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS YRITYSKAUPPAPROSESSISSA

LAHDEN AMMATTIKORKEAKOULU
Liiketalouden koulutusohjelma
Taloushallinto
Opinnäytetyö
Kevät 2009
Anu Leppäkoski

Lahden ammattikorkeakoulu
Liiketalouden koulutusohjelma

LEPPÄKOSKI, ANU:

Pienyrityksen arvonmääritys
yrityskauppaprosessissa

Taloushallinnon opinnäytetyö, 48 sivua, 6 liitesivua

Kevät 2009

TIIVISTELMÄ

Tämä opinnäytetyö käsittelee pienyrityksen arvonmääritystä yrityskauppaprosessissa. Työn tarkoituksena on selvittää miten pienen osakeyhtiön yrityskauppa voidaan toteuttaa ja mikä on yrityksen arvo. Tutkimus tehdään myyjän näkökulmasta.

Opinnäytetyön teoriaosuudessa selvitetään osakeyhtiön yrityskaupan muodot ja rajoitukset sekä tarvittavat sopimukset ja kaupan kohteen luovutustavat. Lisäksi esitellään yrityksen arvonmääritysprosessin vaiheet, oman pääoman tuottovaatimuksen määrittely sekä erilaiset arvonmääritysmallit.

Opinnäytetyön empiriaosuudessa tutkitaan, miten case-yrityksen yrityskauppa aiotaan toteuttaa ja lasketaan yrityksen arvo erilaisilla arvonmääritysmalleilla. Tutkimusmenetelmänä käytetään kvantitatiivista tutkimusta. Tutkimustulokset on saatu haastattelemalla yrityksen toimitusjohtajaa ja analysoimalla yrityksen toteutuneita tilinpäätöstietoja sekä yrityksestä laadittuja ennusteita.

Tutkimustulokset osoittavat yrityskaupan olevan monimutkainen prosessi, joka on suunniteltava huolellisesti. Yrityskauppa voidaan toteuttaa monella tavalla ja siihen liittyy monia velvollisuuksia ja rajoituksia. Tärkein yrityskaupan tekijä on kauppahinta. Kauppahinta voidaan määrittellä erilaisilla arvonmääritysmalleilla, jotka perustuvat yrityksen tulevaisuuden arviointiin. Jokainen arvonmääritysmalli antaa erilaisen tuloksen. Yrityksen todellinen arvo saadaan käyttämällä eri menetelmiä ja yhdistelemällä niistä saatuja tuloksia. Virheet tulevaisuuden arvioinnissa aiheuttavat suuria eroja arvonmääritysmallien tuloksissa.

Avainsanat: yrityskaupat, arvonmääritys, pääoman tuottovaatimus

Lahti University of Applied Sciences
Degree Programme in Business Studies

LEPPÄKOSKI, ANU:

Value Determination of a Small Company
in a Corporate Acquisition Process

Bachelor's Thesis in Financial Management, 48 pages, 6 appendixes

Spring 2009

ABSTRACT

This thesis deals with the determination of value of a small company in a corporate acquisition process. The purpose of this thesis is to explore how the acquisition of a small company may be executed and what is the value of the company. This research is from the seller's perspective.

In this thesis the theory part explores the forms and limitations as well as contracts and disposition methods in a limited company's acquisition. Furthermore, the different phases in a company's determination of value process, defining the cost of capital as well as different models of determination of value are presented.

The empirical part of the research will examine how the case company's acquisition will be executed and how the company's value will be calculated with different types of valuation methods. The thesis method is a quantitative research. The thesis results are reached by interviewing the company's managing director and analysing the information on the financial statements and financial forecasts of the company.

The study results show that the acquisition is a complicated process and it needs to be constructed carefully. Acquisition can be made in many ways and different obligations and limitations are connected to the process. One of the main questions of acquisitions is selling price. The selling price could be defined with different types of valuation models which are based on the forecasts of the company's future estimation. Each type of valuation gives different results. The true value of a company can be obtained by using different methods and combining the results. However, mistakes in forecasts can cause large differences in results.

Key words: acquisitions, measuring the value, cost of capital

SISÄLLYS

| | | |
|-------|--|----|
| 1 | JOHDANTO | 1 |
| 1.1 | Yrityskaupan ja arvonmäärityksen taustaa | 1 |
| 1.2 | Tutkimustavoitteet- ja ongelmat ja aiheen rajaus | 2 |
| 1.3 | Tutkimusmenetelmät ja aikaisemmat tutkimukset | 3 |
| 1.4 | Tutkimuksen rakenne | 4 |
| 2 | PIENYRITYKSEN YRITYSKAUPPA | 6 |
| 2.1 | Yrityskaupamuodot | 6 |
| 2.1.1 | Liiketoiminnan kauppa | 6 |
| 2.1.2 | Osakekauppa | 7 |
| 2.2 | Yrityskaupan rajoitukset | 8 |
| 2.2.1 | Lunastuslauseke | 9 |
| 2.2.2 | Suostumuslauseke | 10 |
| 2.3 | Yrityskaupan sopimukset | 11 |
| 2.3.1 | Salassapitosopimus | 11 |
| 2.3.2 | Kauppakirjan laatiminen | 12 |
| 2.4 | Liiketoiminnan ja osakkeiden luovutus | 14 |
| 3 | YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS | 16 |
| 3.1 | Arvonmääritysprosessi | 16 |
| 3.2 | Pääoman tuottovaatimus | 17 |
| 3.2.1 | Vieraan pääoman tuottovaatimus | 18 |
| 3.2.2 | Oman pääoman tuottovaatimus | 18 |
| 3.2.3 | Koko pääoman tuottovaatimus | 23 |
| 3.3 | Arvonmääritysmallit | 25 |
| 3.3.1 | Substanssiarvo arvonmäärityksessä | 25 |
| 3.3.2 | Osinkoperusteinen malli | 26 |
| 3.3.3 | Vapaan kassavirran malli | 27 |
| 3.3.4 | Lisäarvomalli | 30 |
| 4 | FIRMA OY:N YRITYSKAUPPAPROSESSI JA ARVONMÄÄRITYS | 31 |
| 4.1 | Yritysesittely | 31 |
| 4.2 | Yrityskaupprosessi | 32 |
| 4.3 | Pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen | 34 |

| | | |
|----------|--------------------------|----|
| 4.4 | Yrityksen arvonmääritys | 37 |
| 4.4.1 | Substanssiarvo | 37 |
| 4.4.2 | Osinkoperusteinen malli | 38 |
| 4.4.3 | Vapaan kassavirran malli | 39 |
| 4.4.4 | Lisäarvomalli | 40 |
| 4.4.5 | Johtopäätökset | 41 |
| 5 | YHTEENVETO | 43 |
| LÄHTEET | | |
| 45 | | |
| LIITTEET | | 49 |

KUVIOLUETTELO

KUVIO 1. Tutkimuksen rakenne

KUVIO 2. CAP-malli

KUVIO 3. Liikeriskin laskentakaava

KUVIO 4. Omavaraisuusasteen laskentakaava

KUVIO 5. Nettovelkaantumisen laskentakaava

KUVIO 6. Operatiivisen velkaantumisen laskentakaava

KUVIO 7. Koko pääoman tuottovaatimus (WACC)

KUVIO 8. Osinkoperusteinen malli

KUVIO 9. Vapaan kassavirran laskelma

KUVIO 10. Vapaan kassavirran malli

KUVIO 11. Lisäarvomalli

KUVIO 12. Firma Oy:n liikeriski, omavaraisuusaste ja nettovelkaantuminen

KUVIO 13. Firma Oy:n arvo eri arvonmäärittäsmalleilla

TAULUKKOLUETTELO

TAULUKKO 1. Firma Oy:n pääomarakenne

TAULUKKO 2. Firma Oy:n beetakerroin

TAULUKKO 3. Firma Oy:n tulevaisuuden osinkojen nykyarvot

TAULUKKO 4. Firma Oy:n vapaiden kassavirtojen nykyarvot

TAULUKKO 5. Firma Oy:n lisäarvojen nykyarvot

1 JOHDANTO

1.1 Yrityskaupan ja arvonmäärityksen taustaa

Arvion mukaan noin 28 % yrityksistä suunnittelee sukupolven- tai omistajanvaih-
dosta seuraavan viiden vuoden aikana. Väestön ikääntymisen seurauksena noin
70 000 yrittäjää on jäämässä eläkkeelle. Omistajanvaihdos on ajankohtaista erityi-
sesti pienissä teollisuuden ja rakentamisen yrityksissä. Yrityksen myynnille on mo-
nia syitä. Syynä on esimerkiksi suuri rahoitustarve, yrittäjän siirtyminen eläkkeelle,
väsymys tai yrityksen kasvaminen niin suureksi, että omistajan kapasiteetti ei enää
riitä. (Suomen yrittäjät ry & Finnvera 2008; Proman Oy 2009; Suomen omistajan-
vaihdosseura 2009.)

Yrityskauppa on aina ainutlaatuinen tapahtuma. Useimmille yrittäjille yrityskauppa
on koko yrittäjäuran suurin ja tärkein kauppa, niin rahallisesti kuin henkisesti.
Yrityskauppa on hyvin monimutkainen prosessi. Siihen liittyvät niin taloudelliset,
rahoitukselliset, sopimusjuridiset kuin verotukselliset, sosiaaliset ja liiketoiminnalli-
setkin asiat. Nämä kaikki osa-alueet tulee huomioida yrityskauppaa tehdessä, jotta
lopputulos olisi paras mahdollinen. Harvoin yrittäjä itse kuitenkaan on yrityskaupan
ammattilainen. (Suomen yrityskaupat 2008.)

Yrityskauppa on suunniteltava ja valmisteltava huolellisesti. Se koostuu kolmesta
toisiinsa sidoksissa olevasta vaiheesta: yrityskauppaan valmistautumisesta, yritys-
kaupan tekemisestä ja yrityskaupan jälkihoidosta. Onnistunut yrityskauppa edellyt-
tää kaikkia näitä vaiheita ja kaikkien osapuolten joustavaa yhteistyötä. Onnistu-
neessa yrityskaupassa myyjä on tyytyväinen maksettuun hintaan ja ostaja osta-
maansa yritykseen, yrityksen toiminta jatkuu terveeltä pohjalta eikä kaupasta seu-
raa ongelmia. (Heinonen 2005, 63; Suomen yrityskaupat 2008; Leppiniemi 2009,
236–237.)

Yrityksen arvonmäärityksellä on tärkeä rooli yrityskaupassa. Samalla se kuitenkin on yksi vaikeimmin ymmärrettävistä yrityskaupan tekijöistä. Yrityksen arvonmäärityksellä tarkoitetaan yrityksen oikean hinnan arvioimista. Hintaan vaikuttavat monet yrityksen sisäiset ja ulkoiset tekijät, kuten myytävään yritykseen, myyjään, ostajaan, markkinoihin ja toimialaan liittyvät tekijät. Yritykselle ei ole olemassa vain yhtä oikeaa hintaa. Yrityskaupassa myyjä pyrkii saamaan yrityksestään mahdollisimman korkean hinnan, kun taas ostaja pyrkii saamaan yrityksen mahdollisimman halvalla. Usein yrityskaupassa myyjät arvioivat yrityksensä arvokkaammaksi kuin mitä yrityksen arvo todellisuudessa on. Yrittäjän elämäntyön arvottaminen perustuukin pitkälti tunnearvoon. (Suomen yrityskaupat 2009.)

1.2 Tutkimustavoitteet- ja ongelmat ja aiheen raja

Tässä opinnäytetyössä tutkitaan pienyrityksen yrityskaupaprosessia ja arvonmääritystä myyjän näkökulmasta. Kyseessä on hankkeistettu opinnäytetyö, jossa selvitetään miten case-yrityksen yrityskaupaprosessi aiotaan toteuttaa ja minkä arvoinen yritys on. Tutkimuksen tavoitteena on auttaa yrittäjiä yrityskauppaan liittyvissä kysymyksissä ja löytää vastaus asetettuun tutkimusongelmaan. Opinnäytetyön tutkimusongelmana on selvittää, miten pienen yrityksen yrityskauppa voidaan toteuttaa?

Tutkimusongelma aiheuttaa seuraavia alaongelmia, joita on myös tarkoitus selvittää:

- Mitä vaihtoehtoja ja rajoituksia yrityskaupalle on?
- Millä hinnalla yritys tai sen osakkeet tulisi myydä?
- Mitkä tekijät vaikuttavat yrityksen arvoon?

Opinnäytetyö rajataan koskemaan pientä osakeyhtiötä. Tutkimuksessa ei käsitellä muiden yhtiömuotojen eikä isojen ja listattujen yritysten yrityskaupaprosessia. Yleisimmistä arvonmääritysmenetelmistä ei käsitellä myöskään tunnuslukuihin perustuvaa menetelmää.

1.3 Tutkimusmenetelmät ja aikaisemmat tutkimukset

Opinnäytetyössä käytetään kvantitatiivista tutkimusmenetelmää. Kvantitatiivisella eli määrällisellä tutkimuksella tarkoitetaan tutkimusta, jossa käytetään täsmällisiä ja laskennallisia menetelmiä. Kvantitatiivisessa tutkimuksessa tulokseksi saadaan tarkka ja luotettava kuvaus tutkittavasta asiasta. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2007, 136; Consumer Compass 2009.)

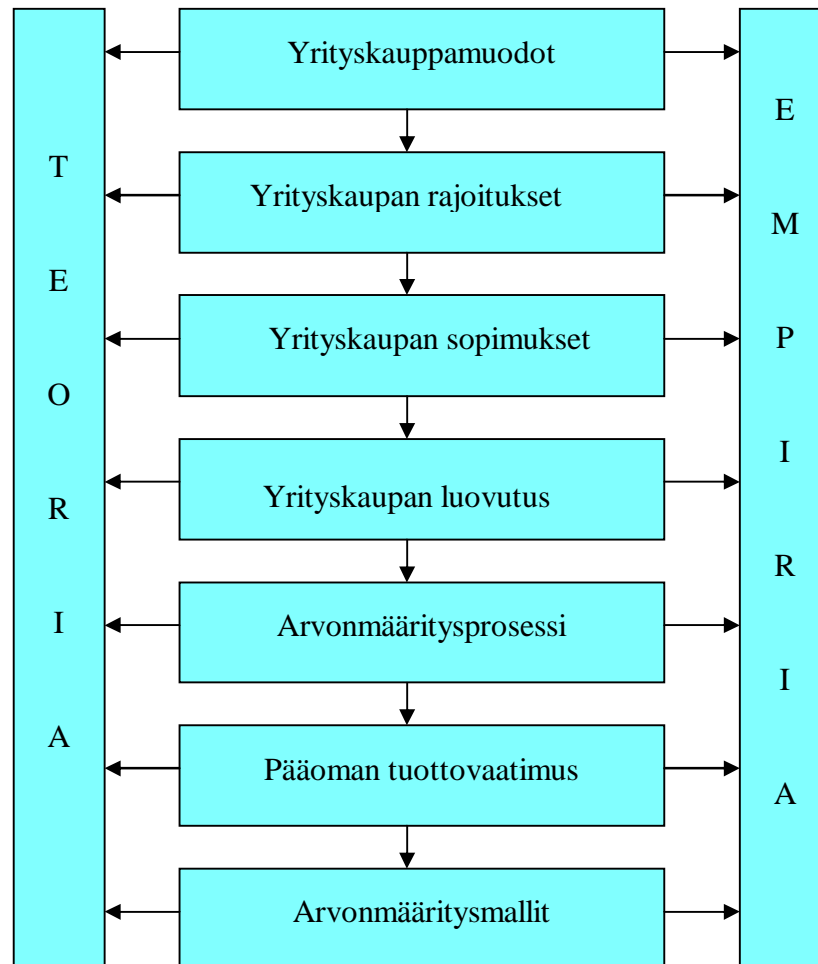
Opinnäytetyön case-yrityksenä käytetään pientä vuonna 1996 perustettua osakeyhtiötä. Yrityksen toimialana ovat sähköasennustyöt. Yksi yrityksen viidestä osakkaasta on jäämässä eläkkeelle ja näin ollen myymässä osakkeensa lokakuussa 2009. Yrityksen nimi ja kotipaikka on muutettu liikesalaisuuksien säilyttämiseksi.

