

Mira-Jonna Myllykangas

ARVONMÄÄRITYS

Case: Työkalu yrityksen arvonmääritykseen

**Opinnäytetyö
CENTRIA-AMMATTIKORKEAKOULU
Liiketalouden koulutusohjelma
Huhtikuu 2015**

TIIVISTELMÄ OPINNÄYTETYÖSTÄ

Yksikkö Kokkola-Pietarsaari	Aika Huhtikuu 2015	Tekijä/tekijät Mira-Jonna Myllykangas
Koulutusohjelma Liiketalouden koulutusohjelma		
Työn nimi ARVONMÄÄRITYS. Case: Työkalu yrityksen arvonmäärittämiseen.		
Työn ohjaaja Janne Peltoniemi	Tekstin ohjaus Tuija Tolonen-Kytölä	Sivumäärä 46 + 4
Työelämäohjaaja Pehr-Göran Kåla, Sami Viljanen		
<p>Opinnäytetyön keskeinen sisältö keskittyi yrityksen arvonmäärittämisen ympärille. Opinnäytetyö koostui teoriaosuudesta sekä toiminnallisesta osuudesta.</p> <p>Teoriaosuudessa käsiteltiin arvonmäärittämistä sekä erilaisia tapoja lähestyä sitä. Arvonmäärittämissä ja -tapoja on useita, joista eniten käytettyihin menetelmiin tässä opinnäytetyössä tutustuttiin. Lisäksi työssä otettiin huomioon erilaisten lisäarvotekijöiden vaikutus yrityksen arvoon.</p> <p>Teoriaosuuden tietoja sovellettiin opinnäytetyön toiminnallisessa osuudessa, joka toteutettiin toimeksiantona Kokkolanseudun Kehitys Oy:lle. Päättävänä oli luoda toimeksiantajan tarpeita vastaava arvonmäärittämissä työkalu. Ideana oli rakentaa selainpohjainen sovellus, johon tilinpäätöslukuja syöttämällä saataisiin perushaitaria yrityksen arvonmäärittämiseen. Tätä suuntaa-antavaa hinta-arviota olisi tarkoitus käyttää yritysrauhassa yrityksen ja -myyjän välisen yhteisymmärryksen löytämiseen. Tässä opinnäytetyössä keskityttiin arvonmäärittämissä mallin rungon kehittelyyn sekä Excel-pohjaisen mallin luomiseen. Opinnäytetyön lopussa esiteltiin arvonmäärittämissä työkalu esimerkkiarvonmäärittämisen avulla.</p> <p>Arvonmäärittäminen on yksi liiketalouden keskeisimmistä kysymyksistä markkinataloudessa. Yhtä ehdottoman oikeaa arvostusmallia ei ole olemassa, vaan sopivaa lähestymistapaa tulisi arvioida tapauskohtaisesti. On todettava, että yrityksen arvoa ei voida yksiselitteisesti laskea, vaan arvonmäärittäminen perustuu aina osittain subjektiiviseen arvioon. Vaikka onnistunut yrityksen arvonmäärittäminen onkin vaikeaa, on se merkittävimpiä edellytyksiä yritysrauhassa onnistumiselle.</p>		

Asiasanat

Arvonmäärittäminen, arvonmäärittämissä malli, lisäarvomalli, lisäarvotekijä, osinkoperusteinen malli, substanssiarvo, tilinpäätösanalyysi, tunnusluvut, tuottoarvo, vapaan kassavirran malli

ABSTRACT

Unit Kokkola-Pietarsaari	Date April 2015	Author/s Mira-Jonna Myllykangas
Degree programme Business administration		
Name of thesis BUSINESS VALUATION. Case: Valuation tool.		
Instructor Janne Peltoniemi	Language instructor Tuija Tolonen-Kytölä	Pages 46 + 4
Supervisor Pehr-Göran Kåla, Sami Viljanen		
<p>The main content of this thesis concentrated on business valuation. The thesis consisted of a theoretical and a functional part.</p> <p>The theoretical part processed business valuation and different ways to approach it. There are several valuation models and methods and this thesis presented the most popular ones. Also the effect of the added value factors was taken into account.</p> <p>The information of the theoretical part was applied in the functional part, which was carried out by an assignment to Kokkolanseudun Kehitys Oy. The main aim was to create a specific business valuation tool, which responds to client's needs. The idea was to build a browser-based application, which counts the directional value of the business. This directional price estimate would be used in acquisition situations, so that the buyer and the seller would find a mutual understanding. This thesis concentrated on developing the frame of the valuation model and creating Excel-based model of the tool. At the end of the thesis the business valuation tool was introduced along with an example of business valuation.</p> <p>Business valuation is one of the most essential issues in market economy. There is no single adequate valuation method. The appropriate way to approach business valuation should be determined on case-by-case basis. It should be noted that the business' value cannot be unequivocally calculated, it is always partially based on a subjective estimate. Although the successful business valuation is a complex process; it is one of the most significant conditions for the successful acquisition.</p>		

Key words

Added value factor, business valuation, dividend-based model, financial indicators, financial statement analysis, free cash flow model, income value, net asset value, valuation model, value-added model

**TIIVISTELMÄ
ABSTRACT
SISÄLLYS**

1 JOHDANTO	1
2 ARVONMÄÄRITYS	4
3 ARVONMÄÄRITYSTAVAT	7
3.1 Tilinpäätös arvonmäärityksen pohjana	7
3.1.1 Tilinpäätöksen oikaisu	8
3.1.2 Tilinpäätösanalyysistä reittaukseen	10
3.1.3 Tuloksen riittävyys	12
3.2 Perusarvot	13
3.2.1 Arvonmääritystä ohjaavat standardit ja verottajan näkökulma	14
3.2.2 Substanssiarvo	16
3.2.3 Tuottoarvo	17
3.3 Tulevaisuuden huomioiminen arvonmäärityksessä	18
3.3.1 Tunnuslukuihin perustuva arvonmääritys	18
3.3.2 Vapaan kassavirran malli (FCF)	22
3.3.3 Lisäarvomalli	23
3.3.4 Osinkoperusteinen malli	24
3.4 Lisäarvotekijät	25
3.4.1 Arvotekijät tuloslaskelmasta ja taseesta	25
3.4.2 Muut arvotekijät	26
4 CASE: TYÖKALU YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYKSEEN	29
4.1 Lähtökohdat	29
4.2 Toimeksiannon syyt	30
4.3 Toimeksiantaja Kokkolanseudun Kehitys Oy	30
4.4 Arvonmääritysmallin suunnittelu ja toteutus	32
5 ARVONMÄÄRITYSTYÖKALU	37
5.1 Vaihe 1. Yrityksen varallisuus	37
5.2 Vaihe 2. Liiketoiminnan tulos	38
5.3 Vaihe 3. Tuloksen riittävyys	39
5.4 Vaihe 4. Lisäarvotekijät	40
5.5 Vaihe 5. Arvonmäärityksen tulokset	41
6 JOHTOPÄÄTÖKSET JA POHDINTA	43
LÄHTEET	45
LIITTEET	
KUVIOT	
KUVIO 1. Arvonmäärityksen lähestymistavat	4
KUVIO 2. Yrityksen taloudellisen tilan kokonaisuus	10
KUVIO 3. Yrityksen varallisuus	37
KUVIO 4. Liiketoiminnan tulos	38
KUVIO 5. Tuloksen riittävyys	39

KUVIO 6. Lisäarvotekijät	40
KUVIO 7. Arvonmäärityksen tulokset	41

TAULUKOT

TAULUKKO 1. Esimerkki reittausluokituksen tulkinnasta	11
TAULUKKO 2. Rahoitustuloksen tasot	13
TAULUKKO 3. IFRS:n mukainen suuntaa-antava arvonmääritysmuistion runko	15
TAULUKKO 4. Tärkeimmät yksittäiset tunnusluvut	19
TAULUKKO 5. Yrityskaupan palveluprosessin vaiheet	31

1 JOHDANTO

Tämän opinnäytetyön keskeinen sisältö keskittyy arvonmäärityksen ympärille. Työssä käsitellään sekä yrityksen arvonmäärityksen pohjana käytettävää teoretietoa sekä sitä, miten arvonmääritystä toteutetaan käytännössä. Opinnäytetyö koostuu teoriaosuudesta sekä toimeksiantona toteutetusta toiminnallisesta osuudesta. Opinnäytetyön runko on rakennettu siten, että ensin paneudutaan arvonmäärityksen kannalta olennaiseen teoriapohjaiseen tietoon, jonka jälkeen siirrytään toiminnallisen osuuden käsittelyyn ja raportointiin.

Yrityksen arvonmääritys on yksi liiketalouden keskeisimmistä kysymyksistä markkinataloudessa. Arvonmäärityksen tavoitteena on yrityksen taloudellisen tilan perusteella määrittää yrityksen arvo. Käytännössä yrityksen arvolla tarkoitetaan yrityksen omaisuuden markkina-arvoa, eli sitä hintaa, jonka sijoittajat olisivat valmiita maksamaan yrityksen omasta pääomasta ja veloista. Yrityksen arvonmääritys ei ole aina helppoa tai yksiselitteistä. Siitä huolimatta se on kuitenkin tärkeää, sillä luotettava arvonmääritys toimii perustana monenlaisille yrityksen ja sen sidosryhmien tekemille päätöksille. Onnistunut yrityksen arvonmääritys on merkittävimpiä edellytyksiä muun muassa yrityskaupan onnistumiselle.

Arvonmääritysmalleja ja -tapoja on useita. Yrityksen arvon määrittämiseen liittyy useita vaiheita ja lukuisia käytännön yksityiskohtia. Joidenkin menetelmien avulla tulokseen päästään nopeasti ja varsin pienellä työmäärällä, kun taas toiset menetelmät vaativat perusteellista analyysiä. Syvälinen arvonmääritys vaatii kuitenkin aina työtä ja useiden erilaisten vaiheiden läpikäymistä.

Menetelmästä riippumatta arvostuksen pohjana käytetään yrityksen tilinpäätöksestä saatavaa historiapohjaista informaatiota. Tilinpäätöksen avulla voidaan miettiä, onko yrityksen saavutusten taso riittävä, onko toiminnassa tapahtunut olennaisia muutoksia ja miten yrityksen tunnusluvut sijoittuvat suhteessa sen tavoitteisiin, muihin yrityksiin, kilpailijoihin ja omaan toimialaan. Arvonmäärityksessä käytettäviä perusarvoja ovat substanssiarvo sekä tuottoarvo. Substanssiarvolla tarkoitetaan yrityksen velattoman omaisuuden määrää, kun taas tuottoarvossa keskitytään siihen, paljonko yritys tulee lähivuosina tuottamaan.

Tulevan kehityksen ennakoiminen on yleensä välttämätöntä yrityksen arvoa määritettäessä, sillä osa yrityksen arvosta muodostuu usein myös tulevaisuuden odotuksista. Tulevaisuuden huomioon ottavia arvonmääritysmenetelmiä ovat muun muassa joihinkin yksittäisiin markkinaperusteisiin tunnuslukuihin perustuvat arvonmääritystavat sekä niin sanotuista kehittyneemmistä arvonmääritysmalleista vapaan kassavirran malli, osinkoperusteinen malli ja lisäarvomalli. Näissä kehittyneemmissä malleissa arvostuksen perustana toimii osakkeenomistajien vuosittain saamien rahavirtojen arvo.

Lisäksi jokaisessa yrityksessä on erilaisia ominaisuuksia, jotka voivat vaikuttaa merkittävästikin yrityksen kokonaisarvoon. Tällaisia lisäarvotekijöitä voi löytyä sekä tuloslaskelmasta ja taseesta että kokonaan tilinpäätöksen ulkopuolelta. Yrityskaupoissa ostajan kannalta yrityksen arvoa nostattavia tekijöitä voivat olla esimerkiksi yrityksen toimiala, asiakaskanta taikka innovaatio- ja uudistumisvalmius. Kaikki lisäarvotekijät eivät ole aina yksiselitteisiä, eikä niiden numeraalinen mittaaminen ole välttämättä helppoa. Yrityskauppatilanteissa arvoon vaikuttavat kuitenkin lopulta maalaisjärjen mukaiset asiat: ostajan kannalta on olennaista, voiko hän ostamalla yrityksen saavuttaa jotakin, mitä hän ei ehkä saavuttaisi perustamalla uuden vastaavan yrityksen.

Ei voida sanoa, että olisi olemassa yhtä ehdottoman oikeaa arvostusmallia, vaan sopivaa lähestymistapaa tulisi aina arvioida kohteen kannalta ottaen huomioon sen taloudellinen perusta. Olennaista mallin valinnassa on se, kuinka helposti ja luotettavasti arvostuksen kannalta keskeiset muuttujat saadaan määriteltyä. Yrityskauppatilanteissa yleisimmin käytettyjä arvostusmenetelmiä ovat kassavirtaperusteinen arvonmääritys sekä suhteellinen arvonmääritys. Kaikesta huolimatta on kuitenkin todettava, että yrityksen arvoa ei voida yksiselitteisesti laskea, vaan arvonmääritys perustuu aina osittain subjektiiviseen arvioon.

