

KEMI-TORNION AMMATTIKORKEAKOULU

Pienyrityksen arvonmääritys Case All Pack Oy

Opinnäytetyö
Jarno Utoslahti

Liiketalouden koulutusohjelma
Tradenomi (AMK)

KEMI 2011

Tiivistelmä

Tämän opinnäytetyön aiheena on pienyrityksen arvonmääritys yrityskauppaprosessissa. Työn tarkoituksena on selvittää miten pienen osakeyhtiön yrityskauppa voidaan toteuttaa. Lopullinen tavoite on selvittää, mikä on yrityksen arvo. Tutkimus tehdään myyjän näkökulmasta. Teoriaosuudessa selvitetään osakeyhtiön yrityskaupan muodot ja rajoitukset. Lopuksi käydään läpi tarvittavat sopimukset ja kaupan kohteen luovutustavat. Lisäksi esitellään yrityksen arvonmääritysprosessin vaiheet. Niihin kuuluvat oman pääoman tuottovaatimuksen määrittely sekä erilaiset arvonmääritysmallit.

Opinnäytetyön empiriaosuudessa tutkitaan sitä, miten case-yrityksen yrityskauppa aiotaan toteuttaa. Yrityksen arvo lasketaan erilaisilla arvonmääritysmalleilla. Tutkimusmenetelmänä käytetään kvantitatiivista tutkimusta. Tutkimustulokset on saatu haastattelemalla yrityksen toimitusjohtajaa ja analysoimalla yrityksen toteutuneita tilinpäätöstietoja. Lopuksi on tutkittu yrityksestä laadittuja ennusteita. Tutkimustulokset osoittavat yrityskaupan olevan monimutkainen prosessi, joka ei onnistu ilman huolellista suunnittelua.

Lopputuloksena voidaan mainita, että yrityskauppa voidaan toteuttaa monella tavalla. Siihen liittyy monia velvollisuuksia ja rajoituksia. Tärkein yrityskaupan tekijä on kauppahinta, joka voidaan määrittellä erilaisilla arvonmääritysmalleilla. Ne perustuvat yrityksen tulevaisuuden arviointiin. Jokainen arvonmääritysmalli antaa erilaisen tuloksen, ja yrityksen todellinen arvo saadaan käyttämällä eri menetelmiä. Tämän jälkeen yhdistellään niistä saatuja tuloksia. Virheet tulevaisuuden arvioinnissa aiheuttavat suuria eroja arvonmääritysmallien tuloksissa.

Avainsanat: yrityskaupat, arvonmääritys, pääoman tuottovaatimus

ABSTRACT

The thesis deals with the determination of value of a small company. 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

In this thesis the theory part explores the forms, limitations, contracts and disposition methods in a limited company's acquisition. 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 also how the company's value will be calculated with different types of valuation methods. The thesis method is a quantitative research and it has been made in sellers point of view. The thesis results are reached by interviewing the company's CEO Markku Pellinen 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.

SISÄLLYSLUETTELO

1 Johdanto.....	4
1.1 Opinnäytetyön tavoitteet.....	5
1.2 Tutkimusmenetelmä.....	6
1.3 Toimeksiantaja.....	7
2 Yrityskaupan vaiheet ja verotus.....	8
2.1 Substanssikauppa.....	8
2.2 Henkilöyhtion kauppa.....	9
2.3 Osakeyhtiö.....	11
3 YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS.....	12
3.1 Arvonmäärittämisprosessi.....	12
3.2 Arvonmäärittämismallit ja tunnusluvut.....	14
3.2.1 Pääoman tuottovaatimus.....	16
3.2.2 Vieraan pääoman tuottovaatimus.....	17
3.3 Oman pääoman tuottovaatimus.....	17
3.3 Arvonmäärittämismallit.....	18
3.3.1 Osinkovirtamalli.....	18
3.3.2 Kassavirtamalli.....	19
3.3.4 Lisäarvomalli.....	21
3.3.5 Substanssimalli.....	22
3.4 Tulevaisuudennäkymien arviointi.....	24
4 ARVONMÄÄRITYS: CASE ALL PACK OY.....	24
4.1 Yritysesittely.....	25
4.2. Pääoman tuottovaatimusten määrittäminen.....	25
4.3 Yrityskauppaprosessi.....	28
4.3.1 Tasesubstanssiarvo.....	28
4.3.2. Kassavirta-arvo	28
4.3.3 Osinkovirta-arvo.....	29
4.3.4 Lisäarvo.....	30
4.3.5. Yhteenveto.....	31
5. JOHTOPÄÄTÖKSET.....	33
LÄHDELUETTELO.....	35

1 Johdanto

Arvion mukaan noin 28 % yrityksistä suunnittelee sukupolven- tai omistajanvaihdosta seuraavan viiden vuoden aikana. Väestön ikääntymisen seurauksena noin 70 000 yrittäjää on jäämässä eläkkeelle. (Suomen yrittäjät ry & Finnvera 2008; Proman Oy 2009; Suomen omistajanvaihdosseura. 2009.)

Omistajanvaihdos on ajankohtaista erityisesti pienissä teollisuuden ja rakentamisen yrityksissä. Yrityksen myyntiin vaikuttavia syitä ovat esimerkiksi pääoman tarve, yrittäjän siirtyminen eläkkeelle, väsymys tai yrityksen kasvaminen niin suureksi, että omistajan kapasiteetti ei enää riitä.

Jokainen yrityskauppa on aina ainutlaatuinen ja erilainen tapahtuma. Useimmille yrittäjille yrityskauppa on koko yrittäjäuran suurin ja samalla tärkein kauppa. Niin rahallisesti kuin henkisesti. Yrityskauppa on hyvin monimutkainen prosessi, koska siihen liittyvät niin taloudelliset, rahoitukselliset, sopimusjuridiset kuin verotukselliset, sosiaaliset ja liiketoiminnallisetkin asiat. Nämä kaikki osa-alueet täytyy ottaa huomioon yrityskauppaa tehdessä. Kun yrityskauppa tehdään huolella, ja lopputulos on paras mahdollinen, kaikki voittavat. Harvoin myyjä tai ostaja itse kuitenkaan on yrityskaupan ammattilainen. (Suomen yrityskaupat, 2008.)

Yrityskaupan onnistumiseksi kaikki on tehtävä huolella. On suunniteltava ja valmisteltava koko prosessi. Prosessi koostuu kolmesta toisiinsa sidoksissa olevasta vaiheesta: yrityskauppaan valmistautumisesta, yrityskaupan tekemisestä ja yrityskaupan jälkihoidosta. Jotta yrityskauppa onnistuisi, se edellyttää kaikkia näitä vaiheita. Tärkein asia on kuitenkin kaikkien osapuolten joustava yhteistyö. Onnistuneessa yrityskaupassa myyjä on tyytyväinen maksettuun hintaan ja ostaja ostamaansa yritykseen. Tavoitteena on, että yrityksen toiminta jatkuu terveeltä pohjalta eikä kaupasta seuraa ongelmia. (Suomen yrityskaupat, 2008.)

1.1 Opinnäytetyön tavoitteet

Opinnäytetyössä tutkitaan pienyrityksen yrityskauppaprosessia ja arvonmäärittystä myyjän näkökulmasta. Opinnäytetyö on hankkeistettu, ja toimeksiantajana toimii nurmijärveläinen All Pack Oy. Työssä selvitetään miten case-yrityksen yrityskauppaprosessi aiotaan toteuttaa ja minkä arvoinen yritys on. Tutkimus auttaa yrittäjää yrityskauppaan liittyvissä kysymyksissä sekä löytämään vastaus asetettuun tutkimusongelmaan. Tutkimusongelmana on selvittää, miten pienen yrityksen yrityskauppa voidaan toteuttaa.

Tutkimusongelma aiheuttaa seuraavia alaongelmia.

- 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 yrityskauppaprosessia. Yleisimmistä arvonmäärittämenetelmistä ei käsitellä myöskään tunnuslukuihin perustuvaa menetelmää. Opinnäytetyössä keskitytään yrityksen myyntiarvon määrittämiseen tilinpäätöksen tunnuslukujen kautta. Yrityksen kannalta tutkimuksessa syntyy myös tärkeää tietoa siitä, millaiset toimintaedellytykset heillä on jatkossa, sekä luodaan käsitys yrityksen tulevaisuuden potentiaalista.

1.2 Tutkimusmenetelmä

Tutkimus toteutetaan kvalitatiivisena tutkimuksena. Tutkimukseen osallistuvat ovat All Packin toimitusjohtaja sekä tuotantopuolen johtaja. Tutkimuksen kohde, yrityksen tila ja arvonmäärittäminen ovat ostajille ja yrityksen omistajalle relevantin asia, ja siksi yrityksen omistajalta ja työntekijöiltä saadaan arvokkainta palautetta tutkimusta ja sen suunnittelua varten. (Alasuutari 1999, 23-25.)