Opinnäytetyössä tutkitaan case-yrityksen yrityskauppaprosessia ja arvonmäärittystä haastattelemalla yrityksen toimitusjohtajaa. Haastattelu toteutetaan teemahaastatteluna, jossa teema-alueet ovat tiedossa, mutta kysymysten tarkka muoto ja järjestys puuttuvat (Hirsjärvi ym. 2007, 203). Haastattelun avulla selvitetään yrityksen toimintaa sekä tulevaisuudennäkymiä. Lähdeaineistona käytetään haastattelun lisäksi monipuolista kirjallisuutta, artikkeleita, sähköisiä lähteitä sekä yrityksen tilinpäätösaineistoja.

Yrityskaupasta ja arvonmäärittämisestä on aikaisemmin tehty useita opinnäytetöitä ja pro gradu tutkimuksia. Lahden ammattikorkeakoulussa on aikaisemmin tehty opinnäytetyö ”Pk-yrityksen yrityskauppaprosessi ja yrityksen arvonmäärittäminen” ja Turun kauppakorkeakoulussa ”Arvonmäärittäminen yrityskauppaprosessissa”. Aikaisemmat tutkimukset ovat keskittyneet pk-yritysten sekä suurten ja listattujen yritysten yrityskauppaan ja arvonmäärittämiseen ja ne on tehty ostajan näkökulmasta. Tämä työ eroaa aikaisemmista tutkimuksista siten, että työssä käsitellään vain pienelle yritykselle olennaisia asioita ja työ tehdään myyjän näkökulmasta.

1.4 Tutkimuksen rakenne

Opinnäytetyö koostuu kahdesta osiosta: teoriaosuudesta ja empirisestä osuudesta. Kuvio 1 havainnollistaa tutkimuksen rakenteen ja sen, miten teoreettinen viitekehys tukee empiristä osaa.



KUVIO 1. Tutkimuksen rakenne.

Opinnäytetyö ensimmäinen luku on johdanto. Siinä selvitetään yrityskaupan ja arvonmäärityksen taustaa ja perehdytään tutkimuksen tavoitteisiin, ongelmiin ja rajoukseen. Lisäksi esitellään tutkimusmenetelmät, aikaisemmat tutkimukset sekä tutkimuksen rakenne.

Toisessa luvussa käsitellään pienyrityksen yrityskauppaa. Luvussa selvitetään, millaisia eri vaihtoehtoja yrityskaupalle on ja mitä rajoituksia kauppaan liittyy. Luvussa selvitetään myös, mitä sopimuksia pienyrityksen pitää yrityskaupassa laatia ja kuinka luovutus lopulta tapahtuu.

Kolmannessa luvussa tutustutaan yrityksen arvonmääritykseen. Luvussa käydään läpi arvonmääritysprosessin vaiheet sekä pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen. Lisäksi tutustutaan erilaisiin arvonmääritysmalleihin.

Neljännessä luvussa on empirinen osuus. Siinä esitellään case-yritys sekä sen toimiala. Luvussa kuvataan, kuinka yrityksen yrityskauppa aiotaan toteuttaa ja määritellään yrityksen arvo eri arvonmääritysmenetelmiä käyttäen. Lopuksi vertaillaan eri arvonmääritysmenetelmillä saatuja tuloksia ja selvitetään yrityksen todellinen arvo. Viimeisessä, eli viidennessä luvussa, on tutkimuksen yhteenveto. Yhteenvedossa käydään läpi tutkimuksen keskeiset asiat, saavutetut tulokset sekä jatkotutkimuksen aiheet.

2 PIENYRITYKSEN YRITYSKAUPPA

2.1 Yrityskauppamuodot

Pienyrityksen yrityskauppaa suunniteltaessa on ensimmäisenä päätettävä yrityskaupan muodosta. Osakeyhtiön yrityskauppa voidaan toteuttaa kahdella eri tavalla: joko myymällä yrityksen osakkeet tai osa niistä tai myymällä yrityksen liiketoiminta tai osa siitä (Heinonen 2005, 62). Seuraavaksi esitellään liiketoiminnan kauppa ja osakekauppa yksityiskohtaisesti.

2.1.1 Liiketoiminnan kauppa

Liiketoiminnan kaupalla tarkoitetaan kauppaa, jossa myyjä myy harjoittamansa liiketoiminnan tai osan siitä. Liiketoiminnan kaupassa myyjä myy vain erikseen sovitun omaisuuden, oikeudet ja velvollisuudet, jolloin kaupan kohteena on kauppakirjassa määritelty aineellinen ja aineeton omaisuus. Aineellista omaisuutta ovat käyttöomaisuus ja vaihto-omaisuus ja aineetonta omaisuutta tietotaito, asiakasrekisterit ja sopimukset. Liiketoiminnan kaupassa liiketoimintaan kohdistuvat velat eivät automaattisesti siirry ostajalle. Kaupan osapuolet voivat kuitenkin sopia, että osa kauppahinnasta maksetaan siten, että liiketoimintaan kohdistuvia velkoja siirretään ostajan vastattavaksi. Myös esimerkiksi takausvastuita voidaan siirtää ostajan vastuulle. Velkojen ja vastuiden siirto edellyttää kuitenkin aina velkojen suostumusta. Jos liiketoiminnan kauppaan sisältyy kiinteistöjä, kaupanvahvistajan on vahvistettava kauppa. (Blummé, Pitkänen, Raunio & Äärilä 2008, 11.)

Jos hallituksen toimintaa ei ole rajoitettu yhtiöjärjestyksessä, liiketoiminnan kaupasta päättää hallitus hallituksen kokouksessa. Hallitus ei kuitenkaan voi tehdä sellaista liiketoiminnan kauppaa, joka muuttaa yrityksen toimialaa. Jos liiketoiminnan kauppa on toimialan vastaista ja edellyttää toimialan muuttamista, kauppaan tarvitaan yhtiöjärjestyksen muuttamiseen oikeutetun määräenemmistön suostumus.

Määräenemmistön suostumus tarvitaan myös silloin kun myydään yrityksen koko liiketoiminta. Hallitus voi halutessaan oma-aloitteisesti siirtää liiketoiminnan kauppaa koskevan päätöksenteon yhtiökokoukselle. Hallituksen kokouksessa päätetään kuka yrityksen puolesta allekirjoittaa liiketoiminnan kauppakirjan. Jos asiasta ei ole tehty päätöstä, voi toimitusjohtaja allekirjoittaa sen. (Blummé ym. 2008, 12–13.)

2.1.2 Osakekauppa

Osakekaupassa myyjä myy ostajalle omistamansa osakkeet tai osan niistä. Osakekaupalla tarkoitetaan irtaimen kauppaa, joka voidaan tehdä vapaamuotoisesti, mutta yleensä kuitenkin kirjallisesti. Osakekaupassa myytävän yrityksen varat ja velat eivät siirry ostajalle vaan ne ovat yrityksen varoja ja velkoja. Osakekauppa ei vaikuta yrityksen toimintaan, sillä yrityksen varallisuusasema ja sopimussuhteet säilyvät ennallaan. Kaupassa yrityksen vastuut säilyvät, jolloin ostajan vastuulle voi tulla myös kaupantekohetkellä tuntemattomia vastuita. Osakekaupassa kauppahinta maksetaan yleensä rahana, mutta osa voidaan myös jättää velaksi myyjälle ja maksetaan vasta myöhemmin. (Blummé ym. 2008, 14.)

Vuonna 2006 tuli voimaan uusi osakeyhtiölaki, jonka tavoitteena on tehdä yrityksen vapaan oman pääoman käyttö joustavammaksi. Lain mukaan osakekaupan kohteena voivat olla yrityksen omat osakkeet. Yritys voi hankkia omia osakkeitaan voitonjakokelpoisilla varoillaan. Yhtiön perustamisen tai osakeannin yhteydessä se ei kuitenkaan ole mahdollista. Omien osakkeiden hankkimisella tarkoitetaan sellaisia tilanteita, joissa osakkeenomistajat vapaaehtoisesti luovuttavat osakkeitaan yritykselle. (Immonen 2006, 41; Kallunki & Niemelä 2007, 21.)

Yrityksen omien osakkeiden hankkimisesta päätetään yhtiökokouksessa. Päätös tehdään enemmistöpäätöksenä, eli päätöstä pitää kannattaa yli puolet annetuista äänistä. Omia osakkeita tulee hankkia osakkeenomistajien omistamien osakkeiden suhteessa. Tämä tarkoittaa, että yhden osakelajin yrityksessä jokaiselle osakkaalle on annettava mahdollisuus luovuttaa yritykselle omia osakkeitaan niin, että yrityksen omistussuhteet säilyvät ennallaan. Jos yrityksessä on useampia osakelajeja,

jokaisen osakelajin osakkeita on hankittava samassa suhteessa kuin osakkeenomistajilla ennestään on senlaisia osakkeita. Omien osakkeiden hankkimista on rajoitettu niin, että yksityinen osakeyhtiö ei saa hankkia kaikkia omia osakkeitaan. (Siikarla 2006, 261, 267; Reinikainen, Pelkonen & Lydman 2007, 238.)

Osakkeiden hankkimisessa voidaan käyttää myös suunnattua hankkimista, jos siihen on yrityksen kannalta painava taloudellinen syy. Osakkeiden suunnatulla hankkimisella tarkoitetaan, että osakkeita ei hankita kaikilta osakkeenomistajilta, vaan hankinta kohdistuu vain osaan tai kaikkiin osakkeenomistajiin, mutta ei samassa suhteessa kuin he omistavat osakkeensa. Päättäessä suunnatusta hankinnasta, päätös edellyttää 2/3 yhtiökokouksessa annetuista äänistä ja 2/3 kokouksessa edustetuista osakkeista. (Siikarla 2006, 262.)

Yrityksen hankkimat omat osakkeet voidaan pitää yrityksellä, mitätöidä tai luovuttaa edelleen. Aikaisemmin yritys sai pitää hallussaan omia osakkeitaan enintään kolme vuotta, jonka jälkeen ne piti mitätöidä tai luovuttaa edelleen. Uuden osakeyhtiölain myötä enää ei ole määräaika, jonka aikana ne olisi luovutettava tai mitätöitävä. Omien osakkeiden luovuttamisesta päättää yhtiökokous, kun taas mitätöimisestä päättää hallitus, ellei yhtiöjärjestyksessä muuta ole määrätty. Päätös omien osakkeiden mitätöimisestä on yhtiöjärjestyksessä saatettu siirtää yhtiökokouksen vastuulle. Mitätöiminen voi tapahtua vasta, kun osake on rekisteröity ja osakkeet on mitätöity vasta, kun ilmoitus siitä on rekisteröity. Mitätöimisessä kaupparekisteritiedot päivitetään vastaamaan yrityksen ulkopuolella olevien osakkeiden todellista lukumäärää. Mitätöimispäätös ei vaikuta osakepääoman suuruuteen eikä osakkeenomistajien suhteelliseen asemaan. (Mähönen, Säiläkivi & Villa 2006, 464; Siikarla 2006, 260; Reinikainen ym. 2007, 241–242.)

2.2 Yrityskaupan rajoitukset

Osakeyhtiön osakkeet ovat periaatteessa vapaasti luovutettavissa ja hankittavissa. Osakkeiden luovuttamista ja hankkimista ei voida rajoittaa yhtiöjärjestyksellä, mutta siihen voidaan sisällyttää suostumuslauseke ja lunastuslauseke. Näiden lausekkeiden avulla osakkeiden hankkimiseen tarvitaan yrityksen suostumus ja luovutettavat osakkeet voidaan lunastaa luovutuksensaajalta. (Blummé ym. 2008, 15.)

2.2.1 Lunastuslauseke

Lunastuslauseke tarkoittaa, että osakkeenomistajilla tai yrityksellä on oikeus lunastaa muulta osakkeenomistajalta kuin yritykseltä toiselle siirtyvä osake. Kun yrityksen yhtiöjärjestyksessä on lunastuslauseke, varmistetaan että yritykseen ei pääse ulkopuolisia vastoin osakkeenomistajien tahtoa. Lunastuslausekkeessa määritellään keillä on lunastusoikeus, miten lunastuksessa menetellään, mikä on lunastushinta ja miten lunastukseen oikeutettujen keskinäinen etuoikeus määräytyy. (Siikarla 2006, 67–69.)

Yhtiöjärjestyksen mukaan lunastusoikeus voidaan antaa yritykselle itselleen tai muille osakkeenomistajille, mutta ei kuitenkaan sille, jonka osakkeet siirtyvät yrityksen ulkopuolelle. Lunastusoikeus voidaan antaa siinä suhteessa kuin osakkeenomistajat omistavat ennestään yrityksen osakkeita tai muulla yhtiöjärjestyksessä määritellyllä tavalla. Lunastusoikeus voidaan myös antaa erikseen nimetyille henkilöille, joko luonnolliselle tai juridiselle henkilölle. (Siikarla 2006, 72.)

Lunastusvaatimus tehdään kirjallisesti yrityksen hallitukselle. Jos yrityksellä on yhtiöjärjestyksen mukaan lunastusoikeus, lunastusvaatimus tehdään sille, jolle osake on siirtynyt. Lunastusvaatimus on tehtävä kahden kuukauden aikana siitä, kun hallitukselle on tehty ilmoitus osakkeen siirtymisestä. Osakkeen ostaja on osakkeenomistaja niin kauan, kun on selvinnyt, käyttävätkö muut osakkeenomistajat lunastuslauseketta. (Mähönen ym. 2006, 31; Siikarla 2006, 78–80.)

Lunastuslausekkeessa määritellään, miten lunastamiseen oikeutettujen keskinäinen etuoikeus määräytyy. Siitä voidaan sopia vapaasti ja etuoikeus voidaan antaa esi-

merkiksi tietyn numeroisten osakkeiden omistajille, kokonaan ulkopuoliselle tai sille, joka tekee lunastusvaatimuksen ensimmäisenä. Lunastushinta on yleensä määriteltä yhtiöjärjestyksessä niin, että vastikkeellisissa luovutuksissa hinta on sama, jonka ulkopuolinen on osakkeista tarjonnut. Silloin kun osake on luovutettu vastikkeetta, kuten lahjana tai perintönä, lunastushinta on usein määriteltä osakkeen nimellisarvoksi. Osakassopimukseen voidaan sisällyttää yhtiöjärjestyksestä poikkeava lunastuslauseke, jossa lunastushinta määritellään eri tilanteiden varalta eri tavalla laskettavaksi. Lunastuslausekkeeseen voi esimerkiksi sisältyä säännös, jonka mukaan osakkeenomistajan tullessa eläkeikään, hän sitoutuu luopumaan osakkeistaan, mutta tällöin osakkeiden lunastushinta on niiden osuus yhtiön nettovaroista tai osakkeiden arvo on niiden tuottoarvo. Yhtiöjärjestyksessä voidaan myös määrittää sellainen lunastuslauseke, joka on voimassa vain, jos tietty määrä yrityksen osakkeita siirtyy muulle kuin yrityksen nykyisille osakkeenomistajille. Vastaavasti lunastuslauseke voi olla sellainen, että lunastusoikeus poistuu, jos tietty määrä osakkeita siirtyy muulle kuin yrityksen nykyiselle osakkeenomistajalle. (Siikarla 2006, 70–76.)