Opinnäytetyön toiminnallinen osuus toteutettiin toimeksiantona Kokkolanseudun Kehitys Oy KOSEKille. KOSEK on elinkeino- ja kehittämispalveluja sekä yritysneuvontaa tarjoava yhtiö, jonka vastuualueisiin kuuluvat myös sukupolven- ja omistajanvaihdosten sekä tarvittaessa yrityksen lopettamistoimenpiteiden edesauttaminen. On arvioitu, että seuraavan kymmenen vuoden aikana omistajanvaihdoksia tulee tapahtumaan yhteensä 70 000–80 000 yrityksessä. Yrittäjien ikääntymisestä johtuen yrityksen arvonmäärittelyn tärkeys on noussut lähiaikoina näkyvämmiin esille. Yrityskauppatilanteessa ostaja ja myyjä pyrkivät arvioimaan yrityksen eri liiketoimintojen arvoja, joiden perusteella muodostetaan sitten

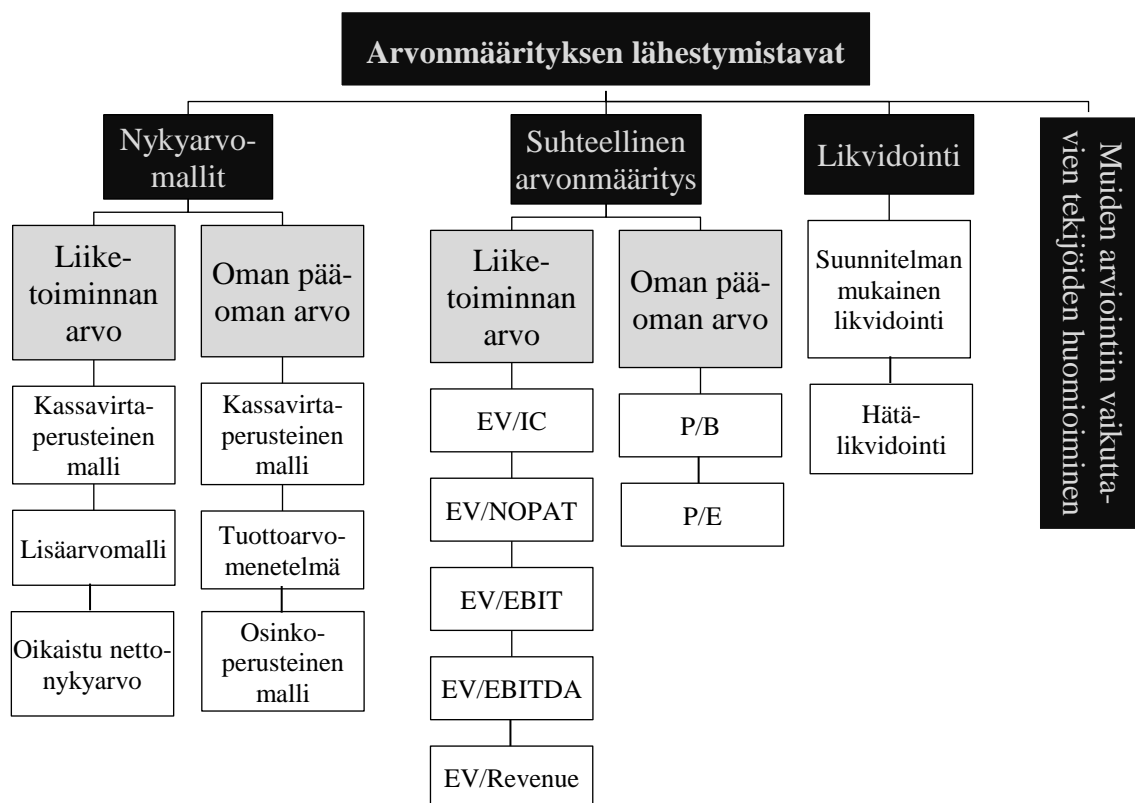
käsitys koko yrityksen arvosta. Yrityskaupan syntyminen edellyttää eri katsantokantojen yhteisen näkemyksen löytymistä. Jos ostaja ja myyjä eivät ymmärrä toistensa arvostusperusteita, ei kauppaa synny.

Tämän opinnäytetyön päätavoitteena oli luoda toimeksiantajan, KOSEKin, tarpeita vastaava arvonmäärittäjäohjelma. Ideana oli rakentaa selainpohjainen sovellus, johon tilinpäätöslukuja syöttämällä saataisiin perushaitaria yrityksen arvonmäärittämiseen. Tätä suuntaantavaa hinta-arviota olisi sitten tarkoitus käyttää yrityskauppatilanteissa yritysostajan ja -myyjän välisen yhteisymmärryksen löytämiseen. Tässä opinnäytetyössä keskityttiin nimenomaan arvonmäärittäjäohjelman rungon kehittelyyn sekä sen pohjalta Excel-pohjaisen mallin luomiseen.

2 ARVONMÄÄRITYS

Yksi liiketalouden keskeisimmistä kysymyksistä markkinataloudessa on yrityksen arvonmääritys. Arvonmäärityksen tavoitteena on yrityksen taloudellisen tilan perusteella määrittää yrityksen arvo. Arviointi perustetaan sekä tämän hetkiseen tilaan että tulevaisuudessa odotettuun menestykseen. Yrityksen arvonmääritys ei ole helppoa, mistä johtuen liian moni tyytyy vain asian ohittamiseen. (Kallunki & Niemelä 2007, 9, 13–14.) Arvonmäärityksen suurin ongelma on se, että teoriat ja käytännöt eivät kohtaa (Rantanen 2013, 7). Luotettava arvonmääritys on kuitenkin tärkeää, sillä se toimii perustana monenlaisille yrityksen ja sen sidosryhmien tekemille päätöksille. Kantaa yritysten arvoihin joutuvat ottamaan esimerkiksi sijoituspäätöksiä ja osakkeiden ostoa miettivät tahot, yrityskauppoja ja fuusioita järjestelevät omistajat, omistajien etuja valvovat yritysjohtajat sekä rahoittajat, tilintarkastajat ja verottajat. (Kallunki & Niemelä 2007, 9, 13–14.)

Arvonmääritysmalleja ja -tapoja on useita. Seuraavassa kuviossa käsitellään erilaisia tapoja lähestyä arvonmääritystä.



KUVIO 1. Arvonmäärityksen lähestymistavat (mukaiillen Petersen & Plenborg 2011, 6)

Yhtä ehdottoman oikeaa arvostusmallia ei ole olemassa, vaan sopivaa mallia tulisi aina arvioida kohteen kannalta ottaen huomioon sen taloudellinen perusta. Olennaista mallin valinnassa on se, kuinka helposti ja luotettavasti arvostuksen kannalta keskeiset muuttujat saadaan määriteltyä. Jos yrityksen taloudellinen tila on vakaa ja myös tuloskasvu on normalisoitunut, soveltuu tilanteeseen parhaiten yhden kasvun malli sen helppouden takia. Jos taas yrityksen rakenteissa tai ulkoisissa tekijöissä on odotettavissa olennaisia muutoksia, tulisi ennusteet jaksottaa kasvuvauhdin mukaan. (Kallunki & Niemelä 2012, 252–253.)

Yrityskauppatilanteissa yleisimmin käytettyjä menetelmiä arvonmäärittämiseen ovat kassavirtaperusteinen arvonmäärittäminen sekä suhteellinen arvonmäärittäminen. Kassavirtaperusteisissa malleissa yrityksen arvo muodostuu tulevaisuudessa saatavien vapaiden kassavirtojen nykyarvon perusteella, kun taas suhteellisessa arvonmäärittämisessä arvo lasketaan suhteessa johonkin yrityksen taloudellista tilaa kuvaavaan muuttujaan. Vaikka arvonmäärittämiselliset antavat yleisesti luotettavamman arvion yrityksen arvosta verrattuna pelkkiin yksittäisiin tunnuslukuihin, niin myös suhteellinen arvonmäärittäminen on hyvin suosittua helppokäyttöisyytensä vuoksi. (Majamaa 2011.)

Arvonmäärittäminen voidaan jaotella kolmeen päävaiheeseen:

1. strategiseen analyysiin
2. tilinpäätöksen analysointiin ja
3. tulevan kehityksen ennakointiin.

Keskeistä yrityksen arvonmäärittämisessä on yrityksen kehityksen ja nykytilanteen analysointi tilinpäätösten avulla (tilinpäätöksen analysointi). Yrityksen arvoon vaikuttavat itse yrityksestä johtuvien tekijöiden lisäksi myös ympäröivän yhteiskunnan kehitys, yrityksen toimiala sekä yrityksen markkina-asema (strateginen analyysi). Koska osa yrityksen arvosta muodostuu usein myös tulevaisuuden odotuksista, tulevan kehityksen ennakoiminen on yleensä välttämätöntä yrityksen arvoa määritettäessä (tulevan kehityksen ennakointi). Arvonmäärittämisprosessissa tilinpäätösten analysoinnin jälkeen strategisen ja tilinpäätösanalyysin perusteella tehdyt ennusteet muutetaan yrityksen arvoksi. (Kallunki & Niemelä 2007, 25–26, 34.) Yrityksen arvo on sen omaisuuden markkina-arvo. Käytännössä tämä tarkoittaa hintaa, jonka sijoittajat olisivat valmiita maksamaan yrityksen omasta pääomasta ja veloista. (Niskanen & Niskanen 2013, 267.)

Julkista tietoa yrityksen arvonmäärityksen pohjaksi löytyy vain niukasti. Yleensä ainoastaan kaikkein isoimmista yrityskaupoista julkistetaan kauppahintoja, jos niistäkään. Suurten yrityskauppojen hintoja ei kuitenkaan voida soveltaa suoraan pienten yritysten arvonmääritykseen. Siksi tietoa arvonmäärityksen avuksi joudutaan keräämään sieltä, mistä sitä vain saadaan. Tiedon lähteitä on sekä hyviä että huonoja. Käyttökelpoisinta materiaalia saadaan arvonmäärityksen teoriaa avaavista työkaluista. Valmiita työkaluja on tosin tarjolla vain vähän, eikä niiden soveltaminen maallikoille ole kovin helppoa. Käyttökelpoisuudeltaan huonoa tietoa sen sijaan on tarjolla paljon. (Leskelä 2011.)

Yrittäjillä on usein yrityksensä arvosta valmis käsitys, joka saattaa perustua hyvinkin hataralle pohjalle, esimerkiksi jonkun tutun tekemään yrityskauppaan. Vaikka arvonmäärityksen perustana oleva tietolähde ei olisi järkeenkäyvä, yrittäjän oma ensiarvio yrityksen arvosta on usein harvinaisen kestävä. (Leskelä 2011.) Yritykseen liittyvän informaation on kuitenkin oltava yhdenmukaista, koska yrityskauppatilanteissa myyjän laatimiin arvioihin kohdistuu valtavasti paineita ostajan suunnalta. On tärkeää, että myös ostaja pitää informaatiota luotettavana. (Majamaa 2011.) Vaikka onnistunut yrityksen arvonmääritys on vaikeaa, on se merkittävimpiä edellytyksiä yrityskaupan onnistumiselle (Leskelä 2011). Kaikesta huolimatta on kuitenkin todettava, että yrityksen arvoa ei voida yksiselitteisesti laskea, vaan arvonmääritys perustuu aina osittain subjektiiviseen arvioon (Majamaa 2011).

3 ARVONMÄÄRITYSTAVAT

Arvonmäärittämiseen liittyy useita vaiheita ja lukuisia käytännön yksityiskohtia. Joidenkin menetelmien avulla tulokseen päästään nopeasti ja varsin pienellä työmäärällä, kun taas toiset menetelmät vaativat perusteellista analyysiä. Hintakertoimien avulla arvonmäärittäminen voidaan toteuttaa nopeasti ja helposti. Helppokäyttöisyyden kääntöpuolena on, että käytettäessä on tehtävä yksinkertaistavia oletuksia, eikä myöskään arvoon vaikuttavia tekijöitä pystytä tarkastelemaan. Näin ollen lopputulos voi antaa melko karkean kuvan arvosta. Huomattavasti tarkempaan arvioon päästään käyttämällä arvonmäärittämismalleja, jotka mahdollistavat yrityksen arvon ja siihen vaikuttavien tekijöiden syvällisemmän analysoinnin. Käytännössä malleissa tarvittavien muuttujien arviointi ei kuitenkaan ole yksiselitteistä, joten mallitkin antavat usein toisistaan poikkeavia tuloksia. Arvonmäärittämiseen tarvitaan paljon erilaista tietoa yrityksestä, sen toimialasta ja koko kansantaloudesta. Haasteeksi tiedonhankinnassa muodostuu se, että toteutuneiden tietojen lisäksi tarvitaan myös tulevaisuuden ennusteita tarvittavista muuttujista. Oleellista arvonmäärittämisprosessissa onkin se, minkä arvostusmenetelmän avulla saavutetaan paras läpinäkyvyys ja avoimuus taustalla oleviin ennusteisiin ja muihin oletuksiin. Syvälinen arvonmäärittäminen vaatii aina työtä ja useiden erilaisten vaiheiden läpikäymistä. (Kallunki & Niemelä 2012, 29, 251–253.)

3.1 Tilinpäätös arvonmäärittämisen pohjana

Suomessa kaikki liike- ja ammattitoimintaa harjoittavat ovat kirjanpitovelvollisia. Tilikauden lopussa laaditaan kirjanpitoon perustuen tilinpäätös, johon sisältyvät kirjanpitolain määräämät tuloslaskelma ja tase sekä rahoituslaskelma ja liitetiedot. Kirjanpidosta saatavat tiedot ovat periaatteessa vertailukelpoisia, sillä kirjanpitoa toteutetaan yhtenäisin perustein, vaikka yrityskohtaista liikkumavaraa onkin verrattain paljon. Yrityksen taloudellista tilaa ja toimintaedellytyksiä tulkitaan pääasiassa juurikin tilinpäätöksen perusteella. Tuloksin apuna käytetään tunnuslukuja, sillä tuloslaskelmasta ja taseesta saatavat yksittäiset rahamäärät eivät ole kovinkaan informatiivisia. Tilinpäätöksen avulla voidaan miettiä, onko yrityksen saavutusten taso riittävä, onko toiminnassa tapahtunut olennaisia muutoksia ja miten yrityksen tunnusluvut sijoittuvat suhteessa sen tavoitteisiin, muihin yrityksiin, kilpailijoihin ja omaan toimialaan. (Salmi 2006, 24, 26–27, 111–112.)