Aineiston hankinnan menetelmiä ovat havainnointi, haastattelut ja erilaisten dokumenttien sekä tilinpäätöksen tietojen kerääminen. Aineisto on numeerisessa muodossa. 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. Aihe vaihtuu yleensä haastateltavan aloitteesta. Henkilökohtaiset syvähaastattelut toimivat erityisen hyvin silloin kun halutaan ymmärtää yksilön suhtautumista, asenteita tai reaktioita tiettyyn asiaan kokonaisuutena. (Alasuutari 1999, 35-40.)

Laadullisen tutkimuksen eteneminen tapahtuu seuraavasti. Ensin tehdään kysymyksenasettelu. Kysymyksenasettelusta käy ilmi tutkimuksen pääkysymys, joka tarkentuu tutkimuksen aikana. Pääkysymyksenasettelun lisäksi tutkimus jäsennetään tarkennetuiksi tutkimuskysymyksiksi, jotka täydentävät toisiaan. Tämän jälkeen alkaa tutkimusasetelman rakentaminen ja aineiston miettiminen. Tutkimuksessa täytyy ottaa huomioon se, minkälainen aineisto on käytössä, miten se kerätään ja kuinka suuri aineisto on kyseessä. Sitten alkaa analyysimenetelmien miettiminen. Huomioon otettavia kysymyksiä ovat mitä ilmiötä tutkitaan, mistä näkökulmasta, ketkä ovat tutkittavia, missä yhteydessä tutkimus tapahtuu, sekä minä ajanjaksona. Lopuksi mietitään tutkimuksen merkitys. Mitä uutta tietoa tämän tutkimuksen avulla pyritään saamaan selville. Täytyy muistaa, että lopullinen merkitys selviää vasta tutkimuksen kuluessa. (Pyörälä, 2006)

Haastattelujen lisäksi tutkimuksen rakenne nojautuu alaan liittyviin julkaisuihin sekä sähköisiin ja painettuihin aineistoihin. Yrityskohtaisten tilinpäätöstietojen lisäksi sidosryhmiä kiinnostaa myös yleinen taloudellinen tilanne ja ennusteet sen muuttumisesta. Yritysten menestymiseen vaikuttaa kriittisesti se, miten yleinen taloudellinen tilanne kehittyy. Aineistona käytetään mm. Tilastokeskuksen sekä Finnveran julkaisuja ja tilastoja, josta saa tietoja esimerkiksi pakkausalan kehityssuuntauksesta. (Hirsjärvi & Remes & Sajavaara 1997, 67-71.)

1.3 Toimeksiantaja

Opinnäytteen toimeksiantaja on All-Pack Oy, joka on pakkausteollisuudessa toimiva yritys. Yhteyshenkilönä toimii yrityksen toimitusjohtaja, Markku Pellinen.

All-Pack on nurmijärveläinen, pakkausalalla toimiva teollisuusyritys, joka on perustettu vuonna 1988. Yritys tuottaa erilaisia pakkausmateriaaleja, kuten pahvilaatikoita, pusseja, kuplamuovipakkauksia ja niihin liittyviä tuotteita. Asiakkaita on ympäri Suomea, mutta ulkomailla toimintaa ei ole. Yrityksellä ei ole suuria kilpailijoita, sillä se on ainoa iso yritys, joka tuottaa näitä tuotteita. Tuotanto on ulkoistettu toiselle yritykselle ja yritys hoitaa itse myynnin, markkinoinnin sekä hallinnon. Tuotantotilat sijaitsevat Klaukkalassa. Yrityksen tuotteisiin kuuluvat muun muassa aaltopahviarkit - ja laatikot erilaiset postituspussit, liitospaperit ja kostutuskoneet, vaarallisten aineiden kuljetuspaukkaukset, uretaani ja EPS-pakkausten sisäosat sekä kukkapakkaukset.

2 Yrityskaupan vaiheet ja verotus

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

Yrityksen rakennetta voidaan tarpeen vaatiessa muokata ennen yrityskauppaa yritysrakenteen selkiyttämiseksi. Näissä tapauksissa joudutaan yleensä turvautumaan erilaisiin yritysjärjestelyihin, joista myyjän kannalta mielekkäimpiä ovat sellaiset, jotka johtavat niiden liikearvojen mahdollisimman alhaisiin verokustannuksiin. Kyseeseen tulevat silloin verovapaiksi säädetyt yritysjärjestelydirektiiviin perustuvat elinkeinoverolain mukainen fuusio, jakautuminen, liiketoimintasiirto ja osakevaihto. (Manninen 2001, 226.) Se, mitä lakia yrityskaupassa sovelletaan, määräytyy myytävän yrityksen yritysmuodon ja myyjän oman aseman perusteella. (Karppinen, Leppiniemi & Mattila & Pipatti 1986, 54.)

2.1 Substanssikauppa

Substanssikaupassa kaupan kohteena on yksityisliike, mutta siitä ei haluta ennen kauppaa muodostaa yhtiötä, jolloin yrittäjä yleensä myy yrityksen kaluston ja muut varat. Tällöin on kysymys liikkeen viimeisestä liiketapahtumasta. Yksityisliikkeen myyntiä käsitellään verotuksessa liikkeen varallisuuteen kuuluvien erien, kuten käyttöomaisuuden ja vaihto-omaisuuden, myyntinä. Sillä ei ole merkitystä, että kaupan kohteena on koko liike varoineen ja velkoineen, mikä tarkoittaa sitä, että sen toiminta-aikana tehdyt varaukset purkautuvat myyntitilikauden veronalaiseksi tuloksi. Mikäli myyntihinta ylittää omaisuuden verotuksessa poistamattoman arvon, syntyy yritykselle verotettavaa tuloa. (Manninen 2001, 241 – 242.)

Myyntitulo luetaan osaksi myymisvuoden jaettavaa yritystuloa. Se jaetaan verotettavaksi pääomatulona tuloverolain mukaisesti. Pääomatulon veronalaisuus on mainittu tuloverolain kohdassa 32§ (30.7.2004/716). Tällöin luovutetun elinkeinotoiminnan käyttöomaisuuteen luettavan kiinteistön tai arvopaperin luovutusvoittoja vastaava osuus katsotaan kokonaan pääomatuloksi. (Bergroth 1994, 372 – 373.)

Suunniteltaessa yrityksen tavoitetulosta pyritään verosuunnitelun avulla kasvattamaan nettovarallisuutta luovutusvuotta edeltäneen verovuoden tilinpäätöksessä. Se kasvattaa pääomatulo-osuutena verotettavan osuuden määrää luovutusvuonna (Manninen 2001, 243). Pääomatulosta yrittäjä maksaa pääomaveroa 28 %. Kauppahinnan ollessa suurempi kuin liikeomaisuuden käyvän arvon ja velkojen erotus, ylimenevä osa kauppahinnasta on goodwilliä eli liikearvoa, jonka ostaja saa kirjanpidossaan vähentää. (Tuloverolaki 1992/1535 124 §).

2.2 Henkilöyhtiön kauppa

Henkilöyhtiön kaupasta on kyse silloin, kun kaupan kohteena on avoin tai kommandiittiyhtiö. Henkilöyhtiöiden yrityskaupasta saatu myyntivoitto jaetaan verotettavaksi yhtiömiesten tulona. (Manninen 2001, 275 – 276.)

Esimerkki: A ja B omistavat avoimen yhtiön. He myyvät sen ja saavat kumpikin 50 000 euroa. Verotus tapahtuu tuloveroasteikon mukaisen veroprosentin mukaan. Tuloveroasteikko on taulukossa 1.

Taulukko 1. Valtion tuloveroasteikko

Verotettava ansiotulo, €	Vero alarajan kohdalla, €	Vero alarajan ylittävästä tulon osasta, %
15 600 - 23 200	8	6,5
23 200 - 37 800	502	17,5
37 800 - 68 200	3 057	21,5
68 200 -	9 593	30,0

Henkilöyhtiön kauppa on myyjän verotuksen kannalta usein edullisinta toteuttaa yhtiöosuuksien kauppana. Jos henkilöyhtiöllä on vahvistettuja tappioita, erilliset substanssikaupat ennen yhtiöosuuksien myyntiä saattavat olla perusteltuja, koska tappiot saadaan tällöin hyödynnettyä. (Manninen 2001, 275 – 276.)

Henkilöyhtiöissä yhtiömiehet eivät omista yhtiön taseessa olevaa omaisuutta, vaan varat ja velat ovat yhtiön omaisuutta. Yhtiön omaisuuden omistaa yhtiö. Henkilöyhtiöissä vastuunalaiset yhtiömiehet omistavat yhtiössä ainoastaan henkilöyhtiön yhtiöosuuksia, kuten osakeyhtiössä omistetaan vain osakkeita. Erona osakeyhtiöön on se, että kun vastuunalainen yhtiömies myy yhtiöosuuksiaan, hän myy samalla omaa henkilökohtaista irtainta omaisuuttaan, eikä yhtiön omaisuutta. (Siikarla 2001, 321.)