2.2.2 Suostumuslauseke

Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että osakkeen hankkimiseen vaaditaan yrityksen suostumus. Se ei kuitenkaan koske osaketta, joka on hankittu pakkohuutokaupassa tai konkurssipesästä tai on saatu perinnöksi. Suostumuslausekkeen tarkoituksena on estää ei-toivottuja henkilöitä tulemasta osakkeenomistajiksi. Suostumuslauseketta voidaan soveltaa vain kun osakkeen hankkinut on saanut sen kaupalla, vaihtamalla, lahjana tai muulla vastaavalla tavalla. (Siikarla 2006, 89.)

Yrityksen perustajat tai osakkeenomistajat voivat vapaasti päättää suostumuslausekkeen sisällöstä. Suostumuksesta päättää hallitus, ellei yhtiöjärjestyksessä ole toisin mainittu. Suostumuksesta voi päättää myös yhtiökokous tai sekä yhtiökokous että hallitus, jos yhtiöjärjestyksessä niin määrätään. Toimitusjohtajalle tai yrityksen ulkopuolisille ei voida antaa oikeutta päättää suostumuksen antamisesta. Suostumus katsotaan annetuksi, jos suostumusta koskevasta päätöksestä ei ole kirjalli-

sesti ilmoitettu hakijalle kahden kuukauden kuluessa hakemuksen saapumisesta yritykselle tai yhtiöjärjestyksessä määrättyssä lyhyemmässä ajassa. Ennen kuin osakkeen ostosta on annettu suostumus, osakkeen ostajalla ei ole yrityksessä muuta osakkeeseen perustuvaa oikeutta kuin oikeus varoja jaettaessa ja etuoikeus osakeannissa. Jos osakkeiden ostaja ei saa yritykseltä suostumusta, hän voi silti jäädä osakkeiden omistajaksi ja käyttää vain oikeuttaan osakkeisiin varoja jaettaessa ja etuoikeuttaan osakeannissa. (Siikarla 2006, 9, 89–90; Reinikainen ym. 2007, 58; Blummé ym. 2008, 18.)

2.3 Yrityskaupan sopimukset

Yrityskauppaa suunniteltaessa tulee laatia monia erilaisia sopimuksia. Näistä tärkeimmät pienelle yritykselle ovat salassapitosopimus ja kauppakirja. Nämä sopimukset tulee laatia huolellisesti ja yksityiskohtaisesti, jotta vältytään myöhemmiltä riitatilanteilta.

2.3.1 Salassapitosopimus

Yrityskauppaa valmisteltaessa tulisi ensimmäisenä laatia salassapitosopimus. Sen tarkoituksena on estää mahdollista ostajaa luovuttamasta yrityksen salaisia tietoja ulkopuolisille tai käyttämästä tietoja muuhun suunnitteilla olevaan yrityskauppaan. Salassapitosopimuksessa kielletään ostajaa kertomasta eteenpäin suunnitteilla olevasta kaupasta ja velvoitetaan ostajaa varmistamaan, että sen käyttämät neuvonantajat noudattavat salassapitosopimusta. Sopimus tehdään aina yrityksen ja ostajan välille riippumatta siitä, ovatko kaupan kohteena yrityksen osakkeet vai liiketoiminta. Osakekaupassa osakkeiden omistaja voi olla kolmantena sopimuksen osapuolella. (Bremer, Kurkela & Svernlöv 2005a.)

Salassapitosopimuksessa määritellään yksityiskohtaisesti ne tiedot, jotka ovat salassapidettäviä. Salassapidettävää tietoa voivat olla kaikki tiedot, jotka ostaja vastaanottaa tai vain ne tiedot, jotka myyjä on merkinnyt salaisiksi. Yleensä myyjä

vaatii, että kaikki suullisesti ja kirjallisesti annettu tieto on salassapidettävää. Salassapitosopimuksessa määritellään salassapitovelvoitteen laajuus mahdollisimman selkeästi, jotta välttyttäisiin myöhemmiltä riitatilanteilta. Siinä voidaan esimerkiksi määritellä keille salassa pidettävää tietoa saa rajoituksista huolimatta luovuttaa. Yleensä tietoa saa luovuttaa yrityksen sisällä sekä konsulteille, asianajajille sekä tilintarkastajille. Sopimus voi myös sisältää määräyksen, jonka mukaan tietojen edelleen luovuttamisen ehtona on, että uuden vastaanottajan kanssa solmitaan erillinen salassapitosopimus. (Bremer ym. 2005a; Hemmo & Hoppu 2007, 7:37.)

Salassapitosopimukseen voi sisältyä myös muita ehtoja. Ehtona voi olla, että ostaja ei saa ottaa yhteyttä ostettavan yrityksen työntekijöihin, asiakkaisiin ja tavarantoinmittajiin. Tämä voi johtua siitä, että myyjä ei halua paljastaa heille suunnitteilla olevaa kauppaa tai siitä, että ostaja saattaisi hyödyntää heitä, mikäli kauppa ei toteudu. Jos kaupan osapuolet eivät ole suomalaisia, sopimuksessa tulee olla ehto lainja oikeuspaikan valinnasta. (Bremer ym. 2005a.)

Jos neuvottelujen tuloksena ei synny kauppaa, on ostajan palautettava kaikki salassapidonalainen materiaali. Salassapitovelvollisuuden kestolle voidaan määrätä aikaraja, mutta tavallisesti sitä ei rajata ajallisesti vaan se on pysyvää. Salassapitosopimuksen rikkomisesta voi joutua vahingonkorvauksiin. Tällöin myyjän tulee osoittaa rikkomus sekä siitä aiheutunut vahinko. Vahingon mittaaminen on kuitenkin yleensä vaikeaa ja tämän vuoksi salassapitosopimukseen otetaan sopimussakkolauseke, jossa määritellään rikkomuksesta aiheutuva sakko. (Bremer ym. 2005a; Hemmo ym. 2007, 7:38.)

2.3.2 Kauppakirjan laatiminen

Kun ostaja on tutustunut yritykseen ja kaupan osapuolet ovat päässeet alustavaan yhteisymmärrykseen kauppahinnasta, laaditaan kauppakirja. Kauppakirjassa määri-

tellään kaupan osapuolten oikeudet ja velvollisuudet sekä jaetaan sopimusriskiä molempien osapuolten välillä. Kauppakirjan tulee olla mahdollisimman selkeä, jotta vältetään tulkinnanvaraisuudelta. Kauppakirja kannattaakin aina antaa ammattilaisen tehtäväksi. (Bremer, Kurkela & Svernlöv 2005b; Hemmo ym. 2007, 7:1.)

Kauppakirjassa määritellään, ketkä ovat kaupan osapuolet sekä heidän yhteystietonsa ja yhteyshenkilönsä. Näin estetään tiedonkulun puutteesta aiheutuvia sopimusriitoja. Usein kauppakirjan alkuun luetteloidaan sopimukseen liittyvät keskeiset termit ja niiden määritelmät, jotta vältetään tulkintaongelmilta. Kauppakirjassa määritellään tarkasti kaupan kohde sekä lopullinen kauppahinta. Hinta sovitaan kiinteänä summana ja siihen voi sisältyä lisäkauppahinta sekä mahdollinen vakuus kauppahinnalle. Lisäksi kauppakirjassa sovitaan, milloin kauppahinta erääntyy maksettavaksi sekä menettelytavasta, eli toimituspaikasta ja toimitusajasta, jolla osakkeet tai liiketoiminta siirretään myyjältä ostajalle. Riskien minimoimiseksi olisi hyvä, jos osakkeet tai liiketoiminta siirtyisivät samana päivänä kun kauppakirja allekirjoitetaan. (Bremer ym. 2005b; Hemmo ym. 2007, 7:15.)

Vaikein vaihe kauppakirjan laatimisessa on myyjän antamista takuista sopiminen. Niiden tarkoituksena on jakaa kaupantekohetkellä tuntemattomista virheistä johtuvia riskejä sille, jolla on ollut paras mahdollisuus vaikuttaa niihin. Käytännössä tämä tarkoittaa myyjää. Osakekaupan yhteydessä annettavat takuut ovat usein laajempia, kuin liiketoiminnan kaupassa. (Bremer ym. 2005b.)

Osakekaupan yhteydessä myyjän tulee vakuuttaa, että se omistaa myytävät osakkeet ja että sillä on oikeus luovuttaa ne edelleen. Yrityskaupassa myyjän tulee myös vakuuttaa, että viimeisin tilinpäätös on tehty lain vaatimukset täyttäen ja hyvän kirjanpitotavan mukaisesti ja että se antaa oikeat ja riittävät tiedot yrityksen tuloksesta ja taloudellisesta tilasta. Myyjän tulee vakuuttaa, että kaikki verot ja muut julkiset maksut on maksettu sekä ilmoittaa mahdollisista maksamattomista maksuista. Jos kauppaan sisältyy kiinteää omaisuutta, myyjän tulee taata, että sitä ei rasita kiinnitys tai rasite. Kauppakirjassa voidaan lisäksi määritellä yrityksen käyttöomaisuus sekä yrityksen varastossa olevat tavarat, immateriaalioikeudet, työntekijät, olennaiset sopimukset ja vakuutukset. Myös ympäristökysymykset, yleiset

takuut, erityiset korvauslausekkeet ja vastuunrajoitukset sisältyvät usein kauppakirjaan. Kauppakirjan loppuun tulee sekä ostajan että myyjän allekirjoitukset. (Bremer ym. 2005b.)

2.4 Liiketoiminnan ja osakkeiden luovutus

Usein pienissä yrityskaupoissa kauppakirjan allekirjoitus ja kaupan kohteen luovutus tapahtuvat samana päivänä. Suuremmissa ja monimutkaisemmissa yrityskaupoissa allekirjoituksen ja luovutuksen välillä voi kuitenkin kulua pitkäkin aika. Yleensä tämä johtuu osapuolten toimielinten, sopimuskumppaneiden tai viranomaisten antaman hyväksynnän tarpeesta. (Bremer, Kurkela & Svernlöv 2005c.)

Liiketoiminnan tai osakkeiden luovutusta kutsutaan usein termillä ”closing”. Tällä tarkoitetaan kaupan loppuunsaattamista. Yksinkertaisimmillaan se tapahtuu suorittamalla kauppahinta tai siirtämällä osakekirjat. Monesti luovutus on kuitenkin huomattavasti monimutkaisempi tapahtuma. Siihen sisältyy useiden papereiden allekirjoittamista ja erilaisia hoidettavia tehtäviä. Liiketoiminnan kaupassa luovutus on monesti monimutkaisempaa kuin osakekaupassa. (Bremer ym. 2005c.)

Osakekaupassa osakkeiden siirto kirjataan osakekirjaan. Osakekirjan antaminen ei ole pakollista, mutta sellainen on annettava, jos ostaja sitä vaatii. Jos yritys ei ole antanut ostajalle osakekirjoja, voidaan osake siirtää myyjältä ostajalle pelkän kauppakirjan perusteella. Osakkeenomistaja ei kuitenkaan saa käyttää osakkeenomistajalle kuuluvia oikeuksia ennen kuin ostaja on merkitty yrityksen osakeluetteloon. Merkinnän tekee yrityksen hallitus sen jälkeen kun se on saanut tiedon ostosta ja varainsiirtoveron maksamisesta. (Bremer ym. 2005c.)

Liiketoiminnan kaupassa luovutukseen sovelletaan pääsääntöisesti samoja sääntöjä, jotka ohjaavat tämän tyyppisen omaisuuden luovutusta. Irtaimisto siirtyy ostajalle silloin kun ostaja saa sen käyttöönsä. Myyntisaamiset ja muut saamiset siirtyvät, kun velalliselle on ilmoitettu siirrosta. Vuokrasopimus siirtyy usein ostajan nimiin luovutuspäivänä eli ostaja ottaa silloin myyjän vuokrasopimuksen omiin nimiinsä ja

tilat haltuunsa. Jos muuta ei ole sovittu, työntekijät siirtyvät luovutuspäivänä ostajalle ns. vanhoina työntekijöinä. (Bremer ym. 2005c.)

3 YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS

3.1 Arvonmäärittämisprosessi

Yrityksen arvonmäärittämisprosessi koostuu kolmesta päävaiheesta: strategisesta analyysistä, tilinpäätöksen analysoinnista ja tulevan kehityksen ennakoinnista.

Strategisen analyysin eli liiketoiminnan analyysin tarkoituksena on etsiä yrityksen taloudelliseen menestykseen vaikuttavat tekijät. Niitä ovat markkinoiden ja tuotealueiden koko ja arvioitu kasvu, yrityksen asema markkinoilla ja yritysjohton valinnat. Strategisen analyysin avulla voidaan selvittää, mistä yrityksen voitot ja kasvavirratt ovat syntyneet ja mitkä ovat yrityksen keskeiset riskitekijät. Strategista analyysia varten tarvitaan riittävä tietämys yrityksen toimialasta ja asemasta markkinoilla. (Kallunki & Niemelä 2007, 25–26.)

Strateginen analyysi voidaan jakaa yrityksen sisäiseen ja ulkoiseen analyysiin. Sisäisellä analyysillä selvitetään yrityksen tuotteisiin, hinnoitteluun, osaamiseen ja henkilöstöön liittyviä tekijöitä, jotka vaikuttavat yrityksen kannattavuuteen ja arvonmäärittämiseen. Analysoimalla yrityksen liikeideaa voidaan selvittää, onko yrityksen liiketoiminta toimivaa ja voiko sen avulla harjoittaa kannattavaa liiketoimintaa. Yrityksen palveluita ja tuotteita analysoimalla voidaan selvittää, onko yrityksen tuotteiden hinta ja toimivuus oikeassa suhteessa verrattuna kilpailijoiden vastaaviin tuotteisiin ja niiden elinkaareen. Sisäistä analyysia varten voidaan myös analysoida yrityksen myynti- ja markkinointistrategiaa ja henkilöstöä sekä rahoituksellista tilannetta ja investointimahdollisuuksia. (Kallunki & Niemelä 2007, 27–29.)

Ulkoisen analyysin avulla voidaan selvittää kilpailijoiden, toimialan, yleisen taloudellisen ja teknologisen kehityksen sekä muiden yrityksen ulkopuolisten tekijöiden vaikutusta yrityksen kannattavuuteen ja arvoon. Tällöin analyysiin vaikuttavat asiat, joihin yritys ei voi itse vaikuttaa, mutta joihin sen täytyy sopeutua. Ulkoinen analyysi sisältää analyysin maailmantaloudesta. Siinä voidaan esimerkiksi selvittää

maailmantalouden kasvuennusteet ja ennusteet korkotason ja kysynnän muutoksista. Toimiala-analyysin avulla arvioidaan toimialan kilpailukykyisyyttä suhteessa muihin toimialoihin ja toimialan sisäistä kilpailutilannetta. Eri toimialoja vertailtaessa tulee huomioda, miten herkästi yritysten taloudellinen tila vaihtelee kansantaloudellisten muutosten seurauksena. (Kallunki & Niemelä 2007, 27, 31.)

Strategisen analysoinnin jälkeen arvioidaan yrityksen tilinpäätöstietoja. Tilinpäätöksen analysoinnilla pyritään selvittämään yrityksen kannattavuus sekä rahoitus- ja varallisuusasema. Yritykset voivat vaikuttaa tilinpäätöstensä sisältöön harkinnanvaraisilla kirjauksilla ja tämän vuoksi tilinpäätökset on ensin oikaistava vastaamaan yritysten taloudellista tilaa, jotta ne olisivat vertailukelpoisia. Jotta tilinpäätöksen oikaisut olisivat luotettavat, tekijän tulisi tietää yrityksen tulossuunnittelun keinot. (Kallunki & Niemelä 2007, 32.)