3.1.1 Tilinpäätöksen oikaisu

Tilinpäätöksen perustieto muodostuu tuloslaskelmasta ja taseesta. Tuloslaskelmassa kuvataan vähennyslaskun muodossa yrityksen tilikauden tuloksen muodostumista. Pääsääntöisesti tuloslaskelma laaditaan suoriteperustetta noudattaen. Käytettyjä tuloslaskelmakaavoja ovat kululajikohtainen sekä toimintakohtainen tuloslaskelma. Kirjanpitovelvollisella on mahdollisuus valita näistä kahdesta toteutustavasta itselleen paremmin soveltuva vaihtoehto. Ammatinharjoittajille, aatteellisille yhteisöille, säätiöille sekä kiinteistöyhtiöille sen sijaan on omat tuloslaskelmakaavansa. Yrityksen taloudellista tilaa tilinpäätöshetkellä kuvataan taseessa. Se jaotellaan vastaavaan ja vastattavaan. Vastaavaa -puolelle merkitään liiketoimintaan sitoutuneita pääomia. Nämä esitetään likvidiysjärjestyksessä siten, että erät, jotka ovat heikommin muutettavissa rahaksi, on esitetty ensin ja likvidit omaisuuserät kuten käteisvarat viimeisenä. Taseen vastattavaa -puoli kuvaa sitä, miten liiketoimintaan sitoutuneet pääomat on rahoitettu. Ensimmäisessä esitetään oma pääoma ja sen jälkeen vieras pääoma. Tasekaava on sama kaikille kirjanpitovelvollisille. Tilinpäätöstä analysoitaessa keskeisenä tavoitteena on saada eri vuodet ja yritykset keskenään vertailukelpoisiksi, mistä johtuen sekä tuloslaskelmaan että taseeseen tehdään oikaisuja. (Yritystutkimus ry 2011, 11, 17, 27.)

Tuloslaskelmaan tehtävien oikaisujen tavoitteena on antaa yrityksen liiketoiminnan voilyymistä ja kannattavuudesta mahdollisimman oikea ja vertailukelpoinen kuva. Oikaisut voivat olla esimerkiksi seuraavanlaisia:

1. Myyntivoitot siirretään satunnaisiin tuottoihin.
2. Ostoja korjataan aine- ja tarvikevaraston muutoksella.
3. Valmiiden ja keskeneräisten tuotteiden varastojen muutos siirretään tuloslaskelman yläosasta alemmaksi ja siihen lisätään myös valmistus omaan käyttöön.
4. Kurssitappiot siirretään pois korkokuluista ja muista rahoituskuluista.
5. Veroista siirretään satunnaisiin kuluihin myös ensimmäisen kohdan myyntivoittoa vastaava verojen määrä.

Tarkemmat tiedot tuloslaskelman oikaistavista eristä ja niihin sisältyvistä asioista sekä ohjeita siitä, miten oikaisuja tulisi toteuttaa löytyvät liitteistä (LIITE 1). (Yritystutkimus ry 2011, 17, 89.)

Vastaavasti taseeseen tehdään oikaisuja, jotta tilinpäätösanalyysissä saataisiin yrityksen taloudellisesta asemasta tilinpäätöshetkellä oikea ja vertailukelpoinen kuva. Taseeseen voidaan tehdä esimerkiksi seuraavanlaisia oikaisuja:

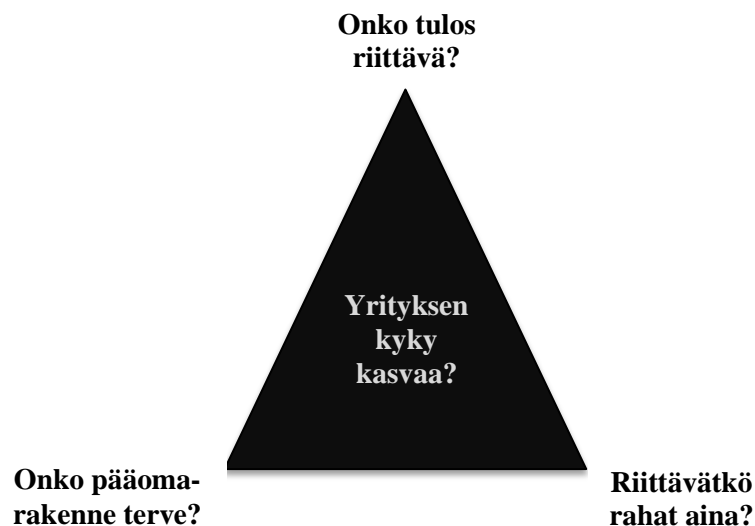
1. Arvoton liikearvo poistetaan pysyvistä vastaavista ja merkitään oman pääoman vähennykseksi.
2. Vaihtuvien vastaavien pitkäaikaiset lainasaamiset siirretään pysyvien vastaavien muihin saamisiin.
3. Vakuudeton ja liiketoimintaan kuulumaton lainasaaminen vähennetään lyhytaikaisista saamisista sekä pysyvien vastaavien muista saamisista ja merkitään oman pääoman vähennykseksi.
4. Leasingvastuut lisätään taseen molemmille puolille leasingomaisuudeksi ja leasingvastuuksi.
5. Epäkurantit myyntisaamiset vähennetään myyntisaamisista ja merkitään oman pääoman vähennykseksi.
6. Saman konsernin yrityksiltä saadut myyntisaamiset siirretään sisäisiin myyntisaamisiin.
7. Poistoerosta vähennetään laskennallinen verovelka ja verovelka siirretään omalle rivilleen.
8. Ostovelat saman konsernin yrityksiltä siirretään sisäisiin ostovelkoihin.
9. Muut velat, siirtovelat sekä muut velat saman konsernin yrityksille yhdistellään yhdeksi muut korottomat velat -ryhmäksi.
10. Muihin aineettomiin hyödykkeisiin yhdistellään aineettomat oikeudet sekä ennakkomaksut.
11. Muihin aineellisiin hyödykkeisiin yhdistellään ennakkomaksut ja muut keskeneräiset hankinnat.
12. Muuhun vaihto-omaisuuteen yhdistetään myös ennakkomaksut.

Tarkemmat tiedot taseeseen tehtävistä oikaisuista löytyvät liitteistä (LIITE 2). (Yritystutkimus ry 2011, 31, 92.)

Tilinpäätöstä analysoitaessa olisi hyvä tutustua tuloslaskelman ja taseen ohella yrityksen tilintarkastuskertomukseen, sillä myös se saattaa sisältää analyysin kannalta merkityksellistä informaatiota. Tilintarkastuslain mukaan kertomukseen tulee sisällyttää lausunto siitä, antavatko tilinpäätös ja toimintakertomus oikeat ja riittävät tiedot yrityksen toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta, ja ovatko nämä tiedot keskenään ristiriidattomia. (Yritystutkimus ry 2011, 50.)

3.1.2 Tilinpäätösanalyysistä reittaukseen

Tilinpäätösanalyysistä tehdään monin eri tavoin, sillä tietoa yrityksen taloudellisesta tilasta tarvitaan hyvin monipuolisesti. Tavallisimpia analyysistä ovat toimiala-analyysi, yritysanalyysi, perinteinen tilinpäätösanalyysi sekä sijoitusanalyysi. Analysoinnin tarkoituksena on poimia esille olennaiset asiat ja yksinkertaistaa ne hallittavaksi kokonaisuudeksi. Pää tavoitteena on muodostaa käsitys yrityksen taloudellisesta tilanteesta. Yrityksen taloudellisen tilan perustana toimivat kolme perustekijää ja niiden seurauksena syntyvä neljäs tekijä, kasvukyky. (Salmi 2006, 114–115, 121–122.) Seuraavassa kuviossa havainnollistetaan yrityksen taloudellisen tilan kokonaisuutta.



KUVIO 2. Yrityksen taloudellisen tilan kokonaisuus (mukaillen Salmi 2006, 122)

Tuloksen riittävyyttä arvioidaan kannattavuuden avulla. Keskeinen kysymys on, paljonko yritys kykenee tekemään tulosta lyhyt- ja pitkävaikutteiset kulut huomioon ottaen. Pääomarakennetta arvioidaan vakavaraisuuden avulla, jossa keskeisintä on oman ja vieraan pääoman suhde. Rahojen riittävyyden arvioimiseen käytetään maksuvalmiutta, johon sisältyy yrityksen kyky selviytyä sitoumuksistaan lyhyellä aikavälillä. Kun nämä kolme perustekijää ovat kunnossa, yrityksen toiminnan on mahdollista jatkua myös pitkällä aikavälillä. Yrityksen kasvukykyä pidetään neljäntenä perustekijänä, sillä yleisesti liiketoiminnan kasvua pidetään merkinä menestyksestä. Yrityksen taloudellisen tilan ja toimintaedellytysten arviointiin voidaan sisällyttää näiden tekijöiden lisäksi myös paljon muitakin tietoa. (Salmi 2006, 122–123.)

Yksi tapa arvioida yritystä tilinpäätöksen tietoihin pohjautuen on riskiluokituksen asettaminen yritykselle. Riskiluokitus on arvio siitä, kuinka todennäköistä yrityksen maksukyvyttömyys on jollakin tietyllä aikavälillä. Yrityksen riskiluokitusta kutsutaan usein reittaukseksi (rating). Reittauksessa yritykselle annetaan arvosana, joka mittaa sen kykyä selvitä sitoumuksistaan. Kysymyksessä on samantyyppinen asia kuin vaikkapa hotellille tai ravintolalle annettussa tähtiluokituksessa. Vaikka arvioinnin tulos riippuu osittain tekijästään, jonkinlaista eroa yhden ja viiden tähden hotelleilla epäilemättä on. (Salmi 2006, 235–236.)

Yksinkertaistettuna reittausprosessi etenee seuraavalla tavalla:

1. Valitaan yrityksen taloudellisia toimintaedellytyksiä parhaiten kuvaavat tunnusluvut. Kannattavuuden lisäksi lyhyellä aikavälillä painotetaan yleensä maksuvalmiutta ja pitkällä aikavälillä vakavaraisuutta.
2. Tunnusluvuille annetaan sen merkitystä vastaava paino (10 % – 50 %).
3. Jokaiselle tunnusluvulle laaditaan pistetaulukko 0:sta 100:taan esimerkiksi toimialan mediaanilukujen perusteella.
4. Tehdään tilinpäätösanalyysi ja lasketaan valitut tunnusluvut. Tunnusluvut painotetaan määritellyllä tavalla ja niistä saadut pisteet lasketaan yhteen. Saatavien arvojen perusteella päädytään johonkin tilinpäätöksen arvosanaan. Tällaisina arvosanoina käytetään usein AAA, AA, A, BAA tai A+, A, A- jne.
5. Tilinpäätösluokan antamisen jälkeen arvioon yhdistetään mahdollisen laajemman yritystutkimuksen tulokset sekä muita olennaisia tietoja.
6. Näiden tietojen perusteella reittausryhmä, eli asiantuntijat tai asiakasvastuullinen, antavat yritykselle lopullisen reittauksen. Lopullista reittausta voidaan muuttaa tilinpäätösanalyysin tulesta enintään yhden tai kahden luokan verran.

Tunnuslukujen valinnan, painotuksen ja luokittelun jälkeen lasketaan tunnuslukujen painotettu summa, jonka perusteella annetaan kokonaisarvosana, reittaus. Luokille voidaan antaa erilaisia tulkintoja riippuen reittaajan näkökulmasta. (Salmi 2006, 236–237.)

TAULUKKO 1. Esimerkki reittausluokituksen tulkinnasta

A+	Riskitön	B-	Tarkkailtava riski
A-	Pieni riski	C-	Uhkaava riski
B+	Normaali riski	D	Akuutti tappion vaara

3.1.3 Tuloksen riittävyys

Yrityksen taloudellinen perustarkoitus on ansaita rahaa. Liiketoiminnan tavoitteena on tuottaa tuloja riittävästi yrityksen kaikkiin tarpeisiin ja varmistaa yrityksen kyky jatkaa toimintaa ja kehittyä. Tuloksen riittävyyden arviointiin hyvä työkalu on rahoitustulos. Se ei ole perinteinen tunnusluku, vaan ennemminkin liiketoiminnan kassavirran riittävyyden perusarvio. Rahoitustuloksella tarkoitetaan rahamäärää, joka tuloslaskelmasta päätellen on jäänyt yritykseen. Arvioitaessa rahoitustuloksen riittävyyttä on muistettava, että tuloslaskelman lyhytvaikutteiset kulut on jo vähennetty tuloksesta, vaikka näitä ei välttämättä todellisuudessa olisikaan vielä maksettu kassasta. (Salmi 2006, 23, 191–193, 196.)

Rahoitustuloksen määrä ei kuitenkaan yksinään riitä yrityksen tuloksen riittävyyden arviointiin. Välittömien kulujen jälkeen rahoitustuloksen tulisi vielä riittää korollisten velkojen lyhentämiseen, korvausinvestointien tekemiseen ja voitonjakoon.

Rahoitustulos

- pitkäaikaisten lainojen lyhennys
- korvausinvestoinnit
- voitonjakovaatimus

= Rahoitusreservi /
Rahoitustuloksen tarve

Vaikka tuloslaskelmassa on huomioitu yrityksen maksamat korot ja muut rahoituskulut, ei lainan lyhennys kuulu näihin tulosvaikutteisiin kuluihin, sillä kirjanpidollisesti se on rahoitustapahtuma. Vastaavasti, kun laina alun perin nostettiin, ei sitä merkitty silloin tuotoksi. Tuloksen riittävyyden arvioimisen kannalta ongelmana on arvioida lainojen keskimääräinen takaisinmaksuaika, sillä luottojen ehdot ja tarkoitukset voivat poiketa toisistaan paljonkin. Korvausinvestoinneilla tarkoitetaan tuotantokapasiteetin säilyttämistä koskevia investointeja, eli toisin sanoen pitkäkestoisen omaisuuden kunnossapitoa. Näiden kuluerien jälkeen yrityksen ansaitsemat rahat tulisi vielä riittää tarvittaessa voitonjakoon. Kun rahoitustuloksesta on vähennetty nämä kolme erää, voidaan todeta rahoitustuloksen riittävyys. (Salmi 2006, 193–195.)