Henkilöyhtiön yhtiöosuuksien myyntiin sovelletaan tällöin tuloverolain luovutusvoittoverosäännöksiä, jos myyjänä on luonnollinen henkilö tai kotimainen kuolinpesä. Tästä luovutusvoitosta saajaa verotetaan tuloverolain mukaisesti, joka on 28 % saadusta myyntivoitosta. Luovutusvoitoista on mainittu tuloverolain luvussa 1 § 45. Jos myyjänä on osakeyhtiö, sovelletaan käyttöomaisuuden myyntiin elinkeinoverolain luovutusvoittoverosäännöksiä (Luku 3 § 6). (Siikarla 2001, 321.)

Henkilöyhtiön yhtiöosuuksien myynnillä ei pääsääntöisesti ole vaikutusta itse yhtiön omaan verotukseen. Poikkeuksena on henkilöyhtiölle vahvistetut tappiot, jotka menetetään. Ne eivät ole ostajalle tulevaisuudessa vähennyskelpoisia, mutta jos enemmän kuin puolet yhtiöosuuksista vaihtaa omistajaa muun saannon kuin perinnön

tai testamentin kautta. (Siikarla 2001, 321.) Henkilöyhtiötä ei myöskään rinnasteta yhteisöön varainsiirtoverotuksessa, eikä henkilöyhtiön luovutuksesta peritä varainsiirtoveroa (Manninen 2001, 287).

Yhtiömies voi siirtää osuutensa yhtiöstä toiselle yhtiömiehelle, ulkopuoliselle tai yhtiön lunastaessa sen. Mikäli yhtiö lunastaa yhtiömiehen osuuden, yhtiön suoritus yhtiömiehelle vastaa pääomapanoksen palautusta sijoitusosuuden hankintamenoon asti. Yhtiöosuuden luovutukseen tarvitaan henkilöyhtiöissä muiden yhtiömiesten suostumus, mutta tästä voidaan poiketa, mikäli yhtiösopimuksessa on sovittu toisin. Tämä johtuu laissa olevasta tarpeesta suojata muita yhtiömiehiä. (Manninen 2001, 286 - 287.)

2.3 Osakeyhtiö

Osakeyhtiön osakkeet ovat arvopapereita ja samalla irtainta omaisuutta. Kuten edellä mainittiin, osakkeita myydessä kaupan kohteena ovat yksittäisen osakkeenomistajan henkilökohtaista irtainta varallisuutta. Jos myyjänä on luonnollinen henkilö tai kotimainen kuolinpesä, tällaiseen luovutukseen sovelletaan tuloverolain luovutusvoittoverosäännöksiä. (Siikarla 2001, 334.)

Luovutusvoitosta maksetaan veroa 28 % suhteellisen verokannan mukaan. Jos kyseessä on toinen yritys, joka myy osakkeet, kyseessä on liikevarallisuuden myynti. Siihen pääsääntöisesti sovelletaan elinkeinoverolain säännöksiä. Kun myydään elinkeinoverolain alaista omaisuutta, myyntihinnasta saadaan vähentää vain myydyn omaisuuden tasearvo. (Siikarla 2001, 334.)

Luovutusvoittoa laskettaessa saadaan käyttää vähennyksenä alkuperäistä hankintahintaa lisättynä mahdollisilla myyntikuluilla. Mikäli käytetään hankintameno-olettamaa, ratkaiseva asia on se, onko osakkeet omistettu pidempään kuin 10 vuotta. Omistusaikaa lasketaan siitä, milloin yhtiö on perustettu, osakkeet on merkitty tai ostettu, ei se, milloin yhtiö on rekisteröity kaupparekisteriin. Mikäli tämä ei ole mahdollista, käytetään 20 %:n tai 40 %:n hankintameno-olettamaa. (Siikarla 2001, 334.)

Esimerkki. A myy 400 kappaletta Oy:n osakkeita 40 000 eurolla. Hän maksaa osakkeiden myynnistä välityspalkkiota arvopaperinvälittäjälle 400 euroa. A on ostanut

Yhtiö Oy:n osakkeet aikoinaan 25 000 eurolla ja maksanut tuolloin osakkeiden ostosta välityspalkkiota arvopaperinvälittäjälle 300 euroa. A:lle syntyy luovutusvoittoa 14 200 euroa (40 000 euroa (luovutushinta) – 25 300 euroa (hankintameno) – 500 euroa (voiton hankkimisesta olleet menot)). (Verohallinto 2009)

Silloin, kun henkilöyhtiö muutetaan osakeyhtiöksi, katsotaan osakkeiden hankinta-ajankohdaksi henkilöyhtiön osuuden hankinta-ajankohta siltä osin kuin osuus osakeyhtiössä perustuu entisiin yhtiöosuuksiin. Osakeyhtiöksi muuttaminen ei siis katkaise hankinta-ajankohtaa, mutta edellytyksenä on, että muutos osakeyhtiöksi tehdään tasejatkuvuutta noudattaen. Jos yksityinen elinkeinonharjoittaja on muuttanut liikkeensä osakeyhtiöksi, lasketaan osakkeiden saantoajankohta osakeyhtiön perustamisesta. (Manninen 2001, 299; Siikarla. 2001. 334 – 335.)

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 kassavirrat 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

huomioida, 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 rahoitusjavarallisuusasema. Yritykset voivat vaikuttaa tilinpäätöksensä 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, jolloin 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. Analyysin laatijan sekä sitä tarvitsevan täytyy tietää käytetyt oletukset ja niihin vaikuttaneet tekijät. Näin ennusteita voidaan verrata toteutuneisiin lukuihin ja selvittää, mistä erot johtuvat. (Kallunki & Niemelä 2007, 33–34.)

3.2 Arvonmääritysmallit ja tunnusluvut.

Nykyaikaisen yrityksen arvonmäärittelyn tavoitteena on määrittää yrityksen arvo perustuen siihen taloudelliseen tilaan, mikä saadaan arvioitaessa yrityksen tilinpäätöstä ja sen antamaan tietoa. Sen lisäksi huomioon täytyy ottaa tulevaisuuden seikat. Tällä tavoin yrityksen arvo voi olla paljonkin eri, kuin mitä tase tai tilinpäätös antaa ymmärtää. Luotettava arvonmäärittely on perusta useille eri päätöksille, joita yritys ja sen sidosryhmät tekevät. Keskeisimmät arvonmäärittelyn käyttöalueet ovat pörssi- ja pääomasijoitukset, yrityksen listautuminen, omien osakkeiden hankinta, yrityskaupat ja fuusiot, sekä yrityksen strateginen johtaminen. (Kallunki & Martikainen & Niemelä 2001, 180.)

Koska perinteinen tilinpäätösanalyysi keskittyy liikaa historian arviointiin, on tärkeää ottaa huomioon tulevaisuuden tekijät. Tämän takia käyttöön on otettava strateginen tilinpäätösanalyysi. Siinä yrityksen tilinpäätöstä saatavia tietoja käytetään nimenomaan tulevaisuuden potentiaalin arvioimiseen. Tätä ei perinteinen tilinpäätösanalyysi tarjoa. Se eroaa perinteisestä tilinpäätösanalyysistä siten, että siinä kartoitetaan yrityksen pitkän tähtäimen perusprosessit ja tätä tietoa käytetään hyväksi. Näitä prosesseja on kolme: yrityksen kasvu-, tulontuottamis- ja rahoitusprosessit. (Laitinen 2002, 181-185.)

Perinteinen tilinpäätösanalyysi ei tarjoa luotettavaa tietoa, koska kirjanpidossa tehdään monia harkinnanvaraisia kirjauksia. Miten tämän kaltaisen tiedon pohjalta on mahdollista saada luotettavaa tietoa? Tämän takia tunnusluvut eivät välttämättä anna täyttä kuvaa yrityksen toiminnasta. Ne kuvaavat vain edellisen vuoden tilannetta, ja ovat pelkkiä historiatietoja. Tilinpäätöksen analysoinnista on silti mahdollista saada hyvä apuväline yrityksen arvonmäärittämiseen. Ratkaisu on se, että pidennetään aikajännettä. Kun pidennetään aikajännettä, pienet satunnaismuutokset menettävät merkitystään ja näin tulos on luotettavampi. Tämä ei silti merkitse, että tilinpäätöstietoja laskettaisiin vain pidemmältä aikaväliltä, vaan siihen tarvitaan vielä enemmän työkaluja, eli edellämainittuja prosesseja. (Laitinen 2002, 181-185.)