Lopuksi ennustetaan yrityksen tulevaisuutta. Se voi perustua yrityksen omiin arvioihin yrityksen myynnistä, tuloskehityksestä ja rahoituksellisesta tilanteesta, jolloin pystytään syventymään tarkasti yrityksen asioihin. Arvioinnin voi kuitenkin tehdä myös ulkopuolinen taho. Tällöin yrityksen tulevaisuuden ennustaminen on vaikeaa ja arvionvaraista. Listatuista yrityksistä on usein olemassa analyytikoiden tekemiä ennusteita, mutta listaamattomien yritysten tulevaisuutta on vaikea ennustaa. Tärkeintä tulevaisuuden ennustamisessa on käytetyn informaation avoimuus ja läpinäkyvyys. Sekä analyysin laatijan että sitä tarvitsevan täytyy tietää käytetyt oledukset ja niihin vaikuttaneet tekijät. Näin ennusteita voidaan verrata toteutuneisiin lukuihin ja selvittää, mistä erot johtuvat. (Kallunki & Niemelä 2007, 33–34.)

3.2 Pääoman tuottovaatimus

Yrityksen omaisuus rahoitetaan joko omalla tai vieraalla pääomalla. Pääoman tuottovaatimus eli pääoman kustannus on tärkeä muuttuja yrityksen arvonmäärittelyssä. Yrityksen pääoman tuottovaatimus syntyy rahoittajien arviointien perusteella. Arvioimalla yritykseen liittyviä riskejä, sijoittajat selvittävät, millaista tuottoa yritykseen sijoitettaville varoille tulisi saada. Pienetkin virheet tuottovaatimusta määri-

tettäessä voivat vaikuttaa suuresti yrityksen arvoon. (Kallunki & Niemelä 2007, 129; Martikainen & Martikainen 2006, 80.)

3.2.1 Vieraan pääoman tuottovaatimus

Yrityksen vieras pääoma on helposti määritettävissä, koska se koostuu yleensä pankkilainoista tai pitkäaikaisista joukkolainoista. Vieraan pääoman sijoittajat saavat ennalta sovitun kiinteän maksun sovitun aikataulun mukaisesti korvauksena sijoittamalleen pääomalle. (Kallunki & Niemelä 2007, 132.)

Vieraan pääoman tuottovaatimuksella tarkoitetaan tuottoa, jonka yrityksen vieraan pääoman sijoittajat vaativat yrityksen luotoille. Se lasketaan yleensä olemassa olevan vieraan pääoman tai uusien lainojen keskimääräisinä rahoituskustannuksina. (Kallunki & Niemelä 2007, 132.)

3.2.2 Oman pääoman tuottovaatimus

Yrityksen oman pääoman tuottovaatimus on huomattavasti vaikeampi määrittää kuin vieraan pääoman tuottovaatimus, sillä omalle pääomalle maksettu osinko on vain osa sijoittajan vaatimasta tuotosta. Yrityksen oma pääoma muodostuu osakeanneilla kerätystä pääomasta ja kannattavan liiketoiminnan jakamattomista voittovaroista. Oman pääoman tuottovaatimuksella tarkoitetaan osakkeenomistajien vaatimaa tuottoa sijoittamalleen pääomalle. Mitä suurempi riski sijoitus on, sitä suuremman tuoton sijoittajat vaativat korvauksena riskistä. Tämä johtuu siitä, että oman pääoman sijoittajat eivät saa sijoitukselleen ennalta sovittua tuottoa, kuten vieraan pääoman sijoittajat. Konkurssitilanteessa oman pääoman sijoittajat ovat varojen saamisen etuoikeusjärjestyksessä viimeisenä. (Kallunki & Niemelä 2007, 135–136.)

Sharpe, Lintner ja Moss ovat kehittäneet yleisesti käytetyn CAP-mallin (Capital asset pricing -malli), jolla oman pääoman tuottovaatimus voidaan määritellä. Oman pääoman tuottovaatimus saadaan kun riskittömän sijoituksen tuottoon lisätään yrityksen riskikertoimella kerrottu markkinaportfolion tuoton ja riskittömän sijoituksen tuoton erotus. CAP-mallin kaava on kuviossa 2. (Balance Consulting Oy 2006.)

$$r_i = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

r_i = oman pääoman tuottovaatimus

r_f = riskittömän sijoituksen tuotto

β = yrityksen beeta eli riskikerroin

r_m = markkinaportfolion tuotto

KUVIO 2. CAP-malli (Balance Consulting Oy 2006).

CAP-mallin avulla voidaan arvioida sijoituskohteen tuoton odotusarvon ja riskin välistä riippuvuutta. Mallin mukaan tuottovaatimus koostuu riskittömästä tuotosta ja riskilisästä. Riskittömällä tuotolla tarkoitetaan korvausta, jonka sijoittajat saavat sijoittaessaan varojaan riskittömiin osakkeisiin. Riskilisä on sitä suurempi, mitä riskisempi sijoituskohde on. (Kallunki & Niemelä 2007, 136.) Riskittömänä tuottoa pidetään yleensä Suomen valtion pitkäaikaisista obligaatioista saatavaa tuottoa (Kallunki & Kytönen 2007, 125). Suomen valtion 10 vuoden obligaatioiden tuotto maaliskuussa 2009 oli 4,02 % (Suomen pankki 2009).

Markkinaportfoliolla tarkoitetaan portfolioa, joka sisältää kaikki markkinoilla olevat arvopaperit. Markkinaportfolion riskilisä ($r_m - r_f$) on markkinaportfolion tuoton eli yleisindeksin ja riskittömän tuoton erotus (Salmi 2006, 245). Yksittäisen osakkeen riskilisä lasketaan beeta-kertoimen avulla. Beeta-kerroin kertoo markkinoiden yleisestä vaihtelusta aiheutuvaa systemaattista riskiä eli arvopaperin vaihtelua suhteessa markkinaportfolion vaihteluun. Jos osake on riskisyydeltään samaa tasoa

kuin osakemarkkinoiden keskimääräinen riskisyys, on beeta-kertoimen arvo yksi. Osakkeen ollessa vähemmän riskinen $\beta < 1$ ja vastaavasti jos osake on riskisempi $\beta > 1$. Jos osakkeeseen sijoittaminen on riskitöntä, saa beeta-kerroin arvon nolla. (Kallunki & Niemelä 2007, 137.)

Pörssiyritysten beeta-kertoimet määritetään yleensä sen perusteella, kuinka niiden lyhyen aikavälin osaketuotot heilahtelevat suhteessa markkinaindeksin tuoton heilahteluun. Listaamattomien yritysten beeta-kertoimia ei voida määrittää markkina-perusteisesti, koska osakkeita ei noteerata markkinoilla. Beeta voidaan kuitenkin määrittää tilinpäätösperusteisesti yrityksestä laskettujen tunnuslukujen avulla. (Balance Consulting Oy 2006.)

Yrityksen tilinpäätösperusteisen riskin osa-alueita ovat liikeriski, rahoitusrakenne ja operatiivinen velkaantuminen. Liikeriskillä tarkoitetaan yrityksen tuotteiden kysynnän ja/tai hintojen vaihtelusta aiheutuvaa liiketoiminnan riskiä. Sitä voidaan mitata esimerkiksi liikevaihdon tai liikevoiton vaihtelevuudella. Liikeriski lasketaan liiketulojen keskihajonnan suhteena niiden keskiarvoon. Laskemisessa tarvitaan liikevoitto ainakin muutamalta aikaisemmalta tilikaudelta. Liikeriskin ollessa korkea, yrityksen tuotteiden kysyntä vaihtelee voimakkaasti suhdannevaihteluiden mukaan aiheuttaen liikevaihdon ja tuloksen vaihtelua. Liikeriski on toimialasidonnainen. Liikeriskin kaava on kuviossa 3. (Balance Consulting Oy 2006; Martikainen ym. 2006, 90; Kallunki & Niemelä 2007, 160–161.)

$$\text{Liikeriski} = \text{liikevoiton variaatiokerroin} = \frac{\text{liikevoiton keskihajonta}}{\text{liikevoiton keskiarvo}}$$

KUVIO 3. Liikeriskin laskentakaava (Kallunki & Niemelä 2007, 161).

Rahoitusrakenteella tarkoitetaan yrityksen oman ja vieraan pääoman suhdetta. Vieraan pääoman määrää lisäämällä, yritys voi vaikuttaa tilikauden tulokseen, jolloin oman pääoman tuotto kasvaa. Vieraan pääoman korot on kuitenkin maksettava liiketoiminnan voitollisuudesta tai tappiollisuudesta huolimatta. Tämän vuoksi suuret korkokulut voivat huonoina taloudellisina aikoina pienentää yrityksen tulosta. Taloudellisen nousukauden aikana, vieraan pääoman vaikutus oman pääoman tuottoon on päinvastainen. Tätä velkaisuuden vaikutusta oman pääoman tuottoon kutsutaan vieraan pääoman vipuvaikutukseksi. Kun yritys lisää vieraan pääoman määrää, yritys tavoittelee parempaa oman pääoman tuottoa, mutta ottaa samalla suuremman riskin, jolloin oman pääoman systemaattinen riski kasvaa. (Kallunki & Niemelä 2007, 162.)

Rahoitusrakennetta mitataan yleensä omavaraisuusasteen ja nettovelkaantumisasteen tunnusluvuilla. Omavaraisuusaste kuvaa yrityksen vakavaraisuutta, tappionsietokykyä ja kykyä selviytyä sitoumuksistaan pitkällä aikavälillä (Yritystutkimusneuvottelukunta 2005, 61). Omavaraisuusasteen kaava on kuviossa 4.

$$\text{Omavaraisuusaste} = \frac{\text{Oikaistu oma pääoma}}{\text{Oikaistu taseen loppusumma - saadut ennakot}}$$

KUVIO 4. Omavaraisuusasteen laskentakaava (Yritystutkimusneuvottelukunta 2005, 61).

Nettovelkaantumisaste ottaa yrityksen likvidit varat huomioon paremmin kuin omavaraisuusaste. Sen osoittajassa on yrityksen korollisen vieraan pääoman ja kasvavien erotus. (Kallunki & Niemelä 2007, 167–168.) Nettovelkaantumisen kaava on kuviossa 5.

$$\text{Nettovelkaantuminen} = \frac{\text{Nettovelat}}{\text{Oikaistu oma pääoma}}$$

KUVIO 5. Nettovelkaantumisen laskentakaava (Kallunki & Niemelä 2007, 168).

Operatiivisella velkaisuudella tarkoitetaan kiinteiden ja muuttuvien kustannusten suhdetta esimerkiksi kokonaiskustannuksiin tai liikevaihtoon. Muuttuvat kustannukset vaihtelevat tuotantomäärän mukaan, joten ne vaikuttavat tulokseen vain siltä osin, kuin niitä on tarvittu tuloksen aikaansaamiseksi. Kiinteät kustannukset taas ovat tuotantomäärästä riippumattomia ja rasittavat tulosta huonoina taloudellina aikoina. Operatiivinen velkaisuus lisää liiketoiminnan ja osakkeen riskiä samalla tavoin kuin rahoitusrakenne. Operatiivisen velkaisuuden määrittämistä vaikeuttaa se, että kiinteiden ja muuttuvien kustannusten erottelu on luotettavasti usein hankalaa. (Kallunki & Niemelä 2007, 168.)

Operatiivinen velkaisuus on hyvin toimialasidonnaista, sillä saman toimialan yrityksillä on yleensä samanlainen kiinteiden ja muuttuvien kustannusten suhde. Yksi operatiivisen velkaantumisen mittari on yrityksen bruttoinvestoinnit. Ne voidaan suhteuttaa esimerkiksi liikevaihtoon. Operatiivisen velkaantumisen ja oman pääoman tuottovaatimuksen välillä on positiivinen lineaarinen yhteys eli kun yrityksen operatiivinen velkaisuus lisääntyy, tuottovaatimus nousee tasaisesti. (Kallunki & Niemelä 2007, 172.) Operatiivisen velkaantumisen kaava on kuviossa 6.

$$\text{Operatiivinen velkaantuminen} = \frac{\text{Bruttoinvestoinnit}}{\text{Liikevaihto}}$$

KUVIO 6. Operatiivisen velkaantumisen laskentakaava (Kallunki & Niemelä 2007, 172).

Tilinpäätösten perusteella saadut tunnusluvut pitää vielä muuttaa osittaisbeetoiksi. Ne saadaan kun tunnuslukuja verrataan saman toimialan yrityksiin tai listattuihin yrityksiin. Yritykset voidaan esimerkiksi laittaa tunnusluvun mukaan paremmuusjärjestykseen. Beetojen vaihteluväli on yleensä 0,5–2,2. Keskimääräisen yrityksen osittaisbeetat saavat noin yhden suuruisen arvon. Jos arvioitavan yrityksen mitattava ominaisuus on sitä vahvempi, saa beeta sitä matalamman arvon ja päinvastoin. Näin saatu tulos kerrotaan painokertoimella sen mukaan kuinka montaa riskiä käytetään. Jos riskejä on esimerkiksi kaksi, liikeriskin painokerroin on 50 % ja rahoitusrakenteen 50 %, joka jaetaan omavaraisuusasteeseen 25 % ja nettovelkaantumisasteeseen 25 %. Näin saadut tulokset lasketaan yhteen, jolloin saadaan kokonaisbeeta. (Balance Consulting Oy 2006.)

Pienten ja keskisuurten yritysten riskisyys on isoja yrityksiä korkeampi suhdanneherkkyydestä, markkina-asemasta, tavaransaannista ja kilpailuun liittyvistä tekijöistä johtuen. Tämän vuoksi tuottovaatimukseen on lisättävä vielä epälikvidisyyspremio, joka vaihtelee välillä 0,50–4,00 % liikevaihdon ollessa alle 100 miljoonaa euroa. Yrityksen henkilömäärän ollessa alle 20, epälikvidisyyspremio on aina vähintään 2,50 % korkean henkilöriippuvuuden vuoksi. (Balance Consulting Oy 2006.)

3.2.3 Koko pääoman tuottovaatimus

Oman ja vieraan pääoman tuottovaatimukset ovat koko pääoman tuottovaatimuksen määrittämisen lähtökohtana. Koko pääoman tuottovaatimus lasketaan oman ja vieraan pääoman tuottovaatimusten painotettuna keskiarvona. Painokertoimina käytetään oman ja vieraan pääoman osuuksia yrityksen kokonaispääomasta. Tällöin oman ja vieraan pääoman tuottovaatimukset vaikuttavat koko pääoman tuottovaatimukseen samassa suhteessa kuin pääomia on yrityksen kokonaispääomassa. Painokertoimia laskettaessa tulisi käyttää oman ja vieraan pääoman markkina-arvoja. Pienten yritysten painokertoimina käytetään usein yrityksen ilmoittamaa pitkän aikavälin tavoitepääomarakennetta. (Martikainen ym. 2006, 93–94.)

Oman ja vieraan pääoman tuottovaatimuksen ja markkina-arvon määrittämisen jälkeen voidaan määrittää koko pääoman tuottovaatimus WACC (weighted average cost of capital)(Martikainen ym. 2006, 93–94). Koko pääoman tuottovaatimuksen kaava on kuviossa 7.

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

E = yrityksen oman pääoman markkina-arvo

D = vieraan pääoman markkina-arvo

V = koko pääoman markkina-arvo

R_E = oman pääoman tuottovaatimus

R_D = vieraan pääoman tuottovaatimus

T_C = yhtiöverokanta

KUVIO 7. Koko pääoman tuottovaatimus (WACC) (Kallunki & Niemelä 2007, 178).

Koko pääoman tuottovaatimusta laskettaessa on huomioitava myös verotuksen vaikutus. Vieraan pääoman korkomaksut voidaan vähentää yrityksen verotuksessa, mutta osingot jaetaan vasta verojen jälkeisestä tuloksesta, eli ne eivät pienennä verotettavaa tulosta. Tämä tarkoittaa sitä, että verottaja maksaa yrityksen korkomaksuista veroprosentin suuruisen osuuden, jota kutsutaan vieraan pääoman veroeduksi. Se täytyy ottaa laskelmissa huomioon vieraan pääoman tuottovaatimusta pienentävänä tekijänä. (Kallunki & Niemelä 2007, 178.)