Rahoitustuloksen perusteella voidaan määrittää joitakin tasoja yrityksen kannattavuudelle ja kassavirralle.

TAULUKKO 2. Rahoitustuloksen tasot

Erinomainen	Rahoitustulos riittää pitkäaikaisten lainojen lyhennykseen, korvausinvestointeihin sekä voitonjakoon ja sitä jää vielä ylikin reserviksi.
Keskinkertainen	Rahoitustulos riittää pitkäaikaisten lainojen lyhennykseen, korvausinvestointeihin sekä voitonjakoon, mutta sitä ei jää yli reserviksi.
Välttävä	Nettotulos on positiivinen, mutta reservi negatiivinen.
Kyseenalainen eikä hyväksyttävissä ainakaan pidemmällä aikavälillä	Nettotulos on negatiivinen, mutta rahoitustulos positiivinen.
Kriisi	Rahoitustulos on negatiivinen.

Riittävän rahoitustuloksen suuruus on yritysکوhtainen ja absoluuttinen. Sen avulla voidaan muodostaa käsitys siitä, miten yritys selviää taloudellisista perustehtävistään. Rahoitustulos kertoo siis konkreettisesti, tuliko rahaa riittävästi. (Salmi 2006, 196–198.)

3.2 Perusarvot

Laskentatoimella ja kirjanpidolla on paljon yhteyksiä rahoitukseen, ja tilinpäätöstietoja hyödynnetään useissa rahoituksen sovelluksissa. Yrityksen arvonmääritys on yksi tilinpäätöstietojen tärkeä sovelluskohde. Laskentatoimen tuottama informaatio ei kuitenkaan ole aina suoraan käyttökelpoista, lähinnä tilinpäätöskäytäntöjen takia. Kirjanpidon tavoitteena on antaa vertailukelpoinen kuva yrityksen taloudesta yli ajan, kun taas rahoituksen kannalta on tärkeää ottaa huomioon myös yrityksen kassavirtojen suuruus ja todellinen ajoitus tulevaisuudessa. (Knüpfer & Puttonen 2014, 241, 245.)

Arvonmäärityksessä käytettäviä perusarvoja ovat substanssiarvo ja tuottoarvo. Substanssiarvolla tarkoitetaan yrityksen netto-omaisuutta, eli yrityksessä olevan oman, velattoman

varallisuuden määrää. Kun ajatellaan yrityskauppoja, substanssiarvo on usein myös yrityksen minimihinta. Tuottoarvo taas perustuu siihen, kuinka paljon yritys tulee lähivuosina tuottamaan. (Suomen Yrityskaupat Oy 2015.) Yrittäjä pyrkii usein muokkaamaan arviota yrityksen arvosta sen mukaan, minkä vuoksi arvonmäärittystä suoritetaan. Esimerkiksi, jos kyseessä on sukupolvenvaihdos, hinta halutaan yleensä saada mahdollisimman alas, kun taas vapaille markkinoille myytäessä hinnan halutaan olevan mahdollisimman korkea. Tärkeintä on kuitenkin tehdä yrityksestä kokonaisuudessaan mahdollisimman elinkykyinen ja jatkamiskelpoinen, jolloin yleensä myös hinta määräytyy sopivalle tasolle. (Suomen Yrittäjät 2015.)

3.2.1 Arvonmäärittystä ohjaavat standardit ja verottajan näkökulma

IASB (International Accounting Standards Board) on laskentatoimen alan kansainvälinen järjestö, joka ohjaa kansainvälistä tilinpäätöskäytäntöä. IASB antaa kansainvälisen tilinpäätöksen laadintaa ja esittämistä koskevia standardeja, IFRS -standardeja (International Financial Reporting Standards). (Salmi 2006, 89.) IFRS:n ohjeet sisältävät kansainvälisten tilinpäätösstandardien mukaisia arvonmäärittelyyn liittyviä käytännön soveltamisohjeistuksia yritysjärjestely- ja arvonalentumistilanteisiin liittyen. Vuoden 2005 alusta näiden standardien soveltaminen on ollut pakollista kaikille julkisesti noteeratuille EU-maiden yhtiöille, mutta myös osa suomalaisista noteeraamattomista yhtiöistä käyttää IFRS-standardeja. Kun arvonmäärittely tehdään IFRS:n ohjeistuksen mukaan, haasteeksi muodostuu se, että Suomessa ei ole aiemmin ollut juurikaan tarvetta tulonodotuksiin perustuvien arvostusperiaatteiden soveltamiseen kirjanpidossa. Suomessa kirjanpitolainsäädäntö ja -käytäntö ovat keskittyneet hyvin pitkälle vain yrityksen historiaan perustuviin tietoihin. (KHT-yhdistys 2006, 7–8.)

IFRS:n mukaisessa arvonmäärittelyssä keskeisimpiä asioita ovat arvokäsitteet sekä periaatteet arvonmäärittelyhetken määrittämisestä, erillisarvostuksesta, jatkuvuudesta ja olennaisuudesta. Arvonmäärittely toteutetaan pääsäännön mukaan hankintamenomenetelmän pohjalta. Kesäkuussa 2005 julkaistussa IFRS 3 -standardin muutosesityksessä kuitenkin esitetään kohteen käyvän arvon määrittämistä kauppahinnan tai markkinaperusteisen ja tuotto-perusteisen arvonmäärittelymenetelmän avulla. IFRS:n mukaisessa arvonmäärittelyssä laskelmien dokumentointi on tärkeää. Dokumentointi tulee toteuttaa niin, että myös ulkopuo-

linen henkilö pystyy tarkastamaan laskelmat perustuen vain tuohon dokumentaatioon. Sekä käyvän arvon että käyttöarvon määrittämisestä tulee laatia muistio, jonka sisältö riippuu muun muassa arvonmäärittämisestä ja -kohteesta sekä valituista menetelmistä. (KHT-yhdistys 2006, 14–18, 20–22, 58–59.) Seuraavassa taulukossa on esitetty suuntaa antava arvonmäärittämisrunko, jossa kiteytyvät myös IFRS:n mukaisen arvonmäärittämisprosessin keskeisimmät asiat.

TAULUKKO 3. IFRS:n mukainen suuntaa-antava arvonmäärittämisrunko

<p>1. Tausta ja yhteenveto</p> <p>Arvonmäärittämisprosessin tarkoitus ja laajuus, arvonmäärittämisprosessin kuvaus sekä arvonmäärittämisprosessin tulokset ja johtopäätökset.</p>
<p>2. Arvonmäärittämisprosessin toimialan ja liiketoiminnan kuvaus sekä tilinpäätösanalyysi</p> <p>Jos arvonmäärittämisprosessin kohteina ovat yksittäiset omaisuuserät, kuvaus liiketoiminnasta, jonka käytössä kyseiset omaisuuserät ovat.</p>
<p>3. Arvonmäärittämisprosessin kuvaus kunkin arvonmäärittämisprosessin kohteena olevan omaisuuserän tai rahavirtoja tuottavan yksikön kohdalla</p> <p>Arvonmäärittämisprosessin tarkempi kuvaus, käytetyt menetelmät ja oletukset sekä arvonmäärittämisprosessin laskelmat ja muut tarvittavat laskelmat.</p>
<p>4. Herkkyystarkastelu</p>
<p>5. Arvonmäärittämisprosessin tulokset ja johtopäätökset</p>

(KHT-yhdistys 2006, 59–60.)

Verottajalla on myös oma tapansa määrittää yrityksen arvo. Tapa voi tuntua varsin mekaaniselta ja jollain tavalla myös melko karkealta. Yksinkertaistettuna verottaja määrittelee yrityksen käyväksi arvoksi substanssiarvon ja tuottoarvon keskiarvon. Verottajan näkökulmasta tuottoarvo kuvaa sitä arvoa, jonka yritys voi omilla tuotoillaan maksaa takaisin jossakin tietyssä ajassa. Verottaja katsoo tuottovaatimukseksi lähtökohtaisesti 15 % vuodessa, mikä vastaa vajaata 7 vuoden takaisinmaksuaikaa. (Suomen Yrittäjät 2015.)

Käytännössä siis verottajan tapa etenee seuraavalla tavalla:

1. Lasketaan yrityksen substanssiarvo
(varat käyvästä arvostaan - velat)

2. Lasketaan yrityksen tuottoarvo
(kolmen edellisen vuoden oikaistun tuloksen keskiarvo / tuottovaatimus)
3. Lasketaan näiden kahden keskiarvo.

Ajatellaan yritystä, jonka nettovarallisuus eli substanssiarvo on 100 000 €. Kyseisen yrityksen kolmen viimeisen vuoden keskimääräinen tuotto on 30 000 €. Näin ollen sen tuottoarvo on 200 000 €, joka saadaan jakamalla tulos tuottovaatimuksella (30 000 € / 15 %). Tässä tapauksessa verottaja katsoisi yrityksen arvoksi 150 000 €, joka on siis substanssiarvon ja tuottoarvon keskiarvo. (Suomen Yrittäjät 2015.)

3.2.2 Substanssiarvo

Yrityksen substanssiarvolla tarkoitetaan siis yrityksen velattoman omaisuuden arvoa, eli yrityksen varoista vähennetään sen velat (Rantanen 2013, 87). Arvo voidaan laskea kolmella tavalla: suoraan kirjanpidosta saatavien tasearvojen, oikaistujen tasearvojen tai selvitystila-arvojen avulla (Kangas 2012). Substanssiarvon määrittämisen avulla saadaan selville yrityksen omaisuuden arvo, mutta se ei kuitenkaan sisällä minkäänlaista arviota liiketoiminnan arvosta, jota tällä omaisuudella toteutetaan. Tästä johtuen substanssiarvoa kutsutaankin yrityksen vasara-arvoksi, joka antaa arvonmääritykselle pohjahinnan. (Suomen Yrittäjät 2015.) Kirjanpitoarvoihin perustuva substanssiarvo on kuitenkin ainoa kiistaton mittari yrityksen arvostukseen, sillä se on menetelmistä ainoa, johon ei sisälly tekijän omia arvioita (Kangas 2012).

Substanssiarvoa käytetään usein jonkin toisen arvonmääritystavan kanssa rinnakkain, niin sanottuna vertailumenetelmänä. Esimerkiksi yrityskauppatilanteessa substanssiarvoa ja tuottoarvoa rinnakkain käyttäen voidaan pyrkiä saamaan realistinen ja riittävä kuva yrityksen arvosta. Yksi tulkintatapa on, että jos yrityksen substanssiarvo on suurempi kuin tuottoarvo, yrityksen arvoksi voidaan määritellä substanssiarvo, johon sisältyy kaikki yrityksen ylimääräinen omaisuus. Jos taas yrityksen tuottoarvo on suurempi kuin substanssiarvo, yrityksen arvo muodostuu tuottoarvon ja siirtyvän ylimääräisen omaisuuden ja velkojen yhteismäärästä. (Rantanen 2013, 87, 91.)

3.2.3 Tuottoarvo

Tuottoarvomenetelmää voidaan pitää tärkeimpänä ja järkeenkäyvimpänä arvostusmuotona useissa yrityskauppatilanteissa, jossa ostajana on normaali yrittäjä. Tuottoarvon peruskysymyksiä ovat, paljonko yritys tuottaa, missä ajassa, millä varmuudella ja kenelle eli kuka tai millainen on ostaja. (Rantanen 2013, 80.)

Tuottoarvomallin lähtökohtana ovat yrityksen nykytilanne ja viime vuosien tulokset. Tuottoarvoa määriteltäessä keskitytään tarkastelemaan sitä, mitä niin sanotusti jää viivan alle kulujen jälkeen. Tuloslaskelmasta saatavaa tulosta on oikaistava sen mukaan, mikä on kohdeyrityksen normaali kulurakenne, esimerkiksi satunnaiset tuotot ja kulut on jätettävä laskelman ulkopuolelle. (Rantanen 2013, 80.) Satunnaisilla tuotoilla ja kuluilla tarkoitetaan sellaisia eriä, jotka perustuvat tavanomaisesta poikkeaviin, kertaluonteisiin, olennaisiin ja vaikeasti ennakoitaviin liiketapahtumiin, eikä näillä ole suoranaista yhteyttä yrityksen säännölliseen liiketoimintaan (Salmi 2006, 55).

Tuottoarvoa määriteltäessä on hyvä ottaa huomioon useamman vuoden luvut. Jos yrityksen tulos vaihtelee säännöllisesti, voidaan arvonmäärityksen lähtökohdaksi ottaa vuosien keskiarvo, jota voidaan trendin mukaan nostaa, laskea tai pitää samana. Sen sijaan, jos vuosien välinen vaihtelu ei ole säännöllistä, ei keskiarvonkaan käyttö ole välttämättä tarkoituksen mukaista. Silloin parempi tapa voi olla esimerkiksi tyypillisimmän vuoden painottaminen. Realistisen arvonmäärityksen kannalta tärkeintä olisi löytää sellainen tulos, joka edustaa yrityksen oikeaa tulosta ja kustannusrakennetta. Yrityksen arvon saamiseksi tämä oikaistu tulos kerrotaan takaisinmaksukertoimella. Yrityskauppatilanteissa takaisinmaksukerroin voi pohjautua esimerkiksi pankilta oletetusti saatavaan pisimpään laina-aikaan. (Rantanen 2013, 82–84.)