On tärkeää huomioida myös se, miten yritys voi omilla toimillaan nostaa myyntiarvoa. Tärkein asia on, että tulosta on tultava. Ilman kannattavaa tulosta yritys on huonompi kauppakohde kuin silloin, jos se on kannattava. Tappiollinen yritys voi silti olla arvokas, mutta kannattavuus on kaiken liiketoiminnan alku. Nykyään liiketoiminnassa ei enää kilpailla pelkästään asiakkaista tai markkinaosuuksista, vaan myös pääomasta ja sijoittajista. Täytyy myös muistaa, että pelkkä tuloslaskelma ei kerro yrityksen taloudellisesta tilanteesta vielä mitään, se on vain laskennan lähtökohta. Tuloslaskelmaa ja tasetta joudutaan oikaisemaan, jotta saadaan luotettava tulos. Pääoman kustannuksen määrittäminen on jo vaikeampaa, koska se pohjautuu puhtaasti olettamuksiin. Jotta tulokset saadaan oikein, täytyy ottaa huomioon liiketoiminnan sitoma pääoma, eli se, miten paljon yritys sitoo pääomaa sen tuottamaa tulokseen nähden. Tämän lisäksi pääomakustannuksen määrittäminen on avainasemassa. Siinä määritetään oman pääoman kustannus, vieraan pääoman kustannus, sekä kokonaispääoma rakenne. (Paavola & Torppa & Lumijärvi 1997, 24-30.)

Yrityksen arvonmäärityksen yksi näkökulmista on, että luopuja pyrkii saamaan yrityksestään mahdollisimman korkean hinnan ja jatkaja saamaan yrityksen mahdollisimman halvalla. Tähän tasapainoon vaikuttavat myös verottajan ja esimerkiksi jatkajan lähisukulaisten näkemykset yrityksen oikeasta hinnasta. Yrityksen arvonmäärityksessä joudutaan usein turvautumaan ulkopuoliseen asiantuntemukseen (Yritys-Suomi,2008)

Lopullinen yrityksen arvo määräytyy usein vasta yrityskaupassa, missä myyjä suostuu luopumaan yrityksestään hinnalla, minkä ostaja on valmis maksamaan. Yrityksen arvo voidaan määritellä substanssiarvona, joka saadaan vähentämällä yrityksen varoista velat, jolloin lopputuloksena on yrityksen omaisuus. Omaisuuden käyttöarvo tai käypä arvo voi kuitenkin olla taseissa olevia arvoja korkeampi tai matalampi. Yrityksen substanssiarvoa voidaan arvioida ennakoimalla, paljonko saataisiin, jos omaisuus huutokaupattaisiin eniten tarjoavalle. Ongelma tässä kuitenkin on se, että korkeinta hintaa ei voi tietää ennen omaisuuden myyntiä huutokaupassa. (Paavola & Torppa & Lumijärvi 1997, 256-261.)

Arvonmääritysmallien perusidea on, että yrityksen arvo on sen tulevien vuosien rahamääräisen taloudellisen menestymisen kokonaisarvo. Rahamääräistä menestymistä voidaan mitata esimerkiksi osinkoina tai vapaina kassavirtoina. Sekä oman että vieraan pääoman sijoittajat saavat sijoitukselleen tuoton rahavirtana tulevaisuudessa. Tämän vuoksi eri aikoina saatujen rahavirtojen aika-arvo on otettava huomioon yrityksen arvoa määritettäessä. Esimerkiksi kymmenen vuoden kuluttua saatavan 1 000 markan suuruisen osingon arvo on huomattavasti pienempi kuin tänään saatavan vastaavan suuruisen osingon arvo. (Kallunki & Martikainen & Niemelä 2001, 23.)

Tämä johtuu siitä, että sijoittaja voi käyttää aikaisemmin saadun kassavirran heti hyväkseen, mutta myöhemmin saatavaa kassavirtaa hänen täytyy odottaa. Pääoman tuottovaatimusta tarvitaan arvonmääritysmalleissa muuttamaan eri aikoina tulevaisuudessa saatavat kassavirrat yhteismitallisiksi eli diskonttaamaan ne nykyhetkeen. Pääoman tuottovaatimus on sijoittajalle vaihtoehtoiskustannus, jolla hän olisi valmis sijoittamaan varansa johonkin toiseen vastaavan riskin sisältävään sijoituskohteeseen. Yrityksen arvonmääritysmalleissa pääoman tuottovaatimus on

erittäin tärkeä muuttuja. Jos tuottovaatimus arvioidaan väärin, antavat arvonmääritysmallit helposti vääriä tuloksia. (Kallunki & Martikainen & Niemelä 2001, 25.)

3.2.1 Pääoman tuottovaatimus

Yrityksen omaisuus rahoitetaan joko omalla tai vieraalla pääomalla. Pääoman tuottovaatimus eli pääoman kustannus on tärkeä muuttuja yrityksen arvonmäärittämisessä. Yrityksen pääoman tuottovaatimus syntyy rahoittajien arviointien perusteella. Arvioimalla yritykseen liittyviä riskejä, sijoittajat selvittävät, millaista tuottoa yritykseen sijoitettaville varoille tulisi saada. Pienetkin virheet tuottovaatimusta määritettäessä voivat vaikuttaa suuresti yrityksen arvoon. Yleinen ohje on, että koko pääoman tuotto on hyvä silloin, kun se on suurempi kuin 10 prosenttia. (Kallunki & Niemelä 2007, 129; Martikainen & Martikainen 2006, 80.)

3.2.2 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. Suomen valtion obligaatio on tällä hetkellä riskittömin sijoitusmuoto, ja sen korkoprosentti on 3.25 %. Vertailukohtana käytetään yleensä olemassa olevan vieraan pääoman tai uusien lainojen keskimääräisinä rahoituskustannuksina. (Kallunki & Niemelä 2007, 132.)

3.3.3 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. Oman pääoman tuottoa voidaan verrata markkinoilta saatavaan vastaavan riskin omaavien sijoitusten tuottamaan korkoon. Yleisenä ohjeena on, että tuoton täytyy olla korkeampi, kun riskittömän vieraan pääoman keskimääräisen koron. (Kallunki & Niemelä 2007, 135–136.)

3.3 Arvonmääritysmallit

Arvonmäärityksessä käytetään nykyään myös osinkoperusteista, kassavirtaperusteista, sekä lisäarvomallia. Kaikki ovat teoreettisesti hyviä työkaluja yrityksen arvonmäärityksessä. Mikäli mallien muuttujat olisivat oikein tarkasti määritetty, eikä epävarmuutta tulevaisuudesta olisi, kaikki mallit antaisivat melkein saman lopputuloksen. Kuitenkin malleissa käytettävien muuttujien arviointi on todella hankalaa, ja tämän takia mallit antavat toisistaan poikkeavia lopputuloksia. (Laitinen 2002, 176-181.)

Arvotusmalli täytyy valita tarkasti ja sen perusteena tulee käyttää taloudellisia fundamentteja. Tältä osin ei ole olemassa ehdottoman oikeaa arvotusmallia. Valinnassa tärkein tekijä on se, miten helposti ja luotettavasti se kuvaa arvostuksen kannalta keskeisiä parametreja. Koska yrityksen rakenteissa on tapahtumassa muutoksia, pyritään ennusteet jaksottaa kasvuvauhdin mukaan. (Laitinen 2002, 176-181.)

Vapaisiin kassavirtoihin perustava malli on yleensä luotettavampi, kuin osinkoon perustuva malli. Osinkomalli sopii oikeastaan vain, jos markkinat säätelevät tai rajoittavat voimakkaasti yrityksen toimintaa. Lisäksi se tulee kysymykseen, jos yritys jakaa kaiken kassavirran osinkoina ulos. Viimeaikaisissa tieteellisissä tutkimuksissa on pyritty vertaamaan eri arvomääritysmalleja toisiinsa. Yhdysvalloissa tehdyssä tutkimuksessa arvioitiin eri arvonmääritysmalleja. Siinä arvioitiin havaintoaineistoa vuosilta 1973 - 1990, ja etsittiin eri mallien antamia hintoja ja verrattiin niitä silloisiin markkinahintoihin. Tulokset osoittivat, että lisäarvomalli tuotti pienimmät mittauserot, kuin kassavirta tai osinkovirtalaskelmat. (Laitinen 2002, 176-181)

3.3.1 Osinkovirtamalli

Yrityksen osakkeenomistajat saavat osinkoa vastineeksi sijoittamalleen pääomalle. Yrityksen oman pääoman arvo lasketaan käyttämällä osinkovirran arvon määrittystä. Osinkovirtamalli on myös keskeisessä osassa muissa malleissa. Osinkoperusteisen mallin mukaan osakkeen arvo on sama, kuin sen tulevaisuudessa jakamien osinkojen nykyarvo. Nykyarvo lasketaan kaavan 1. mukaisesti. (Kallunki & Martikainen & Niemelä 2001, 187.)

Kaava 1. Nykyarvon kaava. R = Korkokanta T = Aika

Osinkoperusteisen arvonmäärittysmallin 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.)