3.3 Arvonmääritysmallit

Yrityksen arvo voidaan laskea usealla eri tavalla. Todenmukaisin tulos saadaan käyttämällä eri menetelmiä ja yhdistämällä niistä saatuja arvoja. Laskentamalleissa joudutaan tekemään monista asioista oletuksia ja arvioita, joten samalla laskentamallilla voidaan saada monta eri tulosta. (Wikholm 2002.) Yleisimmin käytetyt arvonmääritysmallit ovat nykyarvomalleja eli oman pääoman arvo on eri ajanhetkinä saatavien rahamäärien nykyarvo (Kallunki & Niemelä 2007, 104). Seuraavaksi esitellään substanssiarvo, osinkoperusteinen malli, vapaan kassavirran malli sekä lisäarvomalli.

3.3.1 Substanssiarvo arvonmäärittämisessä

Substanssiarvolla tarkoitetaan sitä rahamäärää, joka saataisiin, jos yritys myisi kaiken varallisuutensa ja maksaisi velkansa pois. Kun yritys lopetettaisiin, jäljelle jäävä rahamäärä olisi substanssiarvo. Toimivan yrityksen arvo on kuitenkin yleensä suurempi kuin substanssiarvo. Omaisuuden käypä arvo voi olla taseessa olevia kirjanpitoarvoja korkeampi tai matalampi, esimerkiksi poistoista johtuen. Tämän vuoksi substanssiarvo voidaan laskea kahdella eri tavalla: tasesubstanssina tai markkinahintaisena substanssiarvona. Eri tavoin lasketut arvot voivat erota toisistaan huomattavastikin. (Lauriala 2008, 298; Ouluseutu 2008.)

Tasesubstanssilla tarkoitetaan arvoa, joka on laskettu suoraan tase-eristä käyttäen tase-erien kirjanpidollisia arvoja. Yrityksen todellinen arvo saadaan, kun varallisuus arvostetaan markkinahintaan eli siihen hintaan, jonka kustakin varallisuuserästä saisi, jos se myytäisiin vapailla markkinoilla. (Pasonen, Hiltunen & Turunen 2000, 61–62.)

Markkinahintaisen substanssiarvon määrittäminen vaatii työtä ja asiantuntemusta. Siinä kiinteälle omaisuudelle pyritään löytämään vertailukelpoinen hinta ja käytettyille koneille ja laitteille määritetään jälleenmyyntihinnat. Vaihto-omaisuus arvostetaan yleensä hankinta- tai markkinahintaan siten, että näistä valitaan pienempi.

Myyntisaamiset ja muut saamiset arvioidaan sen perusteella, millä todennäköisyydellä ne maksetaan eräpäivään mennessä. Jos saatavat ovat erääntyneet maksamattomina tai ne ovat riskisiä, määritetään nimellisarvoa matalampi arvo, jolloin saatavan epävarmuus huomioidaan. Pankkitalletukset arvostetaan nimellisarvoonsa, mutta muissa lyhyt- ja pitkäaikaisissa sijoituksissa joudutaan huomioimaan riski, jolloin arvo saattaa jäädä alle nimellisarvon. Aineettomien omaisuuserien markkinaarvon määrittäminen voi olla vaikeaa ja se selviää yleensä vasta arvioitaessa liikearvoa. Myös taseen ulkopuoliset vastuut pyritään arvioimaan rahamääräisenä. Velat voidaan vähentää nimellisarvoisina, jolloin velkoihin sisällytetään myös varaukset yrityksen sitoumuksiin liittyvistä riskeistä, kuten jo luovutettuihin, mutta vielä keskeneneräisiin toimituksiin liittyvät jälkityöt. (Pasonen ym. 2000, 61–62.)

3.3.2 Osinkoperusteinen malli

Osinkoperusteinen malli on perinteinen oman pääoman arvonmääritysmalli. Se on myös lähtökohtana vapaan kassavirran mallissa ja lisäarvomallissa. Osinkoperusteisen arvonmääritysmallin mukaan osakkeen arvo on yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen nykyarvo. Osinkoperusteisen mallin mukaan osakkeen arvo muodostuu päättymättömästä osinkovirrasta, sillä oman pääoman sijoituksella ei ole määräaikaa. Tulevien vuosien osinkojen nykyhetkeen diskonttaamisessa käytetty korkokanta on oman pääoman sijoittajien tuottovaatimus. (Kallunki & Niemelä 2007, 104–105.)

Osinkoperusteisen arvonmääritysmallin ongelmana on, että yritykset jakavat tuloksesta vain osan osinkoina ja jakosuhte vaihtelee vuosittain. Käytännössä luotettavia osinkoennusteita on yleensä mahdollista saada vain 1 - 2 vuodelle. Käyttämällä kahden tai useamman erisuuruisen kasvun jaksoa osinkoperusteisessa mallissa, voidaan lieventää tasaisen kasvun oletusta. (Kallunki & Niemelä 2007, 105-106.)

Kuvion 8 kaavassa vuotuiset osingot arvioidaan erikseen seuraaville vuosille, jonka jälkeen osinkojen kasvuvauhdiksi oletetaan g . Tämä kaava on osinkoperusteisista

malleista käyttökelpoisin, koska siinä yrityksen tulevat vuotuiset osingot arvioidaan niin pitkälle tulevaisuuteen kuin on luotettavasti mahdollista. Sen jälkeen arvioidaan osinkojen kasvuvauhti. (Kallunki & Niemelä 2007, 105–106.)

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{D_t(1+g)}{(r-g)(1+r)^t}$$

D_t = osingot vuonna t

r = korkokanta

g = osinkojen kasvuvauhti

KUVIO 8. Osinkoperusteinen malli (Kallunki & Niemelä 2007, 106).

Osinkoperusteisella mallilla voidaan laskea yrityksen arvo tiettynä tilinpäätösajan kohtana. Yrityksen myynti voi kuitenkin tapahtua keskellä tilikautta. Tällöin yrityksen myyntihetken arvo voidaan laskea käyttämällä esimerkiksi ns. ranskalaista koronlaskutapaa. Siinä korkopäivät lasketaan todellisten kalenteripäivien mukaan ja jakajana on 360 päivää. (Karjalainen 2005, 38.)

3.3.3 Vapaan kassavirran malli

Kassavirtaperusteista mallia käytetään paljon yrityksen arvonmäärittämisessä, koska tilinpäätöksen harkinnanvaraisuudet eivät vaikuta kassavirtoihin. Tilinpäätöksissä tilikauden tulokseen vaikuttaa menojen ja tulojen jaksottaminen eri tilikausille sekä erilaiset tilinpäätöskäytännöt. Kassavirtaperusteisessa arvonmäärittämisessä seurataan pelkästään tilikauden aikaisia kassaan- ja kassastamaksuja. Kassavirtaperusteisen mallin mukaan yrityksen arvo on tulevien kassavirtojen nykyarvo. (Kallunki & Niemelä 2007, 109–110.)

On olemassa useita erilaisia kassavirtamalleja, jotka poikkeavat hiukan toisistaan. Yleisimmin käytetty malli on kuitenkin vapaan kassavirran malli (FCF, free cash flow), jossa verot lasketaan siten, kuin yrityksellä ei olisi lainkaan korkomaksuja. Tällöin korkomaksujen verovähennysoikeus ei pienennä verojen määrää. Vapaalla kassavirralla tarkoitetaan kassavirtoja, jotka yritys voisi maksaa sijoittajille liike-toiminnan ja investointien aiheuttamien kassaan- ja kassastamaksujen jälkeen. (Martikainen ym. 2006, 142; Knüpfer & Puttonen 2007, 236.) Vapaan kassavirran laskelma on kuviossa 9.

| |
|----------------------------------|
| Liikevoitto |
| + Osuus osakkuusyhtiöistä |
| - Operatiiviset verot |
| - Rahoituskulujen verovaikutus |
| + Rahoitustuottojen verovaikutus |
| = Operatiivinen kassavirta |
| + Poistot |
| = Bruttokassavirta |
| - Muutos käyttöpääomassa |
| - Bruttoinvestoinnit |
| = Vapaa operatiivinen kassavirta |
| + / - Muut erät |
| = Vapaa kassavirta |

KUVIO 9. Vapaan kassavirran laskelma (Kallunki & Niemelä 2007, 113).

Kassavirtaa laskettaessa tulee selvittää yrityksen tulevat kassavirrat. Lähivuosien kassavirrat perustuvat yrityksen budjettiin ja myöhempien vuosien kassavirrat oletukseen jatkossa saatavista kassavirroista. Ostajan ja myyjän käsitys kassavirroista poikkeaa yleensä toisistaan. Ostaja arvelee saavansa oman osaamisensa avulla yrityksestä myyjää suuremman kassavirran. Kassavirtaa laskettaessa tulee myös rat-

kaista korkokanta, jonka avulla kassavirtojen nykyarvo lasketaan. Laskettaessa yrityksen arvoa vapaan kassavirran avulla, laskentakorkokantana käytetään markkina-arvoilla painotettua oman ja vieraan pääoman kustannusten keskiarvoa. Kun arvo lasketaan oman pääoman sijoittajan kannalta, oman pääoman nettojäämän nykyarvo lasketaan oman pääoman sijoittajan tuottovaatimusta käyttäen. (Leppiniemi 1999, 27–29.) Vapaan kassavirran mallin kaava on kuviossa 10.

$$P_0 = \frac{FCF_1}{1 + r_e} + \frac{FCF_2}{(1 + r_e)^2} + \dots + \frac{FCF_t}{(1 + r)^t} + \frac{FCF_t(1 + g)}{(r - g)(1 + r)^t}$$

FC
F = vapaa kassavirta
r = oman pääoman kustannus
g = osinkojen kasvuvauhti

KUVIO 10. Vapaan kassavirran malli (Kallunki & Niemelä 2007, 111).

Yksittäisen tilikauden kassavirrasta ei tule tehdä pitkälle meneviä johtopäätöksiä, sillä yksittäinen negatiivinen kassajäämä voi johtua siitä, että yrityksen toiminta on kannattamatonta ja se kuluttaa enemmän rahaa kuin ansaitsee. Yritys voi olla käyttänyt rahaa esimerkiksi investointeihin enemmän kuin se on tilikauden aikana ansainnut, koska sen tulonodotukset ovat niin suuret. Kassavirtojen nykyarvoissa jaksotusongelmat kuitenkin kompensoituvat. (Leppiniemi 1999, 26–27.) Vapaan kassavirtamenetelmän heikkoutena on tulevaisuuden määrittelyssä tarvittavat useat arviot ja ennusteet. Vapaa kassavirta antaa yleensä korkeamman arvon yritykselle kuin muut menetelmät, sillä yrityksen tuottoihin suhtaudutaan monesti optimistisesti, kun taas kustannukset ja investoinnit aliarvioidaan. (Wikholm 2002.)

3.3.4 Lisäarvomalli

Lisäarvomalli on tilinpäätösperusteinen arvonmäärittäysmalli, jonka lähtökohtana on osinkoperusteinen malli. Osinkoperusteista mallia on kehitetty niin, että osinkojen sijaan mallissa käytetään yrityksen voittoja. Lisäarvomallin mukaan yrityksen arvo muodostuu oman pääoman kirjanpidollisesta arvosta ja tulevista lisävoitoista. Diskonttaustekijänä käytetään oman pääoman tuottovaatimusta. Yrityksen tuottama lisävoitto on ennustetun voiton ja sijoittajien vaatiman voiton erotus. (Kallunki & Niemelä 2007, 120.) Lisäarvomallin kaava on kuviossa 11.

$$P_0 = BV_0 + \frac{ae_1}{1+r} + \frac{ae_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{ae_t}{(1+r)^t} + \frac{ae_t}{(r-g)(1+r)^t}$$

BV_0 = oma pääoma
 ae = lisäarvo
 r = korkokanta
 g = lisäarvon kasvuvauhti

KUVIO 11. Lisäarvomalli (Kallunki & Niemelä 2007, 120).

Lisävoitto kertoo, kuinka paljon yritys pystyy tekemään voittoa sijoittajien tuottovaatimusta enemmän. Lisävoiton ollessa positiivinen, yritys pystyy toiminnallaan tuottamaan taloudellista lisäarvoa sijoitetulle omalle pääomalle. Negatiivinen lisävoitto sen sijaan tarkoittaa, että yritys ei pysty tuottamaan taloudellista lisäarvoa ja tällöin yrityksen liiketoiminta vähentää omistajan varallisuutta. Lisäarvomallin etuna on, että osakkeen arvo on sen kirjanpidollinen arvo, johon on lisätty yrityksen tulevat taloudelliset lisäarvot. Tällöin diskontattava virta on tuloksen ja tuottovaatimuksen erotus. Koska osakkeen arvosta suuri osa tulee kirjanpidollisesta arvosta, tulevien voittojen ennustevirheet eivät vaikuta ratkaisevasti mallin antamiin tuloksiin. Lisäarvomallin etuna on myös, että mallissa käytetään tulosennusteita osinkojen tai kassavirtojen sijasta. (Kallunki & Niemelä 2007, 120–121.)

4 FIRMA OY:N YRITYSKAUPPAPROSESSI JA ARVONMÄÄRITYS

4.1 Yritysesittely

Firma Oy on vuonna 1996 perustettu jyvaskyläläinen yritys. Yrityksen päätoimiala on sähköasennustyöt ja sen toimialaluokka on 4321 TOL-2008 mukaan. Yrityksen pääasiallisiin tehtäviin kuuluvat sähköasennustyöt eli sähköjohtojen ja -laitteiden, valaistusjärjestelmien, valomainosten ja sähköverkkoon kiinteästi liitettävien laitteiden ja kodinkoneiden asennukset. Yrityksen asiakaskunta on hyvin laaja ja asiakkaita ovat niin yksityiset henkilöt kuin yrityksetkin. Yrityksen markkinaosuus on pieni, mutta sen liikevaihto on yli alansa mediaanin.

Firma Oy:n osakkaina on alusta asti toiminut viisi osakasta, joista jokainen omistaa 20 % yrityksen osakkeista. Kaikkiaan yrityksellä on 15 osaketta. Kaikki yrityksen osakkaat työskentelevät yrityksessä päätoimisesti. Lisäksi yrityksessä työskentelee yksi osa-aikainen toimistotyöntekijä sekä tarvittaessa palkattua lisätyövoimaa.

Firma Oy:n liikevaihto vuonna 2008 oli 530 263 euroa. Kahden viime vuoden aikana liikevaihto on hiukan laskenut, mutta aikaisempina vuosina se on ollut tasaisesti noin 580 000 euroa. Yrityksen vuoden 2008 voitto ennen veroja oli 3 197 euroa. Voitto on vaihdellut vuosittain, mutta yrityksen toiminta on kuitenkin aina ollut kannattavaa. Yrityksellä ei ole lainkaan korollista vierasta pääomaa ja yrityksen maksuvalmius on hyvä. Yritys on jakanut vuosittain osinkoa tulokseen nähden reilusti. Tarkasteltaessa yrityksen toimintaa pitkällä aikavälillä, voidaan todeta toiminnan olleen hyvin tasaista. Yrityksen tuloslaskelmat ja taseet vuosilta 2005–2008 ovat liitteenä (LIITE 1 ja LIITE 2).

4.2 Yrityskauppaprosessi

Yrityksen toimitusjohtajan mukaan yksi Firma Oy:n osakkaista aikoo myydä omistamansa osakkeet lokakuussa 2009. Myynti tapahtuu yrittäjän eläkkeelle jäämisen johdosta ja halusta luopua yrityksen osakkeista ennen sitä. Myynti toteutetaan osakekauppana, jossa myyjä myy kaikki omistamansa osakkeet eli 20 % yrityksen osakkeista. Tällöin yrityksen varat ja velat eivät siirry uudelle omistajalle vaan pysyvät yrityksellä. Toimitusjohtaja kertoi, että kauppa vaikuttaa yrityksen toimintaan vain siten, että kaupan jälkeen yrityksessä todennäköisesti työskentelee yksi työntekijä vähemmän. Yrittäjät ovat harkinneet yrityksen omien osakkeiden ostamista ja sen jälkeen mitätöimistä, mutta todennäköisintä on, että osakkeet myydään yrityksen muille osakkaille tai ulkopuoliselle henkilölle.