Tuottoarvoon vaikuttavat monet perustekijät. Oikein käytettynä tuottoarvomenetelmä on hyvä arvonmääritystapa, sillä ajatuksellisesti se mukaillee hyvin yritystoiminnan perusajattusta. Tuottoarvomenetelmän arvokäsityksen perustana on se, että yleisesti kannattava yritys on huonosti kannattavaa yritystä arvokkaampi. Arvosta ei kuitenkaan saada oikeaa kuvaa, jos nykyinen tulos kerrotaan vain esimerkiksi kolmella tai viidellä. On tärkeää ottaa huomioon myös yrityksen tulevien tuottojen saamisen varmuus. (Rantanen 2013, 86.)

3.3 Tulevaisuuden huomioiminen arvonmäärityksessä

Tulevaisuuden huomioiminen yrityksen arvoa määritettäessä on yleensä välttämätöntä, sillä osa yrityksen arvosta perustuu tulevaisuuden odotuksille. Tähän tarpeeseen vastaavia arvonmääritysmenetelmiä ovat muun muassa joihinkin yksittäisiin markkinaperusteisiin tunnuslukuihin perustuva arvonmääritys sekä niin sanotuista kehittyneemmistä arvonmääritysmalleista vapaan kassavirran malli, osinkoperusteinen malli ja lisäarvomalli. Teoreettisesti nämä kaikki ovat hyviä työkaluja arvonmääritykseen, vaikka yksittäisten tunnuslukujen antamia arvoja ei voidakaan pitää yhtä luotettavina kuin kokonaisia arvonmääritysmalleja. Vapaaseen kassavirtaan, osinkoihin ja lisäarvoon perustuvat mallit antaisivat mittaus-tilanteissa toisiinsa verrattuina pitkälti saman lopputuloksen, jos muuttujat olisivat oikein täsmennettyjä eikä tulevaisuuteen liittyisi epävarmuustekijöitä. Käytännössä asia ei kuitenkaan ole näin, vaan mallit antavat usein toisistaan poikkeavia tuloksia, sillä tarvittavien muuttujien arviointi on hankalaa. (Kallunki & Niemelä 2007, 26, 67, 125.)

3.3.1 Tunnuslukuihin perustuva arvonmääritys

Yksittäisten tunnuslukujen käyttö yrityksen arvonmäärityksessä on hyvin yleistä. Niiden suosio perustuu niiden käytön helppouteen. Yksittäisten tunnuslukujen avulla ei kuitenkaan saada yhtä syvällistä kuvaa yrityksen arvonmääräytymisen taustalla olevista tekijöistä kuin kokonaisten arvonmääritysmallien avulla. Jotta tunnuslukujen käyttökelpoisuus arvonmäärityksessä parani, käytetään usein eri tunnuslukujen yhdistelmiä tai lasketaan yksittäisten tunnuslukujen keskiarvoja usealta vuodelta. (Kallunki & Niemelä 2007, 67.)

Tunnuslukuja käytetään suhteuttamalla yrityksen arvo niin sanottuun fundamenttimuuttajaan, eli johonkin yrityksen taloudellista tilaa kuvaavaan tekijään. Tällaisia tekijöitä voivat olla esimerkiksi yrityksen nettotulos, oman pääoman tasesubstanssi, kassavirta, kassatulos tai liikevaihto. Kun näillä muuttujilla jaetaan yrityksen oman pääoman markkina-arvo, saadaan laskettua yleisesti käytettyjä tunnuslukuja, kuten P/E, P/B, P/FCF, P/CE ja P/S. Samalla periaatteella myös oman ja vieraan pääoman arvojen yhteismäärä eli yrityksen kokonaisarvo voidaan suhteuttaa näihin fundamenttimuuttajiin. Yksittäisiä tunnuslukuja käytettäessä vertailukohteeksi tarvitaan kohdeyrityksen kanssa samalla toimialalla toimivien yritysten vastaavien tunnuslukujen arvoja. Arvonmäärityksen kohteena olevan yrityksen

tunnuslukuja voidaan verrata joko johonkin vertailuyritykseen tai sitten koko toimialan keskiarvoon taikka mediaaniin. (Kallunki & Niemelä 2007, 67–68.)

Yksittäiset tunnusluvut voidaan jakaa viiteen ryhmään sen mukaan, perustetaanko niiden arvo tulokseen, kassavirtaan, taseen omaan pääomaan, liiketoiminnan volyyymiin vai osinkoihin. Yleisimpiä ovat tulosta ja taseen omaa pääomaa kuvaavat tunnusluvut. (Kallunki & Niemelä 2007, 68.) Seuraavassa taulukossa kuvataan tärkeimmät yksittäiset tunnusluvut ja niiden laskentakaavat.

TAULUKKO 4. Tärkeimmät yksittäiset tunnusluvut

Tulokseen suhteutetut tunnusluvut	
P/E	$\frac{\text{oman pääoman markkina-arvo}}{\text{ennustettu tulos}}$
EV/EBIT	$\frac{\text{oman ja vieraan pääoman kokonaisarvo}}{\text{liikevoitto}}$
EV/EBITDA	$\frac{\text{oman ja vieraan pääoman kokonaisarvo}}{\text{käyttökate}}$
Kassavirtaan suhteutetut tunnusluvut	
P/CE	$\frac{\text{oman pääoman markkina-arvo}}{\text{kassaperusteinen tulos}}$
P/FCF	$\frac{\text{oman pääoman markkina-arvo}}{\text{vapaa kassavirta}}$
Liiketoiminnan volyyymiin suhteutetut tunnusluvut	
P/S	$\frac{\text{oman pääoman markkina-arvo}}{\text{liikevaihto}}$
EV/Sales	$\frac{\text{oman ja vieraan pääoman kokonaisarvo}}{\text{liikevaihto}}$
Tasesubstanssiin suhteutettu tunnusluku	
P/B	$\frac{\text{oman pääoman markkina-arvo}}{\text{oman pääoman tasearvo}}$
Osinko suhteutettuna markkina-arvoon	
Div/P	$\frac{\text{maksettu osinko}}{\text{oman pääoman markkina-arvo}}$

Tulokseen tai kassavirtaan suhteutetuista tunnusluvuista käytetyin mittari on P/E-luku, jossa oman pääoman markkina-arvo suhteutetaan edellisen vuoden toteutuneeseen tai seuraavien vuosien arvioituihin nettotuloksiin.

$$P/E = \frac{\text{oman pääoman markkina-arvo}}{\text{ennustettu tulos}}$$

Osoittajassa oleva oman pääoman markkina-arvo kuvaa omistajien osuutta eli osakkeen hintaa. Se saadaan kertomalla osakkeen hinta osakkeiden lukumäärällä. Nimittäjässä olevalla tuloksella tarkoitetaan yrityksen nettotulosta, eli kaikkien kuluerien vähentämisen jälkeen saatavaa tulosta, josta on poistettu myös luonteeltaan satunnaisten kulujen ja tuottojen vaikutus. Nettotulos on siis yrityksen todellisen operatiivisen liiketoiminnan tulosta kuvaava mittari, joka kertoo yrityksen omistajille jäävän tuloksen määrän. Tunnuslukua laskettaessa voidaan käyttää esimerkiksi viimeisimmän tilinpäätöksen mukaista nettotulosta tai ennustetta seuraavan vuoden nettotuloksesta. P/E luku voidaan laskea myös osakekohtaisena, jolloin kaavan osoittaja ja nimittäjä jaetaan osakkeiden lukumäärällä. (Kallunki & Niemelä 2007, 70–71.)

Sille, miksi P/E-lukua käytetään niin usein, on monia syitä. Yksi syy on se, että tunnusluvun perusajatus on helppo ymmärtää. P/E-luku kertoo yksinkertaisesti, kuinka monta vuotta vaaditaan siihen, että yrityksen voittojen määrä vastaisi sen oman pääoman markkina-arvoa, eli toisin sanoen se on eräänlainen takaisinmaksuajan tunnusluku. Taloudellisissa sanoma- ja aikakauslehdissä P/E-lukuja raportoidaan yleisesti, joten eri yritysten, toimialojen ja maiden välinen vertailu on suhteellisen helppoa. Vertailussa tulee kuitenkin muistaa, että P/E-lukuja tulisi aina vertailla mahdollisimman tasarakenteisessa ryhmässä. Vaikka P/E-luku on yleisin yrityksen arvonmääritykseen käytetty tunnusluku, sitä myös varmasti eniten käytetään ja ymmärretään väärin. Se, että laskentatavassa ei oteta huomioon tuloksen kasvua eikä yrityksen riskiä, johtaa usein virhetulkintoihin. Käytännössä tuloksen kasvuvauhti vaikuttaa arvoon enemmän kuin riski. Yritysten erilaiset kasvuodotukset selittävätkin merkittävältä osin P/E-lukujen tasoeroja. Korkean kasvun yrityksillä arvon tulisi olla selvästi korkeampi kuin matalan kasvun yrityksillä, johtuen siitä, että sijoittajat ovat valmiita maksamaan enemmän pienemmän riskin yrityksistä. P/E-lukua onkin mahdollista korjailla viitteellisen kasvuodotuksen avulla yritysten erilaisten kasvunopeuksien huomioidmiseksi. (Kallunki & Niemelä 2007, 71–76.)

P/E-luvun lisäksi toinen yleisesti arvonmäärityksessä käytetty tunnusluku on EV/EBIT- tai EV/EBITDA-luku, jonka tulkinta ja käyttö ovat pitkälti yhteneväisiä P/E-luvun kanssa. Siinä yrityksen oman ja vieraan pääoman arvo suhteutetaan yrityksen liikevoittoon tai käyttökatteeseen.

$$\text{EV/EBIT(DA)} = \frac{\text{oman ja vieraan pääoman kokonaisarvo}}{\text{liikevoitto tai käyttökate}}$$

Osoittajaan lisätään oman pääoman markkina-arvon lisäksi vieraan pääoman arvo. Tätä kokonaisarvoa kutsutaan yritysarvoksi. Nimittäjään voidaan valita joko liikevoitto taikka käyttökate. Liikevoitto on tulos, joka saadaan operatiivisten kulujen ja poistojen jälkeen, eli siinä ei ole siis otettu huomioon vieraan pääoman eriä ja veroja. Käyttökatteessa erona on se, että siinä on huomioonottamatta jätetty vieraan pääoman erien ja verojen lisäksi myös poistot. (Kallunki & Niemelä 2007, 81–82.)

Yksi EV/EBIT-luvun hyvistä puolista on se, että se pyrkii korjaamaan rahoitusrakenteessa esiintyviä eroja. EV/EBIT-luku ottaa huomioon yrityksen velkaisuuden paremmin kuin P/E-luku. Tästä johtuen tunnuslukujen arvoissa on eroja, vaikka ne sisältävätkin toisiinsa nähden paljon samaa informaatiota. EV/EBIT-luvun laskentakaavassa nimittäjänä käytettävä liikevoitto käsitteenä on yksiselitteisempi kuin P/E-luvussa käytetty nettotulos. Verosteiden erot eivät näy EV/EBIT-luvun tuloksissa yhtä vahvasti kuin P/E-luvussa. Myös EV/EBIT-lukujen vertailu eri maiden yhtiöiden välillä on mielekkäämpää kuin P/E-lukujen. EV/EBIT-luvusta löytyy myös huonoja puolia. Yrityksen arvon laskemiseksi lähötietoja tässä laskentatavassa tarvitaan enemmän, minkä vuoksi sen laskeminen on työläämpää kuin P/E-luvun. Koska EV/EBIT-luku on yleisesti vähemmänkäytetty kuin P/E-luku, myös vertailulukujen saatavuus on heikompa. (Kallunki & Niemelä 2007, 83–84.)

Sekä P/E-luvussa että EV/EBIT-luvussa yrityksen arvo suhteutetaan kirjanpidolliseen tulokseen. Arvo voidaan kuitenkin suhteuttaa myös yrityksen tekemään kassavirtaan. Käytännössä kassavirran käsitteitä esiintyy useita, joista kuitenkin suosituimpia ovat kassatulot ja vapaa kassavirta. (Kallunki & Niemelä 2007, 84.)

3.3.2 Vapaan kassavirran malli (FCF)

Kassavirtalaskelmien käyttöä yrityksen arvonmäärityksessä perustellaan sillä, että niissä seurataan pelkästään rahan liikkeitä, eli tilikauden aikaisia kassaan- ja kassastamaksuja. Näin ollen erilaiset tilinpäätöksen joustokohdat, kuten eriävät tilinpäätöskäytännöt, jakso-
tustavat tai tuloksen järjestely eivät vaikuta yrityksen arvonmäärityksen tulokseen. Kassa-
virtaperusteisen arvonmääritysmallin etuihin kuuluu myös se, että sen avulla voidaan tarkastella yrityksen tuloskasvun taustatekijöitä ja edellytyksiä, eli huomio siirtyy lyhyen aikavälin tuloskehityksestä pitkän aikavälin tarkasteluun. (Kallunki & Niemelä 2007, 109–110.)

Kassavirtaperusteisten arvonmääritysmallien mukaan yrityksen arvo on yrityksen tulevien kassavirtojen nykyarvo. Kirjallisuudessa on esitetty useita hiukan toisistaan poikkeavia kassavirtalaskelmia, joista kuitenkin yleisimmin käytetty on niin sanotun vapaan kassavirran malli (free cash flow, FCF). Siinä kassavirtaa määritettäessä pääomarakenne oletetaan velattomaksi, eli korkomaksuja ei oteta huomioon veroja laskettaessa. Näin ollen siis korkomaksujen verovähennysoikeus ei myöskään pienennä verojen määrää. Oman pääoman arvo saadaan diskonttaamalla omistajille kuuluva vapaa kassavirta (FCF) oman pääoman kustannuksella (r_e).

$$P_0 = \frac{FCF_1}{1 + r_e} + \frac{FCF_2}{(1 + r_e)^2} + \frac{FCF_3}{(1 + r_e)^3} + \dots$$

Vastaavasti koko yrityksen arvo saadaan diskonttaamalla koko yrityksen vapaat kassavirrat nykyhetken pääoman keskimääräiskustannuksilla. (Kallunki & Niemelä 2007, 110–111.)