Osinkoperusteisella mallilla voidaan laskea yrityksen arvo tiettyinä ajankohtana tilinpäätösajankohtana. Yrityksen myynti voi kuitenkin tapahtua keskellä tilikautta, jolloin yrityksen myyntihetken arvo lasketaan käyttämällä esimerkiksi ns. ranskalaista koronlaskutapaa. Siinä korkopäivät lasketaan todellisten kalenteripäivien mukaan ja jakajana on 360 päivää. (Kallunki & Niemelä 2007, 112-114.)

3.3.2 Kassavirtamalli

Kassavirtamallia perustellaan sillä, etteivät tilinpäätöksen harkinnanvaraiset erät vaikuta kassavirran muodostumiseen. Sen perusteella voi myös tutkia yrityksen kasvun taustatekijöitä. Kassavirran arvo on sama kuin tulevaisuudessa saaman kassavirran arvo. Kassavirta saadaan, kun liiketoiminnasta saaduista tuloista vähennetään käyttöpääomasekä käyttöinvestointien maksut. Lisäärvomalli ei paljoa poikkea osinkovirtamallista. Siinä vain osinkojen sijaan käytetään yrityksen tuottamia voittoja. (Laitinen 2002, 156-167)

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 liiketoiminnan ja investointien aiheuttamien kassaan- ja kassastamaksujen jälkeen. Kassavirta lasketaan seuraavan mallin mukaisesti. (Martikainen ym. 2006, 142; Knüpfer & Puttonen 2007, 236.)

Kassavirran malli:

Liikevoitto

+ Osuus osakkuusyhtiöistä

- Operatiiviset verot

- Rahoituskulujen verovaikutus

+ Rahoitustuottojen verovaikutus

= Operatiivinen kassavirta

+ Poistot

= Bruttokassavirta

- Muutos käyttöpääomassa

- Bruttoinvestoinnit

= Vapaa operatiivinen kassavirta

+ / - Muut erät

= Vapaa kassavirta

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 ratkaista 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. (Paavola & Torppa & Lumijärvi 1997, 26.)

Useimmiten sukupolven- tai omistajanvaihdoksessa on kysymys enemmän yrityksen tulevien tulovirtojen ostamisesta. Tulevaa tuottoarvoa tarkastellaan sillä, paljonko yritys tekee omistajalleen tulosta. Kassavirta-arvonmäärittämisessä selvitetään yritystoiminnan tuottamat vapaat kassavirrat. Ne ovat samankaltaisia tuottoarvon määrittelyn kanssa. Tässä arvonmäärittäminen perustuu siihen, mikä on kassasta maksujen ja kassaan maksujen odotettu erotus tulevina vuosina. Arvio perustuu usein yrityksen aiempiin tilinpäätöstietoihin, ja oletuksena on, että yrityksen kulurakenne säilyy muuttumattomana tulevaisuudessa. (Paavola & Torppa & Lumijärvi 1997, 269.)

3.3.4 Lisäarvomalli

Paras tapa arvioida myyntiarvoa on yrityksen sijoitetun pääoman taloudellisen arvon määrittäminen. Tämä tapa tuo mukaan myös tulevien vuosien voitot sekä tuo tarkasteluun mukaan tulevaisuuden kehittymisen. Yrityksen oman pääoman sijoittajat omistavat yrityksen, ja joten heillä on oikeus saatavaan yritykseen voittoon. Arvioimalla yrityksen tulevan tuloskehityksen vaikutusta oman pääoman arvoon saadaan määritettyä yrityksen arvo, joka perustuu yritykseen sijoitetun pääoman tasearvojen lisäksi liiketoiminnan odotettuun kannattavuuteen. Tähän tulee myös ottaa huomioon vieraan pääoman arvo, mutta sen määrittäminen on helpompaa kuin oman pääoman. Sen takaisinmaksu- ja korkoehdot ovat usein etukäteen määritetyt ja ne ovat kiinteitä. Tämän takia vieraan pääoman arvo on yleensä lähellä kirjanpitoarvoa. Vieraan pääoman takaisinmaksu menee myös oman pääoman edelle. (Kallunki & Martikainen & Niemelä 2001, 187.)

Lisäarvomalli on tilinpäätösperusteinen arvonmääritysmalli, 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. Mallin laskukaavaa on havainnollistettu kaavassa 2. (Kallunki & Niemelä 2007, 120.)

Kaava 2. Lisäarvomallin kaava

$P_0 = BV_0 + \frac{ae_1}{1+r} + \frac{ae_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{ae_t}{(1+r)^t} + \frac{ae_{t+1}}{(1+r)^{t+1}}$
$BV_0 = \text{oma pääoma}$ $ae = \text{lisäarvo}$ $r = \text{korkokanta}$ $g = \text{lisäarvon kasvuvauhti}$

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.)

3.3.5 Substanssimalli

Substanssiarvoja käsitellessä täytyy toisistaan erottaa tasesubstanssi, sekä markkinasubstanssi. Tasesubstanssi on arvo, joka on laskettu suoraan tase-eristä käyttäen tase-erien kirjanpidollisia arvoja. Yrityksen todellisen substanssiarvon määrittäminen edellyttää kuitenkin varallisuuden arvostamista markkinahintaan. Se tarkoittaa sitä, että tase arvostetaan hintaan, mikä kustakin varallisuuserästä saadaan, jos

se myytäisiin vapailla markkinoilla. Velat voidaan vähentää nimellisarvoisina ilman markkina-arvioita. Velkoihin tulee tällöin sisällyttää myös varaukset yrityksen sitoumuksiin liittyvistä riskeistä, kuten jo luovutettuihin, mutta keskeneräisiin toimituksiin liittyvät jälkityöt. (Pasonen 2000, 71.)

Markkinahintainen substanssiarvo voi poiketa tasesubstanssista huomattavastikin. Markkinahintaisen substanssiarvon määrittäminen vaatii työtä ja asiantuntemusta. Periaate on, että jokaiselle tase-erälle täytyy löytää markkinahinta, ja, että mahdolliset piilevät riskit eliminoidaan. (Pasonen 2000, 61 – 62.)

Kiinteän omaisuuden kohdalla etsitään vertailukelpoisia tiedossa olevia hintoja ja käytetään niitä. Koneet ja laitteet, jotka ovat yleensä jossain määrin käytettyjä, pyritään arvostamaan jälleenmyyntihinnan hinnan mukaan. Aineettomien omaisuuserien kohdalla markkina-arvojen määrittäminen voi olla vaikeaa. Esimerkiksi aktivoitu tuotekehitys on luonteeltaan sellaista, jonka arvostaminen on hankalaa, koska sillä ei ole kiinteää hintaa. Tuotekehityksen arvo tahtoo nousta esiin vasta liikearvoa eli tulevaisuuden odotuksia arvotettaessa. Samoin kuin aiempien yritysostojen seurauksena taseeseen sisältyvä liikearvo on vaikea, koska se perustuu arvioihin. Vaihto-omaisuuden arvonmäärittämisessä käytetään yleisesti periaatetta, jossa vaihto-omaisuuserät arvostetaan hankinta- tai markkinahintaan siten, että näistä valitaan pienempi. (Pasonen ym. 2000, 61 – 62.)

Saamisten kohdalla arvioidaan, millä todennäköisyydellä saatavat kotiutuvat eräpäivään mennessä. Saataville, joiden kohdalla nähdään riskejä tai jotka ovat jo erääntyneet maksamattomina, määritetään nimellisarvoaan matalampi arvo. Saatavan epävarmuus tulee tällä tavoin otetuksi huomioon. Vanhoille saataville arvo voi olla nolla. (Pasonen ym. 2000, 61 – 62.)

Pankkitalletukset arvostetaan yleensä nimellisarvoon. Poikkeuksena ovat muiden lyhyt- ja pitkäaikaiset sijoitukset, koska niiden kohdalla joudutaan ottamaan huomioon sijoituskohteen riski. Tämä saattaa alentaa arvoa alle nimellisarvon. Taseen ulkopuoliset vastuut mitoitetaan ja muutetaan rahamääräisiksi. Tällä tavoin ne osaltaan vaikuttavat markkinahintatasoiseen substanssiarvoon. (Pasonen ym. 2000, 61 – 62.) pelkistetty tasesubstanssi löytyy taulukosta 3.