Toimitusjohtajan mukaan Firma Oy:n yhtiöjärjestyksessä on lunastuslauseke. Sen mukaan muilla osakkeenomistajilla ja yrityksellä on oikeus lunastaa myytävät osakkeet. Ensisijainen lunastusoikeus on muilla osakkailla. Jos useampi osakas haluaa lunastaa osakkeet, ne jaetaan omistajien omistamien osakkeiden mukaisessa suhteessa. Jos osakkeiden jako ei tällöin mene tasan, ylijääneet osakkeet jaetaan arvalta. Yritys voi lunastaa osakkeet, jos kukaan osakkeenomistajista ei halua niitä lunastaa. Lunastushintaa ei yrityksen yhtiöjärjestyksessä ole määritelty eikä yrityksellä ole osakassopimusta, jossa lunastushinta olisi määritelty eri tilanteita varten eri tavalla laskettavaksi.

Toimitusjohtajan mukaan lunastuslauseketta ei todennäköisesti tulla yrityksen osakekaupassa käyttämään. Yrittäjien tavoitteena on suorittaa kauppa yritykselle parhaalla tavalla, ja tämän vuoksi myyjä haluaa myydä osakkeet ensisijaisesti muille osakkaille, jotta yrityksen toiminta pysyisi alkuperäisten osakkaiden hallinnassa. Jos muut osakkaat eivät ole kiinnostuneita ostamaan osakkeita, tulee ulkopuolisille myynti kyseeseen.

Firma Oy:n toimitusjohtajan mukaan yrityksen yhtiöjärjestyksessä ei ole suostumuslauseketta. Tämä tarkoittaa, että osakas voi myydä osakkeensa ilman, että siihen tarvitaan hallituksen päätöstä. Tällöin osakkaaksi voi tulla henkilö, jota muut osakkaat eivät hyväksy tai joka ei ole yritykselle hyväksi. Tällaisessa tapauksessa muut osakkaat voivat estää ei-toivotun henkilön pääsyn yritykseen käyttämällä lunastuslauseketta.

Toimitusjohtajan mukaan Firma Oy:n yrityskauppaa toteutettaessa on tarkoitus laatia salassapitosopimus. Sopimuksella pyritään estämään mahdollista ostajaa luovuttamasta yrityksen salaisia tietoja ulkopuolisille tai käyttämästä tietoja väärin tarkoituksiin. Salassapidettäväksi tiedoksi on tarkoitus määritellä kaikki yritystä koskevat tiedot. Salassapitovelvoitetta ei rajoiteta vaan se on pysyvää. Jos osakkeet myydään ulkopuoliselle henkilölle, salassapitosopimus tehdään ainakin suullisesti, mutta mahdollisesti myös kirjallisesti. Muiden osakkaiden ostaessa osakkeet, ei salassapitosopimusta tarvita.

Kun osakkeille on löytynyt sopiva ostaja, laaditaan kauppakirja. Toimitusjohtajan mukaan kauppakirjan laatimisessa aiotaan käyttää ammattilaisen apua, ja se pyritään laatimaan mahdollisimman yksityiskohtaisesti, jotta välttyttäisiin myöhemmiltä riitatilanteilta. Osakkeiden kauppahinta on tarkoitus määrittää kiinteänä summana, joka maksetaan kauppakirjan allekirjoitushetkellä.

Firma Oy:n toimitusjohtajan mukaan osakkeiden luovutus pyritään toteuttamaan samana päivänä kuin kauppakirjan allekirjoitus. Tällöin vältetään kauppakirjan allekirjoituksen ja osakkeiden luovutuksen välisenä ajankohtana tapahtuvilta vastuilta. Firma Oy:llä ei ole olemassa osakekirjoja, joten osakkeet siirtyvät myyjältä ostajalle pelkän kauppakirjan perusteella.

4.3 Pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen

Firma Oy:n pääoman tuottovaatimuksen laskeminen aloitetaan arvioimalla yrityksen tulevien vuosien pääomarakenne. Vuonna 2008 yrityksellä oli omaa pääomaa 160 437 euroa ja korotonta vierasta pääomaa 60 725 euroa. Korollista vierasta pääomaa yrityksellä ei ole ollut lainkaan. Yrityksen toimitusjohtaja arvioi pääomarakenteen pysyvän tulevaisuudessa samankaltaisena. Vuonna 2009 oman pääoman arvioidaan pienenevän, mutta seuraavina vuosina jälleen kasvavan. Korottoman vieraan pääoman arvioidaan pysyvän samansuuruisena kuin aikaisempinakin vuosina. Korollista vierasta pääomaa ei arvioida jatkossakaan tarvittavan. Toimitusjohtajan arvioima pääomarakenne vuosille 2009–2011 on taulukossa 1.

TAULUKKO 1. Firma Oy:n pääomarakenne.

| | 2009 | 2010 | 2011 | Keskiarvo |
|--------------------------|---------|---------|---------|-----------|
| Oma pääoma | 146 125 | 157 822 | 170 541 | 158 163 |
| Korollinen vieras pääoma | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Koko pääoma | 146 125 | 157 822 | 170 541 | 158 163 |

Pääomarakenteen arvioinnin jälkeen määritetään vieraan pääoman tuottovaatimus, koska se on pääomalajeista helpoiten määritettävissä. Vieraan pääoman tuottovaatimus on se tuotto, jonka yrityksen vieraan pääoman sijoittajat vaativat yrityksen luotoille. Firma Oy:llä ei ennusteen mukaan tule olemaan korollista vierasta pääomaa lainkaan. Tällöin yritys ei maksa korkoa vieraasta pääomasta, eikä vieraalla pääomalla myöskään ole tuottovaatimusta.

Yrityksen oman pääoman tuottovaatimus on vaikeampi määrittää. Firma Oy:n oman pääoman tuottovaatimus määritetään CAP-mallin avulla. Määrittäminen aloitetaan laskemalla beeta-kerroin. Koska yritys on listaamaton yritys, käytetään määrittämisessä tilinpäätöksestä laskettuja liikeriskin ja rahoitusrakenteen tunnuslukuja. Operatiivisen velkaantumisen tunnuslukua ei käytetä, koska yrityksellä ei ole lain-

kaan bruttoinvestointeja. Liikeriski saadaan jakamalla yrityksen vuosien 2005–2008 liikevoiton keskihajonta liikevoiton keskiarvolla. Rahoitusrakenteen tunnuslukuina käytetään omavaraisuusastetta ja nettovelkaantumistasetta. Omavaraisuusaste lasketaan jakamalla vuoden 2008 oma pääoma taseen loppusummalla ja nettovelkaantumistasetta jakamalla nettovelat omalla pääomalla. Nettovelat saadaan vähentämällä korollisesta vieraasta pääomasta rahat ja pankkisaamiset. Liikeriski, omavaraisuusaste ja nettovelkaantuminen on laskettu kuviossa 12.

| | | | | |
|---------------------|---|-----------------------------------|---|----------|
| Liikeriski | = | $\frac{13\,068,04}{20\,339,69}$ | = | 64,25 % |
| Omavaraisuusaste | = | $\frac{160\,437,35}{221\,162,82}$ | = | 72,54 % |
| Nettovelkaantuminen | = | $\frac{-23\,048,76}{160\,437,35}$ | = | -14,37 % |

KUVIO 12. Firma Oy:n liikeriski, omavaraisuusaste ja nettovelkaantuminen.

Seuraavaksi tunnusluvut muutetaan beeta-arvoiksi. Beeta-arvot saadaan vertaamalla yritystä listattujen yritysten liikeriskiin ja rahoitusrakenteeseen. Vertailussa käytetään 49 satunnaisesti valitun listatun yrityksen tilinpäätöstietoja. Kun Firma Oy:n tiedot lasketaan mukaan, on yrityksiä yhteensä 50. Yritykset laitetaan tunnusluvun mukaisesti paremmuusjärjestykseen ja lasketaan yrityksen sijoitus listalla. Firma Oy:n liikeriskin sijaksi saadaan 41, omavaraisuusasteen sijaksi 3 ja nettovelkaantumisen sijaksi 8.

Kaikkien yritysten beetojen vaihteluväli on 0,5–2,2. Tällöin beeta-arvot saadaan laskettua kaavalla: $(2,2 - 0,5) \times \text{sijoitus vertailuryhmässä} / \text{vertailuyritysten lukumäärä}$. Beeta-arvot korjataan vielä kertomalla ne painokertoimilla, jolloin saadaan osittaisbeetat. Koska yrityksen beeta-arvon määrittämisessä on käytetty kahta riskin osa-alueita, liikeriskiä ja rahoitusrakennetta, molempia painotetaan 50 %:lla.

Rahoitusrakenteen painokerroin jakaantuu omavaraisuusasteeseen 25 % ja nettovelkaantumiseen 25 %. Laskemalla osittaisbeetat yhteen saadaan kokonaisbeetaksi 0,791. Kokonaisbeeta on laskettu taulukossa 2.

TAULUKKO 2. Firma Oy:n beetakerroin.

| | Beeta-arvo | Painokerroin | Osittaisbeeta |
|---------------------|------------|--------------|---------------|
| Liikeriski | 1,394 | 50 % | 0,697 |
| Omavaraisuusaste | 0,102 | 25 % | 0,026 |
| Nettovelkaantuminen | 0,272 | 25 % | 0,068 |
| Kokonaisbeeta | | | 0,791 |

Kun beeta-kerroin on selvitetty, lasketaan oman pääoman tuottovaatimus. Riskitömänä tuottona käytetään Suomen valtion 10 vuoden obligaatioiden tuottoa 4,02 % (Suomen pankki 2009). Markkinaportfolion riskilisänä käytetään Kallunkin & Niemelän (2007, 140) määrittelemää keskimääräistä riskilisää 30 vuoden ajalta eli riskilisa on 4,60 %. Oman pääoman tuottovaatimukseksi saadaan näin: $4,02 \% + 0,791 \times 4,60 \% = 7,66 \%$.

Pienten yritysten riskisyys on isoja yrityksiä korkeampi, joten oman pääoman tuottovaatimukseen on vielä lisättävä epälikvidiyslisä. Sen arvioidaan olevan 3,5 %, koska yritys on suhteellisen pieni ja yrityksen toiminta on hyvin paljon sidoksissa henkilöstöön. Tällöin oman pääoman tuottovaatimukseksi saadaan: $7,66 \% + 3,5 \% = 11,16 \%$.

Kun oman ja vieraan pääoman tuottovaatimukset on määritelty, lasketaan koko pääoman tuottovaatimus. Markkina-arvona käytetään vuosien 2009–2011 ennustettua keskimääräistä pääomaa. Koska yrityksellä ei arvioida olevan lainkaan korollista vierasta pääomaa, koko pääoman tuottovaatimukseksi saadaan 11,16 % eli sama kuin oman pääoman tuottovaatimus.

4.4 Yrityksen arvonmääritys

Firma Oy:n arvo lasketaan vuosien 2005–2008 toteutuneiden lukujen sekä vuosille 2009–2011 arvioitujen lukujen perusteella (LIITE 3 ja LIITE 4). Arvioinnin on tehnyt yrityksen nykyinen toimitusjohtaja olettaen, että osakkeet myydään muille osakkaille tai yrityksen ulkopuoliselle henkilölle ja että myynnin jälkeen yrityksessä työskentelee vain neljä työntekijää. Yrityksen tilinpäätöksiä ei ole oikaistu, koska niissä ei ole oikaistavaa.

4.4.1 Substanssiarvo

Firma Oy:n substanssiarvo lasketaan kahdella eri tavalla: tasesubstanssina ja markkinasubstanssina. Tasesubstanssi saadaan yrityksen viimeisimmästä tilinpäätöksestä vuodelta 2008 vähentämällä yrityksen varoista sen velat. Näin tasesubstanssiksi saadaan 160 437 euroa. Tasesubstanssi on vielä oikaistava markkinasubstanssiksi. Koska yrityskauppa toteutuu vasta lokakuussa 2009, markkinasubstanssi lasketaan tälle ajankohdalle. Markkinasubstanssissa yrityksen varat arvostetaan siihen hintaan, jonka kustakin varallisuuserästä saisi, jos se myytäisiin vapailla markkinoilla.

Firma Oy:n markkinasubstanssiksi saadaan 121 485 euroa. Arvo saadaan oikaisemalle rahoja ja pankkisaamisia vähentämällä vuonna 2009 jaettavat osingot 16 000 euroa. Toimitusjohtaja arvioi vieraan pääoman, saamisten ja sijoitusten olevan markkina-arvossaan ja pysyvän samansuuruusina lokakuuhun saakka. Koneiden ja kaluston arvon toimitusjohtaja arvioi olevan hyvin pieni, joten se jätetään tasearvoonsa. Vaihto-omaisuus on taseeseen merkitty hankintahintaansa ja sen arvioidaan olevan lokakuussa 2009 pienempi. Keskenäisiä tuotteita toimitusjohtaja arvioi olevan 42 000 euron ja valmiita tuotteita 85 000 euroa arvosta. Yrityksen tase- ja markkinasubstanssi on laskettu liitteessä (LIITE 5).

4.4.2 Osinkoperusteinen malli

Osinkoperusteisessa mallissa yrityksen arvo on yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen nykyarvo. Tulevaisuudessa jaettavien osinkojen määrittely on hyvin vaikeaa, sillä osingonjakoon vaikuttavat monet tekijät, kuten yrityksen maksukyky ja voitonjakokelpoiset varat. Usein näitä tekijöitä ei voida ennustaa etukäteen. Firma Oy:n aikaisempien vuosien osingonjako on ollut tasaisesti kasvavaa ja osinkojen määrä on kasvanut noin 5 % vuodessa. Toimitusjohtaja arvioi seuraavien vuosien osingonjaon olevan hiukan maltillisempaa. Muutamana seuraavana vuonna yrityksen osingonjako tulee olemaan runsasta tulokseen nähden, mutta koska yrityksellä ei ole korollista vierasta pääomaa eikä suuria investointeja ole tiedossa, on osingonjako perusteltua. Lisäksi yrityksellä on voitonjakokelpoisia varoja runsaasti ja maksukykyisyyden arvioidaan pysyvän hyvänä.

Firma Oy:n arvonmäärityksessä käytetään kaavaa, jossa osingot arvioidaan niin pitkälle kuin on luotettavasti mahdollista ja siitä eteenpäin arvioidaan osinkojen kasvuvauhti. Diskonttaustekijänä laskelmissa käytetään oman pääoman tuottovaatimusta 11,16 %. Vuodesta 2012 alkaen toimitusjohtaja arvioi osinkojen kasvavan 2 % vuodessa. Taulukossa 3 on laskettu tulevien vuosien osinkojen nykyarvo.

TAULUKKO 3. Firma Oy:n tulevaisuuden osinkojen nykyarvot.

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012- | Yhteensä |
|-------------------|--------|--------|--------|---------|----------|
| Jaettavat osingot | 16 000 | 16 400 | 16 700 | 185 961 | 235 061 |
| Nykyarvo 1.1.2009 | 14 394 | 13 272 | 12 158 | 135 387 | 175 211 |

Laskelmassa täytyy vielä huomioida, että osakkeiden kauppa tapahtuu vasta loka-kuussa 2009. Aikaviive huomioidaan kertomalla osinkojen nykyarvo oman pääoman tuottovaatimuksella ja korkopäivillä ja lisäämällä tulos nykyarvoon. Näin yrityksen osinkojen nykyarvoksi saadaan: $175\,211 + (175\,211 \times 0,1116 \times (273 / 360)) = 190\,039$ euroa.