Vapaata kassavirtaa voidaan mitata joko operatiivisen kassavirran tai rahoitusvirran näkökulmasta. Tavallisesti ensin esitetään operatiivinen vapaa kassavirta, jonka jälkeen siirrytään tarkastelemaan rahoitusvirran jakautumista. Operatiivisen kassavirran osiossa käsitellään sitä, miten kassavirta on jakautunut tulosrahoitukseen ja investointeihin. Rahoituskassavirran osiossa kuvataan kassavirran jakautumista osakkeenomistajien ja vieraan pääoman rahoittajien kesken. (Kallunki & Niemelä 2007, 111–112.)

Vapaan kassavirran laskelma etenee seuraavalla tavalla:

Liikevoitto

+	osuus osakkuusyhtiöistä
-	operatiivisen verot
-	rahoituskulujen verovaikutus
+	rahoitustuottojen verovaikutus
<hr/>	
=	operatiivinen kassavirta
+	poistot
<hr/>	
=	bruttokassavirta
-	muutos käyttöpääomassa
-	bruttoinvestoinnit
<hr/>	
=	vapaa operatiivinen kassavirta
+/-	muut erät (verojen jälkeen)
<hr/>	
=	Vapaa kassavirta

Mikäli vapaa kassavirta on negatiivinen, kertoo laskelma myös sen, miten tuo negatiivinen kassavirta on rahoitettu. Tulevien vuosien vapaiden kassavirtojen rakentaminen voidaan toteuttaa monella tavalla. Yleisimmin käytetty toteutustapa on niin sanotun kahden kasvuvaiheen malli, joka sisältää suorat ennusteet lähivuosille sekä kaksi kasvuvaihetta: keskipitkän aikavälin ja pitkän aikavälin kasvu. Lisäksi vapaa kassavirta voidaan laskea muuttamalla vuodelle taaksepäin, jotta vertailu helpottuisi. (Martikainen & Martikainen 2006, 144–145.)

3.3.3 Lisäarvomalli

Lisäarvomalli on tilinpäätökseen perustuva arvonmääritysmalli. Sillä on useita tärkeitä etuja verrattuna muihin perinteisiin arvonmääritysmalleihin. Mallin mukaan osakkeen arvoon lisätään kirjanpidollisen arvon lisäksi yrityksen tulevat taloudelliset lisäarvot, toisinkin useilla yrityksillä suuri osa osakkeen arvosta muodostetaan vain tilinpäätöksestä saatavista kirjanpidollisista arvoista. Lisäarvon huomioon ottamisen ansiosta tulevien voittojen ennustevirheet eivät tässä mallissa vaikuta niin ratkaisevasti saatuihin tuloksiin. Tämä vakauttaa myös huomattavasti käytettyjä kasvunopeuksia. Lisäarvomalli ei ole erityisen

herkkä pääomarakenteen muutoksille, toisin kuin esimerkiksi vapaan kassavirran malli. Yrityksen arvonmäärityksessä arviot voivat perustua yrityksen sisäisiin arvioihin taikka ulkopuolisten saatavissa oleviin tietoihin. Kun tämä otetaan huomioon, lisäarvomallin tärkeänä etuna voidaan pitää sitä, että mallissa käytetään tulosennusteita, eikä ennustettuja osinkoja tai kassavirtoja. (Kallunki & Niemelä 2007, 120–121.)

Lisäarvomallin mukaan osakkeen arvo (P_0) muodostuu oman pääoman kirjanpidollisesta arvosta (BV_0) ja tulevista lisävoitoista (ae_t).

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

Diskonttaustekijä r on oman pääoman tuottovaatimus. Yrityksen tuottama lisävoitto ae saadaan vähentämällä ennustetusta voitosta sijoittajien vaatima voitto. Lisävoitto mittaa sitä, kuinka paljon yritys pystyy tekemään voittoa sijoittajien vaatiman tuoton lisäksi. Lisävoiton ollessa positiivinen yritys pystyy tuottamaan taloudellista lisäarvoa sijoitetulle omalle pääomalle. Lisäarvon ollessa negatiivinen asia on taas päinvastoin, eli yrityksen liiketoiminta vähentää omistajan varallisuutta. (Kallunki & Niemelä 2007, 120.)

3.3.4 Osinkoperusteinen malli

Osinkoperusteinen malli on perinteinen arvonmääritysmalli, johon myös vapaan kassavirran malli ja lisäarvomalli pohjautuvat. Vapaisiin kassavirtoihin ja lisäarvoihin perustuvien mallien voidaan yleensä olettaa antavan luotettavamman kuvan yrityksen arvosta kuin osinkoperusteinen malli. Kuitenkin tilanteissa, joissa markkinat sääntelevät voimakkaasti yrityskauppojen ja yritysvaltausten toteutusta, osinkoperusteinen malli on parempi työkalu arvonmääritykseen. (Kallunki & Niemelä 2007, 104, 125.)

Osinkoperusteisessa mallissa osakkeen arvo (P_0) on yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen (D) nykyarvo.

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \frac{D_4}{(1+r)^4} + \dots$$

Koska osakkeen arvo muodostuu päättymättömästä osinkovirrasta, oman pääoman sijoituksella ei ole määräaikaa. Nykyhetken diskonttaamisessa käytetty korkokanta r on oman pääoman sijoittajien tuottovaatimus, jonka määrittelyyn voidaan käyttää erilaisia tapoja sen perusteella, millaista kasvuvauhtia yrityksen jakamille osingoille odotetaan. Käytännön ongelmana tässä on se, että osinkoennusteita on mahdollista saada yleensä vain 1–2 vuodelle. Tulosenusteiden saatavuus on kuitenkin yleensä selvästi parempi. Käyttökelpoisin osinkoperusteinen arvonmääritysmalli saadaan, kun yrityksen tulevat vuotuiset osingot arvioidaan niin pitkälle eteenpäin kuin on luotettavasti mahdollista, josta eteenpäin arvioidaan osinkojen kasvuvauhtia. (Kallunki & Niemelä 2007, 104–106.)

3.4 Lisäarvotekijät

Jokaisessa yrityksessä on erilaisia ominaisuuksia, jotka vaikuttavat sen arvoon. Voitaisiin olettaa, että hyvin tuottavan ja varakkaan yhtiön arvo on aina suurempi kuin kannattamattoman velkaisen yrityksen, mutta käytännössä asia ei kuitenkaan ole näin mustavalkoinen. (Rantanen 2013, 7–8.) Yrityskauppatilanteissa arvoon vaikuttavat lopulta maalaisjärjen mukaiset asiat: ostajan kannalta on olennaista, voiko hän ostamalla yrityksen saavuttaa jotakin, mitä hän ei ehkä saavuttaisi perustamalla uuden vastaavan yrityksen (Suomen Yrittäjät 2015).

3.4.1 Arvotekijät tuloslaskelmasta ja taseesta

Kulurakenne voi olla yksi yrityksen arvoon vaikuttava tekijä. Mitä pienemmät yrityksen kiinteät kustannukset ovat suhteessa liikevaihtoon, sitä turvallisempana yritystä voidaan pitää. Alalla tyypillinen kustannusrakenne ei vaikuta yrityksen arvoon, mutta jos rakenne poikkeaa olennaisesti normaalista, on tilanne toinen. Jokaisella yrityksellä on sekä omia varoja että velkoja, joten yritystoiminnan kannalta rationaaliset velat eivät lähtökohtaisesti ole negatiivinen asia. Kannattaakin huomioida, mihin suuntaan yrityksen omavaraisuus tai velkaantuneisuus on kehittynyt ja mistä tämä johtuu. Oleellista on se, onko velkaantuminen hallittua. Yrityksen vastuut ja takaukset voivat myös vaikuttaa arvoon, jos riskejä ei ole täysin katettu. Lisäksi lähes jokaisella yrityksellä on myyntisaamisia. Nämä eivät ole ongelma yrityksen arvon kannalta, jos ne saadaan varmasti takaisin tai jos ne pystytään

kompensoimaan jotenkin. Epävarmat myyntisaatavat kuitenkin laskevat yrityksen substanssiarvoa. (Rantanen 2013, 139–142.)

Poikkeava varaston suuruus voi olla myös yrityksen arvoon vaikuttava tekijä. Mitä suurempi rahoituserä varasto on, sitä tarkemmin on mietittävä sen merkitystä, kuranttisuutta, likvidisyyttä ja uusittavuutta. Tehokkuuden näkökulmasta ajateltuna yritys on sitä parempi, mitä vähemmän se sitoo panoksia. Suuri käyttöpääoma aiheuttaa rahoituskustannuksia, jotka vähentävät tulosta ja näin ollen saattavat myös vähentää yrityksen arvoa. Käteisvarat sen sijaan vaikuttavat arvoon sen perusteella, onko kassa toimintaan nähden vajaa, sopiva vai sisältääkö se ylimääräisiä varoja. Suuren myyntikatteen voidaan ajatella kertovan hyvästä liiketoiminnasta. Sen vaikutus yrityksen arvoon on sitä suurempi, mitä enemmän se on yrityksen itsensä ansiota. Ulkopuolisen kannalta ajateltuna myös yrityksen vakuuskelpoisen varallisuuden ja helposti realisoitavan omaisuuden määrä vaikuttavat yrityksen arvoon. (Rantanen 2013, 143, 145–147.)

Osinkopolitiikan vaikutusta yrityksen arvoon voidaan myös miettiä. Osinkopolitiikalla tarkoitetaan yrityksen linjausta pitkällä aikavälillä siitä, jaetaanko yrityksen voitot ulos osinkoina vai jätetäänkö ne yrityksen sisälle kasvuinvestointien rahoittamiseksi. Jos ajatellaan tilannetta, jossa yrityksellä ei olisi mitään muita vaihtoehtoa kuin nämä kaksi ääripäätä, on havaittu, että osinkopolitiikalla on merkitystä arvoon, jos kasvuinvestointien tuotto ja oman pääoman tuottovaatimus ovat erisuuruisia. Käytännössä kuitenkin yrityksellä on myös muita vaihtoehtoja, joten osinkopolitiikan vaikutusta on vaikea määrittellä yksiselitteisesti. (Niskanen & Niskanen 2013, 148–.)

3.4.2 Muut arvotekijät

Moni merkittävistä arvoon vaikuttavista tekijöistä ei ole yksiselitteisiä, eikä niitä ole välttämättä helppoa mitata tai ilmaista numeraalisesti. Ostajan kannalta mietittynä esimerkiksi yritystoiminnan selkeys, rehellisyys ja hyvät ulkoiset suhteet nostavat yrityksen arvoa. Myös hyvin hoidettu kirjanpito ja hallintorutiinit vaikuttavat yrityksen arvoon. Muita arvoa nostavia tekijöitä voivat olla esimerkiksi henkilökunnan osaaminen, motivaatio tai sitoutumisen asenne, toimialan varmuus ja suhdannetilanne sekä yrityksen tuotteiden kilpailukyky tulevaisuudessa. (Rantanen 2013, 8–9, 72.) Tulevaisuuden ennakointi voi perustua

yrittäjien omiin arvioihin ja ennusteisiin. Tällaisessa yrityksen sisäisiin julkistamattomiin tietoihin perustuvassa arvonmäärityksessä on mahdollista syventyä tarkimmin yksityiskoh-
tiin, mutta hyvin usein kuitenkin käytännössä arvonmääritys joudutaan toteuttamaan yri-
tyksen ulkopuolisen tiedon avulla. (Kallunki & Niemelä 2007, 33.)

Useilla yrityksillä tulevaisuuden odotukset ovat merkittävä yrityksen arvoa lisäävä tekijä. Toimialoilla, joilla kasvu on voimakasta, tulevaisuuden odotukset liiketoiminnan kannatta-
vuudesta ovat tärkein yritysten arvoon vaikuttava tekijä. (Kallunki & Niemelä 2007, 35.)
Vastaavasti yleinen talouden pessimismi ja synkät maailmantalouden odotuksen taas alen-
tavat yrityksen arvoa. Arvonmäärityksen näkökulmasta toimiala on kiinnostava osa-alue,
koska se kuvaa yrityksen toimintaympäristöön liittyviä riskejä ja mahdollisuuksia. Toimi-
alaluokittelua tehtäessä on mietittävä, millaista yrityksen toiminta on, onko se palvelua vai
tuotantoa, ja ketkä ovat yrityksen asiakkaita, kuluttajat vai yritykset. Yrityksen arvon kan-
nalta on mietittävä toimialan kehityssuuntaa ja sitä, kuinka nopeita mahdolliset vaihtelut
ovat. Vakaa toimiala on yleensä arvoon neutraalisti tai positiivisesti vaikuttava tekijä. Jol-
lakin toimialalla voi olla mahdollisuus maailmanvalloitukseen, kun taas toisella mahdolli-
suudet menestyä ovat minimaaliset. Oikea arvio vaatii havaintoja toimialan markkinoiden
dynamiikasta. (Rantanen 2013, 66, 120, 157–159.)

Toimialoilla, jotka ovat jo vakiintuneet, uskollinen asiakaskunta tai brändi ovat keskeisiä
lisäarvon tuottajia. (Kallunki & Niemelä 2007, 35.) Yleensä yritys on sitä riippumatto-
mampi yksittäisistä asiakkaistaan, mitä laajempi sen asiakaskunta on. Myös sijainti voi
vaikuttaa olennaisesti asiakaskantaan ja parhaimmillaan se voi edesauttaa asiakkaiden saa-
vuttamista. Yrityksellä, jonka sijainnista huolimatta ei tarvitse mainostaa itseään menesty-
äkseen, on erinomainen brändi, tunnettuus, maine tai nimi. Tunnettu nimi on arvoa nostava
tekijä, sillä sen avulla yritykselle syntyy säästöä esimerkiksi markkinointikuluissa. (Ranta-
nen 2013, 125, 127, 151.)