Taulukko 3. Pelkistetty substanssiarvo

Taseen loppusumma (=yrityksen bruttovarallisuus)
- korolliset velat
- korottomat velat
- varaukset
= Tasesubstanssi

Tärkeä johtopäätös substanssiarvomenetelmästä on se, ettei se yleensä ole paras vaihtoehto yrityksen arvon määrittämiseen. Tämä johtuu siitä, että yksittäistä omaisuuserää on vaikea arvostaa oikein ja se on melko vaivalloista. Lisäksi tuottoarvoja on vaikea määrittellä tai laskea. Tämä koskee varsinkin yrityksen liikearvoa. Pasosen (Pasonen ym. 2000, 61 – 62.) mielestä substanssiarvolla on merkitystä vain silloin, kun yritys on tarkoitus lopettaa. Silloin sitä käytetään usein tietynlaiseksi vertailuarvoksi tai vähimmäisarvoksi. Hänen mielestään substanssiarvo yrityksen vähimmäisarvona perustuu siihen, että jos tuottoarvo on substanssiarvoa alempi, yrityksen toimintaa ei kannata jatkaa. Silloin yrityksen lopettamisella päästään edullisempaan tulokseen kuin toimintaa jatkamalla.

3.4 Tulevaisuudennäkymien arviointi

Yrityksen arvonmäärittäminen perustuu siihen, mikä tilanne on tulevaisuudessa. Tulevaisuuden ennustaminen on vaikeaa, koska kukaan ei voi tietää, miten asiat ovat 10 vuoden päästä. Yrityksen johtohenkilöitä haastatteleminen saadaan myös selville tulevaisuuden suunnitelmia sekä kasvuennusteita. Tulevaisuuden ennustaminen on haastavaa, ja tämän takia käytössä on strateginen tilinpäätösanalyysi, perinteisen tunnuslukujen laskemisen lisäksi. Yrityksen toiminnot jaetaan kolmeen eri prosessiin, joilla mitataan kasvua, tulontuottamis- sekä rahoitusprosessia. Ensin mallinnetaan yrityksen menojen kasvuprosessi, jonka jälkeen arvioidaan näiden menojen tulontuottamiskykyä ja tähän kiinnitetään tuottamisprosessi. Kun nämä on saatu valmiiksi, mallinnetaan yrityksen rahoitusprosessi, mikä tarkoittaa, että tarkasteluun otetaan mukaan yrityksen maksamat osingot, korkotuotot - ja kulut sekä verot. Kaikkia näitä prosesseja käytetään hyväksi, jotta saadaan luotettavaa tietoa yrityksen

arvonmäärittämiseksi, sekä tulevaisuuden näkymien selventämiseksi. (Laitinen 2002, 131-134.)

4 ARVONMÄÄRITYS: CASE ALL PACK OY

4.1 Yritysesittely

Yrityksen toimitusjohtaja mukaan aikoo myydä omistamansa osakkeet, kun sopiva ostaja ilmaantuu. Myynti tapahtuu, koska yrittäjä jää eläkkeelle ja haluaa luopua yrityksen osakkeista ennen sitä. Myynti toteutetaan osakekauppana, jossa myyjä myy kaikki omistamansa osakkeet. Yrityksen varat ja velat eivät siirry uudelle omistajalle vaan pysyvät yrityksellä. Toimitusjohtaja kertoi, että kaupalla ei ole vaikutusta yrityksen toimintaan. Yrityksessä on työskennellyt vain toimitusjohtaja itse, ja tuotantopalvelu on ostettu muualta.

Toimitusjohtajan mukaan All Packin yhtiöjärjestyksessä ei ole lunastuslauseketta. Lunastuslauseke tarkoittaa, että muilla osakkeenomistajilla ja yrityksellä on oikeus lunastaa myytävät osakkeet. Ensisijainen lunastusoikeus on muilla osakkailla, mutta jos useampi osakas haluaa lunastaa osakkeet, silloin ne jaetaan omistajien omistamien osakkeiden mukaisessa suhteessa. Jos osakkeiden jako ei tällöin mene tasan, ylijääneet osakkeet jaetaan arvalla.

Yrittäjän tavoitteena on suorittaa kauppa yritykselle parhaalla mahdollisella tavalla, jolla saadaan paras mahdollinen hinta. Tämän vuoksi myyjällä ei ole merkitystä, kuka osakkeet hankkii. Yrityksestä täytyisi saada hinta, joka vastaa 3-4 vuoden palkkaa, jonka yrittäjä yrityksestä saisi. (Pellinen 2010.)

Toimitusjohtajan mukaan yrityksen yhtiöjärjestyksessä ei ole suostumuslauseketta, joka tarkoittaa, että osakas voi myydä osakkeensa ilman, että siihen tarvitaan hallituksen päätöstä. 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. (Pellinen 2010.)

4.2. Pääoman tuottovaatimusten määrittäminen

All Pack Oy:n pääoman tuottovaatimuksen laskeminen aloitetaan arvioimalla yrityksen tulevien vuosien pääomarakenne. Vuonna 2008 yrityksellä oli omaa pääomaa 237456 euroa. Vierasta pääomaa on 98347 euroa, joista korollista vierasta pääomaa yrityksellä oli 0 euroa. Yrityksen toimitusjohtaja arvioi pääomarakenteen pysyvän tulevaisuudessa samankaltaisena. Vuonna 2009 ja 2010 oman pääoman arvioidaan pienenevän hieman laman takia. Seuraavina vuosina sen arvioidaan sen taas jälleen kasvavan. Korottoman vieraan pääoman arvioidaan pysyvän samansuuruisena kuin aikaisempinakin vuosina. Korollista vierasta pääomaa ei arvioida jatkossakaan tarvittavan, koska yritys on tuottanut edellisenä vuosina hyvin voittoa, joita voi käyttää puskurina huonompien aikojen varalle. (Pellinen 2010.)

Pääomarakenteen arvioinnin jälkeen määritetään vieraan pääoman tuottovaatimus. Se on pääomalajeista helpoiten määritettävissä, koska vieraan pääoman tuottovaatimus on se tuotto, jonka yrityksen vieraan pääoman sijoittajat vaativat yrityksen luotoille. All Pack Oy:lla ei ennusteen mukaan ole korollista vierasta pääomaa. Yritys ei maksa korkoa tulevaisuudessa vieraasta pääomasta. Tässä tapauksessa vieraalla pääomalla myöskään ole tuottovaatimusta.

Seuraavan tarkasteluun otetaan All Packin rahoitusrakenne. Sen tunnuslukuina käytetään omavaraisuusastetta ja nettovelkaantumisastetta. Omavaraisuusaste lasketaan jakamalla vuoden 2008 oma pääoma taseen loppusummalla ja nettovelkaantumisaste jakamalla nettovelat omalla pääomalla. Nettovelat saadaan vähentämällä korollisesta vieraasta pääomasta rahat ja pankkisaamiset. Omavaraisuusaste ja nettovelkaantuminen on laskettu taulukossa 4.

Taulukko 4. Rahoitusrakenteen tunnusluvut

Omavaraisuusaste	Nettovelkaantumisaste
70,71%	10,94%

Omavaraisuusaste mittaa yrityksen vakavaraisuutta. Siitä näkee myös tappion sietokyvyn ja ylipäättään kyvyn selviytyä sitoumuksista pitkällä tähtäimellä. Yrityksen omat varat muodostavat puskurin mahdollisia tappioita varten.

LUOKITUSASTEIKKO(omavaraisuusaste)

Yritystutkimusneuvottelukunta (YTN)

Hyvä	Tyydyttävä	Heikko
Yli 40 %	20-40 %	Alle 20%

Seuraavaksi lasketaan oman pääoman tuottovaatimus. Riskittömänä tuottona käytetään Suomen valtion 10 vuoden obligaatioiden tuottoa 3,75 % (Suomen pankki 2011). Riskilisänä käytetään Kallunkin ja Niemelän (2007, 140) mainitsemaa keskimääräistä riskilisää 30 vuoden ajalta. Riskilisa on silloin 4,60 %. Oman pääoman tuottovaatimukseksi saadaan näin: $3,75 \% + 4,60 \% = 8,35 \%$. Koska kyseessä on pienyritys, sen riskisyys on korkeampi kuin suurilla yrityksillä. Oman pääoman tuottovaatimukseen on vielä lisättävä epälikvidiyslisä. Sen arvioidaan olevan 3,5 %. Luku perustuu arvioon, että yritys on suhteellisen pieni ja yrityksen toiminta on hyvin paljon sidoksissa henkilöstöön. Oman pääoman tuottovaatimukseksi saadaan: $8,35 \% + 3,5\% = 11,85 \%$. Prosentit on koottu taulukkoon 5.

Taulukko 5. Tuottovaatimusprosentit

Riskitön tuotto	3.75%
Riskilisa	4,60%
Yhteensä	8,35%
Epälikvisiivisyyslisä	3,50%
Tuottovaatimus	11,85%

Tuottovaatimusta verrataan yrityksen oman pääoman tuottoon. Edellä saatiin tulokseksi, että tuottoprosentin täytyisi olla 11,85 %. Oman pääoman, sijoitetun pääoman ja kokonaispääoman tuotot on laskettu taulukossa 6.