4.4.3 Vapaan kassavirran malli

Vapaan kassavirran mallissa yrityksen arvo on yrityksen tulevaisuudessa tuottamien vapaiden kassavirtojen nykyarvo. Nykyarvo saadaan diskonttaamalla vapaa kassavirta oman pääoman tuottovaatimuksella. Firma Oy:n vapaat kassavirrat lasketaan vuosien 2009–2011 tulos- ja tase-ennusteiden perusteella. Verot lasketaan laskelmassa siten kuin yrityksellä ei olisi lainkaan korkomaksuja, jolloin korkomaksujen verovähennysoikeus ei pienennä verojen määrää. Vapaa kassavirta on laskettu liitteessä (LIITE 6).

Yrityksen vapaa kassavirta on aikaisempina vuosina vaihdellut samoin kuin se laskelman mukaan vaihtelee seuraavinakin vuosina. Toimitusjohtaja arvioi vapaan kassavirran kasvavan 2 % vuodessa vuodesta 2012 alkaen. Yrityksen arvoa laskettaessa käytetään kaavaa, jossa kassavirrat arvioidaan niin pitkälle kuin on mahdollista ja sen jälkeen arvioidaan kasvuvauhti. Diskonttaustekijänä laskelmissa käytetään oman pääoman tuottovaatimusta 11,16 %. Firma Oy:n vapaan kassavirran nykyarvo on laskettu taulukossa 4.

TAULUKKO 4. Firma Oy:n vapaiden kassavirtojen nykyarvot.

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012- | Yhteensä |
|-------------------|--------|--------|--------|---------|----------|
| Vapaa kassavirta | 13 307 | 35 365 | 26 005 | 289 575 | 364 252 |
| Nykyarvo 1.1.2009 | 11 971 | 28 620 | 18 933 | 210 822 | 270 346 |

Koska osakkeiden myynti tapahtuu vasta lokakuussa 2009, on vapaan kassavirran mallissa huomioitava myynnin ajankohta samoin kuin osinkoperusteisessa mallissa. Vapaan kassavirran nykyarvo saadaan seuraavasti: $270\,346 + (270\,346 \times 0,1116 \times (273 / 360)) = 293\,225$ euroa. Tästä summasta vähennetään vielä vuonna 2009 jaettava osinko 16 000 euroa, joka pienentää yrityksen kassavaroja. Tällöin yrityksen arvo lokakuussa 2009 on 277 225 euroa.

4.4.4 Lisäarvomalli

Lisäarvomallissa osakkeen arvo muodostuu oman pääoman kirjanpidollisesta arvosta ja tulevista lisävoitoista. Lisäarvomalli lasketaan samalla tavalla kuin vapaan kassavirran malli ja osinkoperusteinen malli, mutta osinkojen ja vapaan kassavirran sijaan käytetään yrityksen tulosta. Firma Oy:n lisäarvo lasketaan vuosien 2009–2011 tulos- ja tase-ennusteiden sekä arvioitujen osinkojen perusteella. Yrityksen toimitusjohtaja arvioi tuloksen pienenevän vuonna 2009, mutta sen jälkeen kasvavan tasaisesti. Vuodesta 2012 alkaen toimitusjohtaja arvioi lisäarvon kasvavan 2 % vuodessa. Diskonttaustekijänä laskelmissa käytetään oman pääoman tuottovaatimusta 11,16 %. Firma Oy:n lisäarvo lasketaan vähentämällä arvioidusta tuloksesta yrittäjien vaatima tuotto ja diskonttaamalla saatu arvo nykyarvoksi. Vuodesta 2009 alkaen saatavien lisäarvojen nykyarvo on laskettu taulukossa 5.

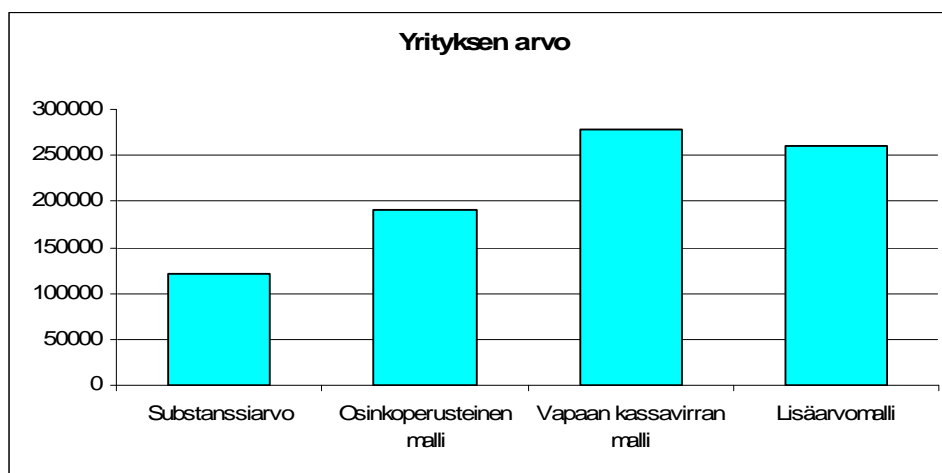
TAULUKKO 5. Firma Oy:n lisäarvojen nykyarvot.

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012- | Yhteensä |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| Osingot | 16 000 | 16 400 | 16 700 | | |
| Oma pääoma | 146 124 | 157 822 | 187 241 | | |
| Ennustettu tulos | 1 687 | 28 098 | 29 419 | | |
| Jakamaton voitto / vuosi | -14 313 | 11 698 | 12 719 | | |
| Oman pääoman tuottovaatimus | 17 905 | 16 307 | 17 613 | | |
| Lisäarvo | -16 217 | 11 790 | 11 806 | 131 462 | 138 840 |
| Nykyarvo | -14 589 | 9 542 | 8 595 | 95 709 | 99 257 |

Vuodesta 2009 alkaen saatavien lisäarvojen nykyarvo on 99 257 euroa. Summaan lisätään vielä vuoden 2008 kirjanpidollinen oma pääoma, jolloin yrityksen oman pääoman arvoksi saadaan: $99\,257 + 160\,437 = 259\,694$ euroa.

4.4.5 Johtopäätökset

Firma Oy:n arvo laskettiin neljällä eri arvonmääritysmallilla: substanssiarvona, osinkoperusteisella mallilla, vapaan kassavirran mallilla ja lisäarvomallilla. Jokainen malli antoi erilaisen tuloksen. Alhaisin arvo saatiin substanssiarvona 121 485 euroa ja korkein arvo vapaan kassavirran mallilla 277 225 euroa. Kaikissa arvonmääritysmenetelmissä käytettiin diskonttaustekijänä oman pääoman tuottovaatimusta 11,16 %. Vuosien 2009–2011 tulos- ja tase-ennusteet sekä vuodesta 2012 alkaen arvioitu yrityksen kasvu 2 % perustuivat toimitusjohtajan arvioon. Kuviossa 13 on kuvattu eri arvonmääritysmalleilla saatuja arvoja.



KUVIO 13. Firma Oy:n arvo eri arvonmääritysmalleilla.

Yrityksen substanssiarvo 122 485 euroa on oleellisesti pienempi kuin muilla malleilla saadut arvot. Tämä johtuu siitä, että substanssiarvossa on huomioitu vain yrityksen konkreettiset varat vähennettynä veloilla. Yrityksen liikearvoa ei tässä mallissa ole huomioitu lainkaan. Substanssiarvoa pienentävät yrityksen lähes olematon kalusto sekä vuokratiloissa toimiminen. Vaihto-omaisuuden pienentyminen tilinpäätöksen ja kauppahetken välisenä ajankohtana pienentää substanssiarvoa huomattavasti, samoin kuin osingonjako.

Osinkoperusteisen mallin mukaan yrityksen arvoksi saatiin 190 039 euroa. Osinkojen arvioiminen etukäteen on vaikeaa ja niihin vaikuttavat monet eri tekijät, joita ei voida etukäteen ennustaa. Muutamana vuonna osinkoa arvioidaan jaettavan enemmän kuin mitä yrityksen tulos on. Yrityksen aikaisempina vuosina jakamiin osinkoihin verrattuna osinkojen ennustettu kasvu on kuitenkin maltillista ja näin ollen hyvin realistista.

Vapaan kassavirran mallilla yrityksen arvoksi saatiin 277 225 euroa. Vapaan kassavirran malli perustuu moniin oletuksiin ja arvioihin. Yleensä se antaa yritykselle korkeamman arvon kuin muut mallit, koska yrityksen tuotot arvioidaan monesti korkeammiksi kuin kulut. Firma Oy:n tulevaisuuden ennusteet on pyritty tekemään mahdollisimman todennukaisesti, mutta arvon arvioidaan kuitenkin olevan hiukan liian korkea verrattuna muihin malleihin.

Lisäarvomallilla yrityksen arvoksi saatiin 255 095 euroa. Lisäarvomalli antaa yleensä malleista oikeamman kuvan yrityksen arvosta, koska siinä arvo lasketaan pääosin vuoden 2008 toteutuneesta tilinpäätöksestä. Tällöin tulevien vuosien ennusteista aiheutuneet virheet eivät vaikuta arvoon olennaisesti.

Yrityksen arvoa määritettäessä pienetkin virheet ennusteissa saattavat muuttaa yrityksen arvoa olennaisesti. Tämän vuoksi todennukaisin arvo saadaan käyttämällä useita eri malleja ja vertailemalla niitä keskenään. Arvonmääritysmalleilla saatujen arvojen perusteella voidaan todeta lisäarvomallin kuvaavan parhaiten yrityksen arvoa. Vähemmistöosuuden kaupassa kauppahinta on kuitenkin yleensä lähempänä substanssiarvoa kuin tuottoarvoja. Se, millä hinnalla yrityskauppa todellisuudessa toteutuu, on riippuvainen myyjästä ja ostajasta sekä heidän tulevaisuuden suunnitelmistaan.

5 YHTEENVETO

Seuraavien viiden vuoden aikana 70 000 yrittäjää on jäämässä eläkkeelle. Yrityskauppa on ajankohtaista erityisesti pienissä teollisuuden ja rakentamisen yrityksissä. Yrityskauppa on monimutkainen prosessi, joka on suunniteltava ja valmisteltava huolellisesti etukäteen.

Tämän opinnäytetyön tarkoituksena oli tutkia, miten pienen osakeyhtiön yrityskauppa voidaan toteuttaa ja miten yrityksen arvo lasketaan. Opinnäytetyön teoriaosuudessa selvitettiin yrityskaupan muodot ja rajoitukset sekä tarvittavat sopimukset ja luovutustavat. Lisäksi selvitettiin yrityksen arvonmäärittämisprosessin eteneminen, pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen ja erilaiset arvonmäärittäsmallit. Empirisessä osuudessa tutkittiin, miten case-yrityksen yrityskauppa on tarkoitettu toteuttaa ja mikä on yrityksen arvo. Tutkimus toteutettiin kvantitatiivisena tutkimuksena. Tutkimusta varten haastateltiin case-yrityksen toimitusjohtajaa ja analysoitiin toteutuneita tilinpäätösaineistoja.

Tutkimus osoitti, että on olemassa monia erilaisia tapoja toteuttaa yrityskauppa. Se voidaan toteuttaa joko osakekauppana tai liiketoiminnan kauppana. Osakekauppaa voidaan rajoittaa yhtiöjärjestyksessä olevilla lunastus- ja suostumuslausekkeilla. Yrityskauppaa suunniteltaessa tulee laatia useita sopimuksia, joista pienelle yritykselle tärkeimpiä ovat salassapitosopimus ja kauppakirja. Liiketoiminnan tai osakkeiden luovutus voi tapahtua kauppakirjan allekirjoitushetkellä tai sovittuna myöhemmänä ajankohtana.

Yrityskaupan tärkein tekijä on kauppahinta. Se voidaan määrittää erilaisilla arvonmäärittäsmalleilla, jotka mittaavat yritykseen sijoitetun pääoman arvoa. Arvonmäärittämenetelmät perustuvat yrityksen tulevaisuuden arviointiin. Tämän vuoksi on tärkeää pystyä arvioimaan yrityksen tulevaisuus mahdollisimman realistisesti. Jos yrityksen tulevaisuutta ei pystytä arvioimaan oikein, eivät myöskään arvonmäärittäsmallit anna oikeaa kuvaa yrityksen arvosta.

Case-yrityksen yrityskauppa on tarkoitus toteuttaa osakekauppana lokakuussa 2009. Yrityksen yhtiöjärjestyksessä on lunastuslauseke, johon muut osakkaat voivat vedota halutessaan lunastaa osakkeet. Yrityskaupassa on tarkoitus tehdä tarvittavat sopimukset ja luovutus pyritään toteuttamaan kauppakirjan allekirjoitushetkellä. Case-yrityksen arvo laskettiin neljällä eri arvonmääritysmallilla. Arvot laskettiin toimitusjohtajan arvioimien tulos- ja tase-ennusteiden pohjalta. Jokainen malli antoi eri tuloksen. Todennäköisin yrityksen arvo saatiin lisäarvomallilla, mutta koska kyseessä on yhden osakkaan omistamien osakkeiden kauppa, on substanssiarvo lähempänä oikeaa arvoa.

Opinnäytetyöstä nousi esiin useita jatkotutkimusaiheita. Tutkimuksessa voisi esimerkiksi tutkia, miten case-yrityksen yrityskauppa todellisuudessa toteutui ja vastasiko kauppahinta arvonmääritysmalleilla saatuja tuloksia. Lisäksi voisi tutkia miten yrityksen arvoa voitaisiin kasvattaa, jotta kauppahinnasta tulisi mahdollisimman korkea.

Tätä opinnäytetyötä voivat hyödyntää pienet yrityskauppaa suunnittelevat osakeyhtiöt. Opinnäytetyön avulla voidaan selvittää yrityskauppaan liittyvät mahdollisuudet ja rajoitukset sekä tarvittavat sopimukset ja luovutustavat. Arvonmääritysmallien avulla voidaan laskea yrityksen arvo ja määritellä kauppahinta.

Itselleni tämä opinnäytetyö toi paljon lisätietoa yrityskauppaprosessista ja arvonmäärityksestä. Aihe oli hyvin mielenkiintoinen ja haastava, mutta mielestäni sain hyvin selvitettyä asetetut tutkimusongelmat. Yrityskauppaprosessissa ja arvonmäärittämisessä riittää kuitenkin opittavaa vielä tulevaisuudessakin. Uskon, että opinnäytetyöstä on minulle hyötyä, niin nykyisessä työssäni kuin tulevaisuuden työtehtävissäkin.

LÄHTEET

Kirjalliset lähteet

Blummé, N., Pitkänen, T., Raunio, M. & Äärilä, L. 2008. Yritystoiminnan uudelleenjärjestely. Helsinki: KHT-Media Oy.

Bremer, M., Kurkela, M. & Svernlöv, C. 2005a. Yrityskauppakoulu, osa 1. Tilintarkastus 2/2005, 18 - 23.

Bremer, M., Kurkela, M. & Svernlöv, C. 2005b. Yrityskauppakoulu, osa 3. Tilintarkastus 4/2005, 47 - 56.

Bremer, M., Kurkela, M. & Svernlöv, C. 2005c. Yrityskauppakoulu, osa 5. Tilintarkastus 6/2005, 86 - 91.

Heinonen, J. 2005. Yrityksen sukupolven- ja omistajanvaihdos. Helsinki: Tietosanomaa Oy.

Hemmo, M. & Hoppu, K. 2007. Sopimusoikeus. Päivitettävä irtolehtikansio. Helsinki: WSOYpro.

Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 2007. Tutki ja kirjoita. 13. osin uudistettu painos. Helsinki: Tammi.

Immonen, R. 2006. Yritysjärjestelyt. 3. uudistettu painos. Helsinki: Talentum Media Oy.

Kallunki, J-P. & Kytönen, E. 2007. Uusi tilinpäätösanalyysi. 6. painos. Helsinki: Talentum Media Oy.