Liikevaihto on yrityksen tuloksen lisäksi tärkeä mittari, mutta sen kasvua arvioitaessa on
mietittävä myös sitä, miten tuo kasvu on saatu aikaiseksi. Pääsääntönä voidaan pitää sitä,
että mitä vähemmän tulos vaihtelee ja mitä enemmän ja pidempään se on nousussa, sitä
parempi se on ajatellen yrityksen arvoa. Yrityksen kapasiteetti vaikuttaa myös osaltaan
yrityksen arvoon. Jos tuotannon ei odoteta kasvavan, täyskapasiteetti voi olla hyvä tila. Jos
taas toiminnan ennustetaan suurenevan tai pienenevän, täyskapasiteetti voi muodostua on-

gelmaksiksi. Kapasiteettia on arvioitava nykytilanteen lisäksi lähitulevaisuuden odotusten perusteella. Esimerkkejä löytyy runsaasti yrityksistä, joissa suhteellisen pienillä teknisillä tai tuotannollisilla muutoksilla on vanha toiminta voitu nostaa aivan uudelle tasolle. (Rantanen 2013, 124, 130.)

Yritystä voidaan ajatella elävänä organismina. Ympäristö vaikuttaa yritykseen, ja sen ehtoilla on elettävä. Yrityksen menestymiseen vaikuttaa paljolti se, miten se pärjää kulloisessakin ympäristössä. Vaikka yritys olisi saavuttanut esimerkiksi johtavan markkina-aseman, sen pysyvyys riippuu yrityksen kyvystä sopeutua kokoajan muuttuvaan kilpailuun. Erilaiset panostukset liiketoimintaan, kuten tuotekehitykset, innovaatiot, henkilökunnan koulutukset ja uusien avainhenkilöiden rekrytoinnit, voivat olla arvoa nostavia investointeja. Näiden arvostus perustuu niiden kautta saatavaan tulokseen. Yritys, jolla on niin sanotusti kortteja vielä hihassaan, on arvokkaampi kuin saman tuottotason yritys, jolla ei näitä ole. Helposti muutettavat tuotteet tai uudet lanseeraamattomat ideat voivat olla hihassa olevia ässiä, joiden avulla yrityksen on mahdollista tehdä tulosta jatkossa. (Rantanen 2013, 117, 119, 130.)

4 CASE: TYÖKALU YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYKSEEN

Tämän opinnäytetyön tavoitteena oli rakentaa toimeksiantajan, eli Kokkolanseudun Kehitys Oy KOSEKin, tarpeita vastaava arvonmäärittämismalli. KOSEK oli ottanut yhteyttä Centria-ammattikorkeakouluun ja tiedustellut, löytyisikö opiskelijaa, joka voisi toteuttaa kyseisen toimeksiannon opinnäytetyönä. Aihetta pidettiin mielenkiintoisena, vaikkakin jokseenkin haastavana. Minulle tarjottiin mahdollisuutta toteuttaa tämä työ, ja päätin tarttua haasteeseen. Ideana oli siis rakentaa selainpohjainen sovellus, johon tilinpäätöslukuja syöttämällä saataisiin perushaitaria yrityksen arvonmäärittäykseen. Tätä suuntaa-antavaa hinta-arviota olisi sitten tarkoitus käyttää yrityskauppatilanteissa yritysostajan ja -myyjän välisen yhteisymmärryksen löytymiseen. Minun tehtäväkseni muodostui arvonmäärittämismallin rungon kehittäminen, sekä sen perusteella Excel-pohjaisen mallin luominen.

4.1 Lähtökohdat

On arvioitu, että seuraavan kymmenen vuoden aikana omistajanvaihdoksia tulee tapahtumaan 70 000–80 000 yrityksessä. Syitä omistajanvaihdoksille voi olla monia, kuten yrittäjän ikääntyminen, henkilökohtainen päätös eläkkeelle siirtymisestä, ammatinvaihdos tai perhetilanteen muuttuminen. Myös muuttuva kilpailuympäristö, uudet tuotteet, uudet jakelukanavat sekä tarve vapauttaa pääomia voivat olla syitä liiketoiminnan siirroille. EU-asiantuntijatyöryhmän mukaan yhä suurempi osa yrityksistä siirtyy perheen ulkopuoliseen omistukseen ja yhä useampi yrittäjä pysyy samassa yrityksessä vain lyhyemmän ajanjakson koko elinikensä sijasta. Se, että kaksi kolmasosaa ihmisistä haluaa kuitenkin perustaa mieluummin oman yrityksen kuin jatkaa toimivaa yritystä, tarkoittaa, että asenteiden muutoksia tarvitaan. Yritystoiminnan aloittamista harkitsevat henkilöt eivät aina ymmärrä, kuinka paljon vähemmän riskejä voi sisältyä toimivan yrityksen jatkamiseen verrattuna kokonaan uuden liiketoiminnan aloittamiseen. Onnistunutta omistajanvaihdosta voidaan pitää kaikkien osapuolten etuna. (Pallari 2012.)

4.2 Toimeksiannon syyt

Lähiaikoina yrityksen arvonmäärityksen tärkeys on noussut näkyvämmiin esille johtuen yrittäjien ikääntymisestä. Tilastokeskuksen vuoden 2010 Työvoimatutkimuksen mukaan Suomessa oli 55–74-vuotiaita yrittäjiä yli 74 000. Näistä suurimman osan liiketoiminta on kannattavaa, markkinatarpeeseen tukeutuvaa ja elinvoimaista. Vuonna 2012 Suomen Yrittäjien vähintään 55-vuotiailta jäseniltä kysyttiin, mitä he uskovat yrityksilleen tapahtuvan heidän itsensä lopetettuaan liiketoimintansa. Vastaajista 38 % arvio myyvänsä yrityksen ulkopuoliselle ja 20 % uskoi yritystoiminnan jatkajan löytyvän perheen sisältä. 28 % vastaajista uskoi yrityksen toiminnan loppuvan kokonaan. Vastaajat pitivät suurimpina haasteina ostajan tai jatkajan löytymistä sekä arvonmääritystä. (Rantanen 2013, 5–6.)

Yrityskauppatilanteessa ostaja ja myyjä pyrkivät arvioimaan yrityksen eri liiketoimintojen arvoja, joiden perusteella muodostetaan sitten käsitys koko yrityksen arvosta. Myytäessä julkisesti noteeraamatonta yritystä on molempien osapuolten kannalta tärkeää käyttää hintaa, joka on lähellä yrityksen oikeaa arvoa. Erityisen tärkeää tämä on perheyhtiöille, jotka usein ovat kauppatilanteessa myymässä koko elämäntyötään. Avointa ja läpinäkyvää arvonmääritystä voidaan pitää myös ostajan etuna, sillä sen avulla voidaan varmistaa yrityskaupan arvoa lisäävä vaikutus. Myyjän ja ostajan lisäksi kauppahinnasta ovat kiinnostuneita verottaja ja usein myös yrityksen kilpailijat. (Kallunki & Niemelä 2007, 22–24.)

Yrityskaupan syntyminen edellyttää eri katsantokantojen yhteisen näkemyksen löytymistä. Jos ostaja ja myyjä eivät ymmärrä toistensa arvostusperusteita, ei kauppaa synny. Siihen asti arvo koetaan vain laskennallisena käsitteenä. Eriävien näkökantojen välille tarvitaan tulkkia, eli yrityskauppatilanteissa yritysvälittäjää. (Rantanen 2013, 8.)

4.3 Toimeksiantaja Kokkolanseudun Kehitys Oy

Kokkolanseudun Kehitys Oy KOSEK on elinkeino- ja kehittämispalveluja sekä yritysneuvontaa tarjoava yhtiö. Sen tarjoamat palvelut ovat monipuolisia ja maksuttomia ja tarkoitettu kaikille yrittäjille sekä kaikenkokoisille yrityksille. Tämä Kokkolan kaupungin omistama kehitysyritys on perustettu 19.9.2002. Sen päätehtäviin kuuluvat alueen yritysten toimintaedellytysten kehittäminen sekä kuntien ja talouselämän yhteistoiminnan edistäminen.

Lisäksi se valvoo kaupungin etua muun muassa liittyen ulkopuoliseen rahoitukseen, resurssien hankintaan ja aluemarkkinointiin. (Kokkolanseudun Kehitys Oy 2015.)

Yksi KOSEKIn vastuualueista on sukupolven- ja omistajanvaihdosten sekä tarvittaessa myös yrityksen lopettamistoimenpiteiden edesauttaminen. Palveluihin kuuluvat yleisneuvonta sukupolvenvaihdosta, yrityksen myyntiä tai yritystoiminnan lopettamista harkitsevalle yrittäjälle sekä myös niille, jotka harkitsevat uuden yrityksen ostamista ja etsivät sopivaa ostokohdetta. KOSEKIn kanssa samassa toimistossa toimii Keski-Pohjanmaan Uusyrityskeskus FIRMAXI, joka antaa perustamisneuvontaa liiketoimintaa aloitteleville yrittäjille. Myös FIRMAXIn neuvonta ja yrityksen perustamiseen liittyvä esivalmennus ovat maksuttomia. (Kokkolanseudun Kehitys Oy 2015.) KOSEKIn ja FIRMAXIn välisen yhteistyön tarkoituksena on yhdistää yrityksestään luopuva yrittäjä sekä liiketoiminnan aloittamista harkitseva henkilö. Joskus valmiin yrityksen osto on liiketoiminnan aloittamista harkitsevalle henkilölle tarkoituksenmukaisempaa kuin kokonaan uuden yrityksen perustaminen.

TAULUKKO 5. Yrityskaupan palveluprosessin vaiheet

Valmistautuminen	<ol style="list-style-type: none"> 1. Yhtiömuodon tarkistaminen 2. Eläkekysymysten selvittäminen 3. Asiantuntijoiden kiinnittäminen yrityskaupprosessiin 4. Yrityksen myyntikunnostus 5. Yrityskaupasuunnitelman laatiminen 6. Potentiaalisten ostajien kartoitus
Toteutus	<ol style="list-style-type: none"> 1. Salassapitosopimus 2. Neuvottelut ostajan kanssa 3. Vaihtoehtojen toteuttamistapojen selvittäminen 4. Rahoitussuunnittelu 5. Verosuunnittelu 6. Kauppakirjan suunnittelu ja laatiminen 7. Ennakkoratkaisu/-tieto verottajalta
Haltuunotto	<ol style="list-style-type: none"> 1. Yrityskaupasta tiedottaminen 2. Muutosilmoitukset (PRH & verottaja) 3. Liiketoiminnan kehittämistoimien käynnistäminen 4. <u>Kauppahinnan täsmentyminen</u> 5. Varainhoidon suunnittelu 6. Keskittyminen yrityskaupan jälkeiseen elämään

Yrityksen omistajanvaihdoksen peruselementtejä ovat aina myyjä, myytävä liiketoiminta sekä ostaja. Nämä kaikki vaativat omia palveluja, jotka ottavat huomioon niille olennaisia erityispiirteitä. Palveluprosessi sisältää useita vaiheita ja monia huomioon otettavia asioita, joita esiteltiin edellisessä taulukossa. Omistajanvaihdoksen ja siihen liittyvän palveluprosessin tarkoituksena on edistää kohteena olevan liiketoiminnan kilpailukyvyyn kehittymistä myös omistajanvaihdoksen jälkeen. (Tall 2012.) Se, että KOSEK ja FIRMAXI saattavat yhteen myyjän ja ostajan, ei siis kuitenkaan yksinään riitä. Eri osapuolten välille on löydettävä yhteisymmärrys useilla osa-alueilla, joista yksi on yrityksen arvonmäärittäminen. Tämä on usein ehkä helpommin sanottu kuin tehty. Myyjän käsitys yrityksen arvosta saattaa olla huomattavasti korkeampi kuin hinta, minkä ostaja olisi halukas maksamaan kyseisestä liiketoiminnasta. Hinta-arvioiden välisen kuilun kiinni kuromiseksi alettiin kehitellä tarkoitukseen sopivaa arvonmäärittämissä.

4.4 Arvonmäärittämissä suunnittelu ja toteutus

Aloitin mallin suunnittelun KOSEKIn ja FIRMAXIn edustajien kanssa käytyjen neuvotteluiden perusteella. He painottivat yrityksen arvonmäärittämissä yrityksen varallisuutta ja historiatietoihin perustuvaa informaatiota. Tämä on sinänsä järjestyksellistä, sillä tulevaisuuden ennustamiseen liittyy aina epävarmuustekijöitä, varsinkin kun yrityskauppatilanteessa liiketoiminnan avainhenkilö, yrittäjä, on vaihtumassa. Lisäksi he pitivät arvonmäärittämissä tärkeänä lisäarvotekijöiden huomioimista. Esimerkiksi pysyvällä ja uskollisella asiakaskannalla voi olla merkittävä positiivinen vaikutus yrityksen arvoon.

Kokonaisuudessaan sain käsityksen, että toimeksiantaja haluaa pitää arvonmäärittämissä melko yksinkertaisena. Käytettyjen arvostusperiaatteiden tulee olla helposti ymmärrettävissä yritysvalittajien lisäksi myös myyjälle ja ostajalle. Mallin perimmäisenä tarkoituksena ei kuitenkaan ole määrittää yritykselle yhtä absoluuttista ja oikeaa arvoa, vaan ennemminkin hinnan perushaitaria, jonka avulla yrityskaupan osapuolet voisivat neuvotella kauppahintaa. Kun arvostusperiaatteet on tuotu esille selkeästi, rajaa se myös osaltaan pois osapuolilla mahdollisesti olevia vääristyneitä mielikuvia yrityksen arvosta.