Taulukko 6. All Pack Oy:n tuottoprosentit

Oman pääoman tuotto	Sijoitetun pääoman tuotto	Kokonaispääoman tuotto
20,70%	29,07%	20,56%

Luvuista voi vetää johtopäätöksen, että tuottoprosentit ovat korkeammat kuin asetettu tuottovaatimus. Tällöin yritys on parempi sijoitus kuin markkinoilta saatava riskitön tuotto.

4.3 Yrityskauppaprosessi

All Pack Oy:n arvo lasketaan vuosien 2006–2008 toteutuneiden lukujen perusteella. Arvonmäärittämiseen käytetään tuleville vuosille tehtyjä arvioita. Arvioinnissa on käytetty tällä hetkellä tiedossa olevia asioita. Lisäksi oletetaan, että osakkeet myydään yrityksen ulkopuoliselle henkilölle. Myynnin jälkeen yrityksessä työskentelee edelleen yksi työntekijä. Yrityksen tilinpäätös on oikaistu, jotta yrityksen tiedoista saadaan oikeampi kuva.

4.3.1 Tasesubstanssiarvo

All Pack Oy:n substanssiarvo lasketaan tasesubstanssina. Markkinasubstanssia ei saatavilla olevilla tiedolla voida määrittää. Tasesubstanssi saadaan yrityksen viimeisimmästä tilinpäätöksestä vuodelta 2008 vähentämällä yrityksen varoista sen velat. Tasesubstanssin arvoksi saadaan 139117 euroa. Tasesubstanssi on laskettu taulukkoon 7

Taulukko 7. All Pack Oy:n tasesubstanssiarvo

Varat	237 456,00 €
Velat	-98 374,00 €
Substanssi	139 117,00 €

4.3.2. Kassavirta-arvo

Vapaan kassavirran mallissa yrityksen arvo perustuu siihen, mikä on yrityksen tulevaisuudessa tuottamien vapaiden kassavirtojen arvo tällä hetkellä. Nykyarvo lasketaan diskonttaamalla vapaa kassavirta oman pääoman tuottovaatimuksella. All pack Oy:n vapaat kassavirrat lasketaan vuosien 2008–2010 tulos- ja tase-ennusteiden perusteella. Verot otetaan huomioon laskelmassa siten, kuin yrityksellä ei olisi lainkaan korkomaksuja. Korkomaksujen verovähennysoikeus ei silloin pienennä verojen määrää All Pack:n vapaan kassavirran määrä on laskettu taulukossa 8.

Taulukko 8. Vapaan kassavirran määrä.

Liikevoitto	66802,82 €
Verot	-18 944,65 €
Rahoituskulut	-294,26 €
Rahoitustuotot	2 828,27 €
Yhteensä	49 798,18 €
Poistot	2 723,76 €
Yhteensä	52 521,76 €

Yrityksen vapaa kassavirta on aikaisempina vuosina tasaisesti kasvanut. Samoin se laskelman mukaan kasvaa tasaisesti seuraavinakin vuosina. Toimitusjohtaja arvioi vapaan kassavirran kasvavan 5 % vuodessa vuodesta 2011 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 11,85 %. Yrityksen arvo on laskettu taulukossa 9.

Taulukko 9. Kassavirtalaskelma

	2009	2010-2018
Kassavirta	52 521,76 €	608 091,29 €
Nykyarvo 1.1.2011	52 521,76 €	221 345,23 €

4.3.3 Osinkovirta-arvo

Osinkoperusteinen malli ei eroa paljoa kassavirtamallista. Mallissa yrityksen arvo on vain kassavirran sijasta yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen nykyarvo. Tulevaisuudessa jaettavien osinkojen määrittely on vaikeampaa, sillä osingonjakoon vaikuttavat monet tekijä. Yrityksen maksukyky ja voitonjakokelpoiset varat ovat tärkein vaikuttava tekijä. Usein näitä tekijöitä ei voida ennustaa etukäteen. All Pack Oy:n aikaisempien vuosien osingonjako on ollut tasaisesti kasvavaa ja osinkojen määrä on kasvanut noin 5 % vuodessa. Hän arvioi myös, että muutamana seuraavana vuonna yrityksen osingonjako tulee olemaan runsasta tulokseen nähden. Yrityksellä ei ole korollista vierasta pääomaa, eikä suuria investointeja ole tiedossa, joten osingonjako perusteltua. Osakkeita yrityksellä on 480 ja edellinen osinko on ollut 43,50 euroa osakkeelta.

Yrityksellä on voitonjakokelpoisia varoja runsaast, eikä maksukykyisyyden arvioida laskevan. All Pack Oy:n arvonmäärittämisessä käytetään kaavaa, jossa osingot arvioidaan niin pitkälle kuin on luotettavasti mahdollista ja siitä eteenpäin arvioidaan osinkojen kasvuvauhti. Diskonttaustekijänä laskelmissa käytetään oman pääoman tuottovaatimusta 11,85 %. Vuodesta 2010 alkaen toimitusjohtaja arvioi osinkojen kasvavan 5 % vuodessa. Taulukossa 10 on laskettu tulevien vuosien osinkojen nykyarvo.

Taulukko 10. All Pack Oy:n arvo osinkovirtamallilla

	2009	2010-2018
Osinko	20 880,00 €	311 893,43 €
Nykyarvo	20 880,00 €	113 589,21 €

4.3.4 Lisäarvo

Lisäarvomallissa osakkeen arvo muodostuu oman pääoman kirjanpidollisesta arvosta, sekä tulevista lisävoitoista. Lisäarvomalli lasketaan samalla tavalla kuin edelliset mallit. Osinkojen ja vapaan kassavirran sijaan käytetään yrityksen tulosta. All Pack Oy:n lisäarvo lasketaan vuosien 2008– 2009 tulos- ja taselaskelmien sekä maksettujen

osinkojen perusteella. Yrityksen toimitusjohtaja arvioi tuloksen pienenevän vuonna 2009, mutta sen jälkeen kasvavan tasaisesti.

Vuodesta 2010 alkaen toimitusjohtaja arvioi lisäarvon kasvavan 5 % vuodessa. Diskonttaustekijänä laskelmissa käytetään oman pääoman tuottovaatimusta 11,85 %. All Pack Oy:n lisäarvo saadaan vähentämällä arvioidusta tuloksesta yrittäjien vaatima tuotto. Sen jälkeen lisäarvo diskonttaamalla saatu arvo muutetaan nykyarvoksi. Vuodesta 2010 alkaen saatavien lisäarvojen nykyarvo on laskettu taulukossa 11.

Taulukko 11. All Packin lisäarvot laskettuna nykyarvoksi

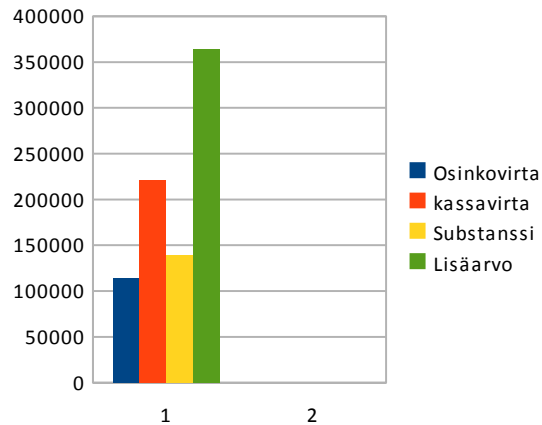
	2008	2009	2010-2018	
Osingot	18480	20880		
Oma pääoma	206146,43	237456,11		
Tulos	38749,59	49798,18		
Jakamaton voitto	35454,79	28918,18		
Oman pääoman tuottovaatimus	24428,35	28138,55		
Lisäarvo	323259,16	365191,02	539553,46	
Nykyarvo	323259,16	365191,02	196929,41	

Vuodesta 2010 alkaen saatavien lisäarvojen nykyarvo on 196929,41 euroa. Jotta tulos saadaan lopullisesti, summaan lisätään vielä vuoden 2007 kirjanpidollinen oma pääoma. Yrityksen oman pääoman arvoksi saadaan: $196929,41 + 167308,14 = 364237,55$ euroa.

4.3.5. Yhteenveto

All Pack Oy:n arvo laskettiin neljällä eri arvonmääritysmallilla. Nämä olivat substanssiarvo, osinkoperusteinen malli, vapaan kassavirran malli ja lisäarvomalli. Kuten odottaa sopi, jokainen malli antoi erilaisen tuloksen. Alhaisin arvo saatiin osinkomallissa, jossa arvoksi saatiin 113529 euroa ja korkein arvo lisäarvomallilla 364237,55 euroa. Kaikissa arvonmääritysmenetelmissä käytettiin diskonttaustekijänä oman pääoman tuottovaatimusta 11,85 %. Vuosien 2008–2010 tulos- ja tase-ennusteet sekä vuodesta 2011 alkaen arvioitu yrityksen kasvu 5 % perustuivat toimitusjohtajan arvioon. Kuviossa 1 on kuvattu eri arvonmääritysmalleilla saatuja arvoja.