Kallunki, J-P. & Niemelä, J. 2007. Uusi yrityksen arvonmääritys. 4. painos. Enterprise Adviser-sarja. Helsinki: Talentum Media Oy.

Karjalainen, L. 2005. Optimi: Matematiikkaa talouselämän ammattilaisille. 5. uudistettu painos. Mikkeli: Pii-Kirjat Ky.

Knüpfer, S. & Puttonen, V. 2007. Moderni rahoitus. 3. uudistettu painos. Helsinki: WSOYpro.

Lauriala, J. 2008. Rahoitusstrategia. Modernin rahoitusoikeuden luomat mahdollisuudet. Helsinki: WSOYpro.

Leppiniemi, J. 1999. Omaisuuden arvo: Arvonmääritys, tilinpäätös, verotus. Helsinki: Kauppakaari Oyj.

Leppiniemi, J. 2009. Rahoitus. 5. uudistettu painos. Helsinki: WSOY Oppimateriaalit Oy.

Martikainen, T. & Martikainen, M. 2006. Rahoituksen perusteet. 6. uudistettu painos. Helsinki: WSOY Oppimateriaalit Oy.

Mähönen, J., Säiläkivi, A. & Villa, S. 2006. Osakeyhtiölaki käytännössä. Helsinki: WSOYpro.

Pasonen, E., Hiltunen, M. & Turunen, H. 2000. Miten myyn yritykseni - käytännön opas PK-yrittäjälle. Helsinki: Kauppakaari Oyj.

Reinikainen, M., Pelkonen, J. & Lydman, K. 2007. Uusi osakeyhtiölaki. Helsinki: Tietosanoma Oy.

Salmi, I. 2006. Mitä tilinpäätös kertoo? 4. uudistettu painos. Helsinki: Edita Publishing Oy.

Siikarla, P. 2006. Osakeyhtiölaki & käytäntö. 1. painos. Helsinki: Yrityskirjat Oy.

Yritystutkimusneuvottelukunta. 2005. Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi. 8. korjattu painos. Helsinki: Gaudeamus.

Elektroniset lähteet

Balance Consulting Oy. 2006. Balance arvo. Balance Consulting Oy [viitattu 15.2.2009]. Saatavissa: http://www.balanceconsulting.fi/palvelu/download/raportit/malli_balance_arvo.pdf.

Consumer Compass. 2009. Kvantitatiivinen tutkimus. Consumer Compass [viitattu 6.3.2009]. Saatavissa: <http://www.consumercompass.fi/fi/tutkimus/kvanti/>.

Ouluseutu, yrityspalvelut. 2008. Yrityksen perustaminen Ouluseudulle. Ouluseutu [viitattu 14.2.2009]. Saatavissa: <http://www.oulu.ouka.fi/ouluseutu/yrityspalvelut/perustamisopas/ostaminen.htm>.

Proman Oy. 2009. Yritysvälitys. Proman Oy [viitattu 6.3.2009]. Saatavissa: <http://www.proman.fi/yritysvalitys.html>.

Suomen omistajanvaihdosseura. 2009. Omistajanvaihdospalveluille laadukas verkosto koko Suomeen. Suomen omistajanvaihdosseura [6.3.2009]. Saatavissa: <http://www.omistajanvaihdosseura.org/omistajanvaihdob.html>.

Suomen pankki. 2009. Rahoitusmarkkinat: Tilastokatsaus 3/2009. Suomen pankki [viitattu 4.3.2009]. Saatavissa: http://www.suomenpankki.fi/NR/rdonlyres/81CD8CF2-2B4F-4D2B-8493F41F7C500605/0/ramati_fi_200903.pdf.

Suomen yrittäjät ry & Finnvera Oyj. 2008. Pk-yritysbareometri: Syksy 2008. Suomen yrittäjät ry [viitattu 6.3.2009]. Saatavissa: <http://www.yrittajat.fi/File/bb41db02-a309-456a-8cf1-f140bcea4646/Pk-yritysbareometri%20-%202008.pdf>.

Suomen yrityskaupat. 2008. Vinkkejä myyjälle. Suomen yrityskaupat [6.3.2009].
Saatavissa: <http://www.yrityskaupat.net/vinkit.php?sid=502>.

Suomen yrityskaupat. 2009. Yrityksen arvonmääritys. Suomen yrittäjät [viitattu 6.3.2009]. Saatavissa: <http://www3.yrittajat.fi/yritysporssi/home.nsf/pages/2DA5E9B0CE50DEBDC2256E23003E3A81?opendocument>.

Wikholm, L. 2002. Yrityksen arvon määrittely. Yrittäjä-lehti [viitattu 2.3.2009].
Saatavissa: <http://www3.yrittajat.fi/yritysporssi/home.nsf/pages/B949E93C35C9A893C2256E16003142B6>.

Suulliset lähteet

Toimitusjohtaja. Firma Oy. Haastattelu 28.2.2009.

TULOSLASKELMA

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| LIKEVAIHTO | 579 579,89 | 588 576,15 | 545 147,58 | 530 263,34 |
| Valmiiden ja keskeneräisten tuotteiden | | | | |
| varastojen lisäys (+) tai vähennys (-) | 7 168,22 | -2 357,07 | -761,77 | -212,91 |
| Materiaalit ja palvelut | | | | |
| Aineet, tarvikkeet ja tavarat | | | | |
| Ostot tilikauden aikana | -266 245,76 | -285 076,13 | -249 024,21 | -240 153,11 |
| Varastojen lisäys / vähennys | -5 562,50 | 13 286,78 | 22 316,07 | 7 384,23 |
| Ulkopuoliset palvelut | -1 154,74 | -2 294,57 | -1 987,51 | -4 794,40 |
| | -272 963,00 | -285 076,13 | -228 695,65 | -237 563,28 |
| Henkilöstökulut | | | | |
| Palkat ja palkkiot | -176 175,49 | -175 525,62 | -175 881,61 | -176 134,75 |
| Henkilösivukulut | | | | |
| Eläkekulut | -48 251,09 | -47 020,62 | -42 794,74 | -46 354,32 |
| Muut henkilösivukulut | -11 136,76 | -11 410,18 | -11 011,11 | -11 098,05 |
| | -235 563,34 | -233 956,42 | -229 687,46 | -233 587,12 |
| Poistot ja arvonalentumiset | | | | |
| Suunnitelman mukaiset poistot | -502,00 | -411,44 | -308,58 | -231,44 |
| | -502,00 | -411,44 | -308,58 | -231,44 |
| Liiketoiminnan muut kulut | -50 287,91 | -50 258,27 | -52 121,93 | -54 830,69 |
| LIKEVOITTO | 27 431,86 | 16 516,82 | 33 572,19 | 3 837,90 |
| Rahoitustuotot ja -kulut | | | | |
| Tuotot muista pysyvien vastaavien sijoituksista | | | | |
| Muilta | 60,00 | 60,00 | 60,00 | 50,00 |
| Muut korko- ja rahoitustuotot | | | | |
| Muilta | 102,04 | 220,29 | 234,59 | 126,47 |
| Korkokulut ja muut rahoituskulut | | | | |
| Muille | -214,66 | -116,91 | -478,19 | -817,24 |
| VOITTO ENNEN SATUNNAISIA ERIÄ | 27 379,24 | 16 680,20 | 33 388,59 | 3 197,13 |
| VOITTO ENNEN TILINPÄÄTÖS-SIIRTOJA JA VEROJA | 27 379,24 | 16 680,20 | 33 388,59 | 3 197,13 |
| Tuloverot | | | | |
| Tilikauden verot | -4 757,45 | -7 254,11 | -8 756,23 | -831,25 |
| TILIKAUDEN VOITTO | 22 621,79 | 9 426,09 | 24 632,36 | 2 365,88 |

TASE

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--|------------|------------|------------|------------|
| VASTAAVAA | | | | |
| PYSYVÄT VASTAAVAT | | | | |
| Aineelliset hyödykkeet | | | | |
| Koneet ja kalusto | 1 504,25 | 1 234,31 | 925,73 | 694,29 |
| | 1 504,25 | 1 234,31 | 925,73 | 694,29 |
| Sijoitukset | | | | |
| Muut osakkeet ja osuudet | 614,56 | 614,56 | 614,56 | 614,56 |
| | 614,56 | 614,56 | 614,56 | 614,56 |
| | 2 118,81 | 1 848,87 | 1 540,29 | 1 308,85 |
| VAIHTUVAT VASTAAVAT | | | | |
| Vaihto-omaisuus | | | | |
| Keskeneräiset tuotteet | 46 005,22 | 43 648,15 | 42 886,38 | 42 673,47 |
| Valmiit tuotteet / tavarat | 64 291,38 | 77 578,16 | 99 894,23 | 107 278,46 |
| | 110 296,60 | 121 226,31 | 142 780,61 | 149 951,93 |
| Saamiset | | | | |
| Lyhytaikaiset | | | | |
| Myyntisaamiset | 55 382,90 | 52 040,80 | 95 564,55 | 37 168,50 |
| Siirtosaamiset | 6 069,50 | 10 109,22 | 5 600,00 | 9 684,78 |
| | 61 452,40 | 62 150,02 | 101 164,55 | 46 853,28 |
| Rahat ja pankkisaamiset | 50 121,41 | 44 393,80 | 2 967,21 | 23 048,76 |
| | 221 870,41 | 227 770,13 | 246 912,37 | 219 853,97 |
| VASTAAVAA YHTEENSÄ | 223 989,22 | 229 619,00 | 248 452,66 | 221 162,82 |
| VASTATTAVAA | | | | |
| OMA PÄÄOMA | | | | |
| Osakepääoma | 2 522,82 | 2 522,82 | 2 522,82 | 2 522,82 |
| Edellisten tilikausien voitto (tappio) | 132 441,20 | 140 872,99 | 146 551,29 | 155 548,65 |
| Tilikauden voitto (tappio) | 22 621,79 | 20 418,30 | 24 632,36 | 2 365,88 |
| | 157 585,81 | 163 814,11 | 173 706,47 | 160 437,35 |
| VIERAS PÄÄOMA | | | | |
| Lyhytaikainen | | | | |
| Ostovelat | 3 924,87 | 4 094,19 | 12 923,24 | 8 278,37 |
| Muut velat | 25 848,57 | 31 622,95 | 24 317,35 | 22 039,47 |
| Siirtovelat | 36 629,97 | 30 087,75 | 37 505,60 | 30 407,63 |
| | 66 403,41 | 65 804,89 | 74 746,19 | 60 725,47 |
| VASTATTAVAA YHTEENSÄ | 223 989,22 | 229 619,00 | 248 452,66 | 221 162,82 |

TULOSENNUSTE

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|-------------|-------------|-------------|
| LIKEVAIHTO | 520 000 | 500 000 | 510 000 |
| Aineet ja tarvikkeet | 208 000 | 210 000 | 214 200 |
| Varaston muutos | 30 352 | 4 600 | -2 300 |
| Ulkopuoliset palvelut | 2 340 | 2 250 | 2 295 |
| Henkilöstökulut | 230 000 | 200 000 | 210 000 |
| Liiketoiminnan muut kulut | 46 800 | 45 000 | 45 900 |
| KÄYTTÖKATE | 2 508 | 38 150 | 39 905 |
| Suunnitelman mukaiset poistot | 174 | 130 | 98 |
| LIKETULOS | 2 334 | 38 020 | 39 807 |
| Tuotot muista pysyvien vastaavien sijoituksista | 50 | 50 | 50 |
| Muut korko- ja rahoitustuotot | 156 | 150 | 153 |
| Korkokulut ja muut rahoituskulut | 260 | 250 | 255 |
| Tilikauden verot | 593 | 9 872 | 10 336 |
| NETTOTULOS | 1 687 | 28 098 | 29 419 |
| Satunnaiset tuotot | 0 | 0 | 0 |
| Satunnaiset kulut | 0 | 0 | 0 |
| KOKONAISTULOS | 1 687 | 28 098 | 29 419 |

TASE-ENNUSTE

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| VASTAAVAA | | | |
| Pysyvät vastaavat | | | |
| Koneet ja kalusto | 520 | 390 | 292 |
| Sijoitukset | 615 | 615 | 615 |
| | <u>1 135</u> | <u>1 005</u> | <u>907</u> |
| Vaihtuvat vastaavat | | | |
| Keskeneräiset tuotteet | 41 600 | 40 000 | 40 800 |
| Valmiit tuotteet | 78 000 | 75 000 | 76 500 |
| Myyntisaamiset | 57 200 | 55 000 | 56 100 |
| Siirtosaamiset | 7 800 | 7 500 | 7 650 |
| Rahat ja pankkisaamiset | 22 790 | 39 317 | 49 784 |
| | <u>207 390</u> | <u>216 817</u> | <u>230 834</u> |
| Vastaavaa yhteensä | 208 525 | 217 822 | 231 741 |
| VASTATTAVAA | | | |
| Oma pääoma | | | |
| Osakepääoma | 2 523 | 2 523 | 2 523 |
| Edellisten tilikausien voitto | 141 915 | 127 202 | 138 600 |
| Tilikauden voitto | 1 687 | 28 098 | 29 419 |
| | <u>146 125</u> | <u>157 822</u> | <u>170 541</u> |
| Vieras pääoma | | | |
| Lyhytaikainen | | | |
| Ostovelat | 7 800 | 7 500 | 7 650 |
| Muut velat | 23 400 | 22 500 | 22 950 |
| Siirtovelat | 31 200 | 30 000 | 30 600 |
| | <u>62 400</u> | <u>60 000</u> | <u>61 200</u> |
| Vastattavaa yhteensä | 208 525 | 217 822 | 231 741 |

SUBSTANSSIARVON LASKELMA

| | Tasesubstanssi 12/2008 | Markkinasubstanssi 10/2009 |
|----------------------------|-----------------------------------|---------------------------------------|
| Varat | | |
| Koneet ja kalusto | 694,29 | 694,29 |
| Muut osakkeet ja osuudet | 614,56 | 614,56 |
| Vaihto-omaisuus | | |
| Keskeneräiset tuotteet | 42 673,47 | 42 000,00 |
| Valmiit tuotteet / tavarat | 107 278,46 | 85 000,00 |
| Myyntisaamiset | 37 168,50 | 37 168,50 |
| Siirtosaamiset | 9 684,78 | 9 684,78 |
| Rahat ja pankkisaamiset | 23 048,76 | 7 048,76 |
| Varat yhteensä | 221 162,82 | 182 210,89 |
| Velat | | |
| Ostovelat | 8 278,37 | 8 278,37 |
| Muut velat | 22 039,47 | 22 039,47 |
| Siirtovelat | 30 407,63 | 30 407,63 |
| Velat yhteensä | 60 725,47 | 60 725,47 |
| SUBSTANSSIARVO | 160 437,35 | 121 485,42 |

VAPAAAN KASSAVIRRAN LASKELMA

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------------------------------|--------|----------|------------|
| Liikevoitto | 2 334 | 38 020 | 39 807 |
| + Osuus osakkuusyhtiöistä | 0 | 0 | 0 |
| - Operatiiviset verot | 0 | -9 885,2 | -10 349,82 |
| - Rahoituskulujen verovaikutus | 0 | 0 | 0 |
| + Rahoitustuottojen verovaikutus | 0 | 0 | 0 |
| = Operatiivinen kassavirta | 2 334 | 28 135 | 29 457 |
| + Poistot | 174 | 130 | 98 |
| = Bruttokassavirta | 2 508 | 28 265 | 29 555 |
| -/+ Käyttöpääoman lisäys/vähennys | 10 799 | 7 100 | -3 550 |
| - Bruttoinvestoinnit | 0 | 0 | 0 |
| = Vapaa operatiivinen kassavirta | 13 307 | 35 365 | 26 005 |
| +/- Muut erät (verojen jälkeen) | 0 | 0 | 0 |
| = Vapaa kassavirta | 13 307 | 35 365 | 26 005 |