Kaavio 1. All Packin arvo eri malleille laskettuna



Yrityksen substanssiarvoksi saatiin 139117 euroa. Se on toiseksi pienin luku verrattuna muihin saatuihin arvoihin. Substanssiarvossa on huomioitu vain yrityksen konkreettiset varat vähennettynä veloilla, ja se antaa yleensä pienimmät tulokset. Yrityksen liikearvoa ei tässä mallissa ole myöskään huomioitu. Substanssiarvoa pienentävät myös se, että se hankkii tuotannon ostopalveluna, eikä pidä omaa kalustoa. Muita huomioonotettavia seikkoja ovat vaihto-omaisuuden pientyminen tilinpäätöksen ja kauppahetken välisenä ajankohtana, joka pienentää substanssiarvoa huomattavasti, sekä osingonjako.

Osinkoperusteisen mallin mukaan yrityksen arvoksi saatiin 113589,21 euroa, joka on pienin saatu lukema. Se johtuu siitä, että yritys on jakanut osinkoa huomattavasti vähemmän, kuin mihin se pystyisi, ja varat on pidetty yrityksen sisällä. Osinkojen arvioiminen etukäteen on myös vaikeaa ja niihin vaikuttavat monet eri tekijät. Niitä ei voida yleensä etukäteen ennustaa. Muutamana vuonna osinkoa arvioidaan jaettavan enemmän, toisina vähemmän. On mahdollista jakaa osinkoa enemmän, kuin mitä tulos on. Yrityksen aikaisempina vuosina jakamiin osinkoihin verrattuna osinkojen ennustettu kasvu on maltillista ja näin ollen hyvin realistista.

Vapaan kassavirran mallilla yrityksen arvoksi saatiin 221345,23 euroa. Vapaan kassavirran malli perustuu hyvin paljon eri oletuksiin ja arvioihin. Yleensä se antaa yritykselle korkeamman arvon, kuin muut mallit. Yrityksen tuotot arvioidaan monesti korkeammiksi kuin kulut. All Pack Oy:n tulevaisuuden ennusteet on tehty mahdollisimman todenmukaisesti, mutta tulevaisuutta on haastavaa ennustaa.

Lisäarvomallilla yrityksen arvoksi saatiin 364237,55 euroa. Se on korkein saatu lukema, ja se johtuu siitä, että yritys on pitänyt paljon itsellään ja että sillä on paljon omaa pääomaa. Se luo puskurin tulevaisuutta ajatellen. Lisäarvomalli antaa malleista oikeimman kuvan yrityksen arvosta. Siinä arvo lasketaan pääosin toteutuneesta tilinpäätöksestä. Tulevien vuosien ennusteista aiheutuneet virheet eivät vaikuta arvoon olennaisesti.

Yrityksen arvoa laskettaessa pienikin virhe ennusteissa saattaa muuttaa yrityksen arvoa olennaisesti. Tämän vuoksi todenmukaisin arvo saadaan käyttämällä useita eri malleja, joita sitten vertaillaan niitä keskenään. Saatujen arvojen perusteella voidaan todeta lisäarvomallin kuvaavan parhaiten yrityksen arvoa. Mikäli kyseessä on vähemmistöosuuden kauppa, kauppahinta on kuitenkin yleensä lähempänä substanssiarvoa kuin tuottoarvoja. Lopullinen hinta, se millä hinnalla yrityskauppa todellisuudessa toteutuu, on riippuvainen kuitenkin myyjästä ja ostajasta sekä heidän tulevaisuuden suunnitelmistaan. Hinta on, se minkä ostaja maksaa, ja millä myyjä myy.

5. JOHTOPÄÄTÖKSET

Seuraavien viiden vuoden aikana on paljon yrittäjiä jäämässä eläkkeelle. Yrityskauppa on ajankohtaista etenkin pienissä teollisuuden ja rakentamisen yrityksissä. Yrityskauppa on monimutkainen prosessi. Se on suunniteltava ja valmisteltava huolellisesti etukäteen.

Tämän opinnäytetyön tarkoituksena oli tutkia, miten pienen osakeyhtiön yrityskauppa voidaan toteuttaa. Lisäksi tarkoituksena on selvittää, miten yrityksen arvo lasketaan. Opinnäytetyön teoriaosuudessa selvitettiin yrityskaupan muodot ja rajoitukset. Lisäksi käytiin läpi yrityksen arvonmäärittämisprosessin eteneminen, pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen ja erilaiset arvonmäärittäsmallit.

Empirisessä osuudessa tutkittiin, miten All Pack Oy:n yrityskauppa on tarkoitus toteuttaa. Lopputuloksena saatiin, mikä on yrityksen arvo. Tutkimus toteutettiin kvantitatiivisena tutkimuksena. Tutkimusta varten haastateltiin case-yrityksen toimitusjohtajaa Markku Pellistä. Lisäksi analysoitiin toteutuneita tilinpäätösaineistoja, ja laskettiin yrityksen tilaa kuvaavia tunnuslukuja.

Tutkimus osoitti, että on olemassa monia eri toteutusmalleja toteuttaa yrityskauppa. Se voidaan toteuttaa joko osakekauppana tai liiketoiminnan kauppana. Osakekauppaa voidaan rajoittaa erilaisilla sopimuksilla ja rajoituksilla, esimerkiksi lunastuslausekkeella. Yrityskauppaa suunniteltaessa tulee laatia useita sopimuksia. Pienelle yritykselle tärkeimpiä on kauppakirja. Liiketoiminnan tai osakkeiden luovutus voi tapahtua kauppakirjan allekirjoitushetkellä tai sovittuna myöhempänä ajankohtana.

Tärkein asia yrityskaupassa on kauppahinta. Se voidaan määrittää erilaisilla arvonmääritysmalleilla. Ne mittaavat yritykseen sijoitetun pääoman arvoa. Arvonmääritysmenetelmät perustuvat yrityksen tulevaisuuden arviointiin, jonka vuoksi on tärkeää pystyä arvioimaan yrityksen tulevaisuus mahdollisimman realistisesti. Jos se ei pystytä arvioimaan oikein, eivät myöskään arvonmääritysmallit anna oikeaa kuvaa yrityksen arvosta.

Case-yrityksen yrityskauppa on tarkoitus toteuttaa, kun sopiva ostaja löytyy. Yrityksen yhtiöjärjestyksessä ei ole lunastuslauseketta, 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 ja arvot laskettiin toimitusjohtajan arvioimien tulos- ja tase-ennusteiden pohjalta. Jokainen malli antoi eri tuloksen. Todennäköisin yrityksen arvo saatiin lisäarvomallilla. Koska kyseessä on yhden osakkaan omistamien osakkeiden kauppa, on substanssiarvo lähempinä oikeaa arvoa.

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

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

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

LÄHDELUETTELO

Painetut:

Alasuutari, Pertti. 1999. Laadullinen tutkimus. Vastapaino: Tampere.

Hakala, Juha. 2004. Opinnäytetyöopas ammattikorkeakouluille.

Hirsjärvi, Sirkka & Remes, Pirkko & Sajavaara, Paula. 1997. Tutki ja kirjoita. Tammi. Helsinki.

Kallunki, Juha-Pekka & Martikainen, Teppo & Niemelä, Jaakko. 2001. Yrityksen arvonmäärittäminen. Kauppakaari: Helsinki.

Kallunki, Juha-Pekka & Martikainen, Teppo & Niemelä, Jaakko. 2004. Uusi yrityksen arvonmäärittäminen. Talentum: Helsinki.

Kallunki, Juha-Pekka & Martikainen, Teppo & Niemelä, Jaakko. 2007. Uusi Tilinpäätösanalyysi. Talentum: Helsinki

Laitinen, Erkki. 2002. Strateginen tilinpäätösanalyysi. Kauppakaari: Helsinki.

Paavola, Ulla & Torppa, Pasi & Lumijärvi, Olli-Pekka. 1997. Miten lisätä yrityksen arvoa? WSOY: Porvoo.

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

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

Painamattomat

Suomen yrityskaupat. 2008. Yrityksen arvonmäärittäminen. Luettu 1.7.2009. <<http://www3.yrittajat.fi/yritysporssi/home.nsf/pages/2DA5E9B0CE50DEBDC2256E23003E3A81?opendocument>>

YritysSuomi.2008. Miten määritetään yrityksen arvo? Luettu 3.7.2009.

<<http://www.yrityssuomi.fi/default.aspx?ContentID=8841&NodeID=15929>>

Eeva Pyörälä. 2006. Mitä ja millaista on laadullinen tutkimus? Luettu 28.7.2009.

<<http://www.valt.helsinki.fi/yleope/kvali/kvali1.htm>>

Suulliset lähteet

Toimitusjohtaja. Markku Pellinen. Haastattelu 28.2.2010