Kehittelin arvonmäärittäsmallin, jonka runko eteni pääpiirteittäin seuraavalla tavalla:

1. Tuloksen riittävyden arviointi
2. Substanssiarvon määrittäminen
3. Tuottoarvon määrittäminen
4. Substanssiarvon ja tuottoarvon vertailu ja yhdistäminen yhdeksi väliarvioksi
5. Lisäarvotekijöiden arviointi.

Ensimmäisessä kohdassa yrityksen tuloksen riittävyttä arvioidaan netto- ja rahoitustulosten sekä rahoitusreservin avulla. Nettotulos saadaan vähentämällä kokonaistuloksesta satunnaisten erien vaikutus. Rahoitustulos saadaan jättämällä huomioimatta satunnaisten erien lisäksi myös poistojen vaikutus. Rahoitustuloksesta sitten vähennetään pitkäaikaisten lainojen lyhennys, korvausinvestoinnit sekä voitonjakovaatimus. Malli arvioi tuloksen riittävyttä syötettyjen tietojen perusteella ja antaa tähän informaatioon pohjautuen arvosanan erinomainen, keskinkertainen, välttävä, kyseenalainen taikka kriisi. Arvioinnin perusteet löytyvät opinnäytetyössä aiemmin esitetystä taulukosta 2.

Toisessa kohdassa yrityksen substanssiarvo määritellään tilinpäätöksestä saatavien tasetietojen perusteella. Apuna käytetään yrityksen viimeisintä tilinpäätöstä, eli käytettävät arvot perustuvat tilinpäätöshetken tilanteeseen. Mallissa substanssiarvo lasketaan vähentämällä oikaistun taseen loppusummasta velkojen yhteismäärä. Substanssiarvon avulla saadaan niin sanottu pohja-arvio yrityksen arvosta.

Kolmannen kohdan tuottoarvon määrittely ei ollutkaan ihan yksiselitteinen tehtävä, vaan toteutustapaa joutui pähkäilemään vähän enemmän. Laskennassa käytettävä tulos saadaan ottamalla kolmen edellisvuoden tilinpäätösten tulokset, joiden perusteella määritellään trendin mukainen seuraavan tuloksen arvo. Tuloksen määrittämiseksi käytetään Excelin ENNUSTE-funktiota, joka laskee, tai ennustaa, arvojen lineaarisen trendin aiempien arvojen perusteella. Alkuperäinen ideani oli, että tämä tulos kerrotaisiin yrityksen toimialan P/E-luvulla, mutta kyseisen toteutustavan kanssa ilmeni ongelmia. Laskin Tilastokeskuksen yrityksistä keräämien tietojen perusteella P/E-luvut toimialoittain. P/E-lukujen väliset eroavaisuudet olivat niin suuria, että niiden avulla saatu tuottoarvo ei mielestäni vastannut realistista tuottoarvoa. Seuraavaksi mieleeni tuli idea, jossa tulos jaettaisiin toimialalle tyypillisellä tuottovaatimuksella. Myös tämä toteutustapa kariutui, sillä tarvittavia tietoja ei

ollut yksinkertaisesti saatavilla. Se, että itse määrittelin tuottovaatimukset toimialoittain, oli myös pois suljettu vaihtoehto.

Päädyin määrittelemään tuottoarvon kolmivaiheisen menetelmän avulla: Ensimmäinen arvo saadaan jakamalla tulos yrityksen omalla tuottovaatimusprosentilla. Toinen arvo perustuu pankilta saatavaan arvioituun pisimpään laina-aikaan, joka yrityksen oston rahoittamiseksi olisi mahdollista saada. Yrityksen tuottoarvoksi määräytyy sitten näiden kahden eritavoin lasketun arvon keskiarvo. Tapa tuntui mielestäni mallin kannaltaärkevimmältä vaihtoehdolta, sillä tällä tavoin pystyin välttämään omien subjektiivisten arvioideni sisällyttämisen arvonmääritysmalliin. Vaikka yrittäjä ei ehkä itse osaa arvioida tuottovaatimusta tai laina-aikaa, on hänen apunaan olevalla yritys välittäjällä kuitenkin yleensä takanaan useita yrityskauppoja, joihin perustuen hän omaa kattavammat tiedot sekä yrityksen tuottovaatimuksen että laina-ajan arvioimiseen. Tuottoarvon käyttö mallissa perustuu siihen, että arvonmäärityksessä on olennaista huomioida myös se, kuinka paljon yritys tulee lähivuosina tuottamaan.

Neljännessä kohdassa aiemmin saatuja substanssiarvoa ja tuottoarvoa verrataan toisiinsa. Jos substanssiarvo on suurempi, valitaan se jatkavaksi arvoksi. Perusteluna tälle on se, että vaikka yritys tekisi tappiota, ei mallin antama arvio yrityksen kokonaisarvosta voi kuitenkaan muodostua negatiiviseksi. Jos taas tuottoarvo on suurempi, mikä usein on todennäköisempää, lasketaan substanssiarvon ja tuottoarvon keskiarvo. Keskiarvon käytön avulla pyritään tasoittamaan laskennan ääriarvoja. Tällä tavoin saadaan niin sanottu väliarvio yrityksen arvosta, jota korjataan vielä lisäarvotekijöiden avulla.

Viidennessä kohdassa arvioidaan yrityksen lisäarvotekijöistä toimialaa, asiakaskantaa, innovaatio- ja uudistumisvalmiutta sekä kasvutekijöitä. Jos näillä tekijöillä oletetaan olevan positiivista vaikutusta yrityksen arvoon, annetaan niille arvosanat asteikolla 1–5. Jos tekijällä ei ole arvoa korottavaa vaikutusta, jätetään kohta tyhjäksi. Annetuista arvioista lasketaan painotettu neliöiden keskiarvo, jonka mukaan asiakaskannalla on kaksinkertainen vaikutus yrityksen arvoon verrattuna muihin lisäarvotekijöihin. Keskiarvo saadaan kaavalla $\frac{\text{Toimiala}^2 + \text{Asiakaskanta}^2 * 2 + \text{Innovaatio- ja uudistumisvalmius}^2 + \text{Kasvutekijät}^2}{4}$. Laskennassa on käytetty nimenomaan neliöiden keskiarvoa, koska tällä tavoin saadaan niin sanotusti vauhtia tekijöiden tuottamalle vaikutukselle. Asiakaskannan kaksinkertainen vaikutus perustuu opinnäytetyön toimeksiantajan näkemykseen. Saatu keskiarvo muutetaan kertoi-

meksi, jonka avulla oikaistaan kohdassa neljä saatua väliarviota. Kertoimen laskennassa käytetty kaava on $\frac{\text{Painotettu neliöiden keskiarvo}}{100} * 3,2 + 1$. Kaava on muodostettu ajatellen sitä, että jos kaikille tekijöille annettaisiin arvosanaksi 5, olisi arvoa korottava vaikutus yhteensä 100 %. Käytännössä lisäarvotekijöiden vaikutus ilmenee siten, että mitä suurempi arvo tekijälle annetaan, sitä enemmän se korottaa yrityksen arvoa. Suurin vaikutus saadaan antamalla kaikille tekijöille 5, jolloin arvio yrityksen kokonaisarvosta kaksinkertaistuu. Lisäarvotekijöiden huomioiminen on liitetty tähän malliin, koska jokaisessa yrityksessä on erilaisia arvoon vaikuttavia ominaisuuksia, joita kaikkia ei välttämättä ole helppoa mitata numeraalisesti. Yrityskauppatilanteissa kuitenkin lopulta niin sanottujen maalaisjärjen mukaisten asioiden vaikutus yrityksen kokonaisarvoon voi olla hyvinkin merkittävä.

Kun kaikkien näiden kohtien kannalta olennaiset asiat on syötetty malliin, päästään vaiheeseen, jossa voidaan tarkastella arvonmäärityksen lopputuloksia. Tässä viimeisessä vaiheessa arvonmääritysmalli antaa laskemansa suuntaa-antavan euromääräisen hinta-arvion yrityksestä sekä sanallisen arvion ja perustelut tuloksen riittävydestä.

Kun arvonmäärityksessä käytettävät pääperiaatteet olivat selvillä, aloin kehittää mallin pohjalta työkalua Excelin avulla. Vaikka arvonmääritysmallin sisältö onkin pääasia, minulle erittäin tärkeitä olivat myös ulkoiset seikat sekä mallin selkeys, käytettävyys ja ymmärrettävyys. Vaikka tämä Excel-pohjainen malli onkin niin sanottu raakaversio lopullisesta päämäärästä, halusin sen vastaavan jo tässä vaiheessa mahdollisimman paljon sen perusteella toteutettavaa selainpohjaista arvonmäärityssovellusta.

Mallin ulkonäöllisiä seikkoja mietittäessä pohjana toimivat FIRMAXIn Internet-sivut, jonne valmis työkalu olisi aikanaan tarkoitus sijoittaa. Mallissa käytettäväksi väreiksi valikoituivat sivujen yleisen värimaailman mukaan sinisen ja harmaan eri sävyt. Myös käytetyt fontit sekä niiden värit määräytyivät sivujen yleisilmeen perusteella.

Yritin arvioida mallin selkeyttä käyttäjän näkökulmasta. Suunnittelemini vaiheiden järjestyks muuttui sen mukaan, mikä käytettäessä tuntui loogisimmalta järjestykseltä syöttää tietoja. Vaikka malli sisältää kokonaisuudessaan melko paljon kaavoja ja työkalun takana niin sanotusti tapahtuu paljon, halusin jättää näkyviin vain käyttäjän kannalta olennaiset asiat. Kun olin esitellyt ensimmäisen version arvonmääritystyökalusta toimeksiantajalle, myös heidän puoleltaan tuli lisää ehdotuksia käyttäjäystävällisyyden parantamiseksi. He olivat

tyytyväisiä itse malliin ja arvonmäärityksessä käytettyihin periaatteisiin, mutta halusivat, että myös käyttäjälle tulisi näkyviin väliarvioita yrityksen arvosta. Tällöin käyttäjä voisi seurata jo arvonmääritysprosessin aikana, miten hänen syöttämänsä luvut vaikuttavat arvon määrittelyyn. Lisäksi työkaluun sisällytettäväksi kaivattiin kirjallista ohjeistusta, josta käyttäjä voisi saada lisäohjeita mallin täyttämiseen. Otin myös nämä toimeksiantajan suunnalta tulleet ehdotukset huomioon viimeistellessäni työkalua.

Lopputulokseksi muodostui viisivaiheinen arvonmääritystyökalu, jonka uskon vastaavan toimeksiantajan tarpeita. Yhteenvedona arvonmääritystyökalusta voidaan sanoa, että siinä käytetty arvostusmenetelmä on substanssiarvon ja tuottoarvon yhdistelmä, jossa on otettu huomioon myös lisäarvotekijöiden vaikutus. Vaikka käytetty informaatio pohjautuukin pääosin historiatietoihin, on arvostuksen apuna käytetty myös osittain arvioita tulevasta.

5 ARVONMÄÄRITYSTYÖKALU

Arvonmäärittästyökalu rakentuu viidestä eri vaiheesta, jotka ovat yrityksen varallisuus, liiketoiminnan tulos, tuloksen riittävyys, lisäarvotekijät sekä arvonmäärittästyksen tulokset. Malli on havainnollistamisen helpottamiseksi täytetty luvuilla. Tämän esimerkkiarvonmäärittästyksen luvut perustuvat pääosin Caverion Oyj:n vuoden 2014 tilinpäätökseen (LIITE 3).

5.1 Vaihe 1. Yrityksen varallisuus



KUVIO 3. Yrityksen varallisuus

Vaiheessa 1 määritellään yrityksen substanssiarvo. Malliin syötetään taseen loppusumma sekä velkojen yhteismäärä. Syötettävät tiedot perustuvat yrityksen viimeisimmän tilinpäätöksen taseeseen. Substanssiarvo saadaan vähentämällä taseen loppusummasta velkojen yhteismäärä. Tässä esimerkkitapauksessa substanssiarvoksi muodostui 149 957 653,15 €.

Väliaikatietoja arvonmäärittästyksen tuloksista ilmestyy työkalun alapalkkiin sitä mukaan, kun arvonmäärittästyksen prosessi etenee. Viemällä hiiren työkalun oikeassa yläkulmassa olevan kysymysmerkin päälle aukeaa ikkuna, joka sisältää täyttöohjeet sekä tietoa vaiheesta ja siinä esiintyvistä käsitteistä (LIITE 4). Vaiheesta toiseen liikkuminen suoritetaan työkalun alareunassa olevien nuolten avulla.

5.2 Vaihe 2. Liiketoiminnan tulos



KUVIO 4. Liiketoiminnan tulos

Vaiheessa 2 määritellään yrityksen tuottoarvo. Tuottoarvon määrittelyn jälkeen muodostetaan väliarvio yrityksen arvosta. Malliin syötetään yrityksen kolmen edellisvuoden tilinpäätösten mukaiset tulokset sekä yrityksen tuottovaatimusprosentti ja pankilta saatava pisin laina-aika, joka yrityksen oston rahoittamiseksi olisi oletetusti mahdollista saada.

Tuottoarvon laskemisessa käytetään seuraavaa trendin mukaista ennustettua tulosta, joka perustuu aiempien vuosien tulokseen. Esimerkkinä käytetyllä yrityksellä vain vuoden 2014 tilikausi oli täysimittainen. Koska vuoden 2013 tilikausi oli vain 6 kuukautta, on sen vuoden tulos kerrottu kahdella realistisemmän arvion saamiseksi. Vuoden 2012 tulosta ei ollut saatavissa. Tässä tapauksessa Excelin ENNUSTE-funktion avulla saaduksi tulokseksi muodostui 35 007 637,94 €.

Tuottoarvo saadaan laskemalla tuottovaatimusprosentin ja laina-ajan avulla laskettujen tuottoarvojen keskiarvo. Caverion Oyj:n tuottoarvo oli esimerkin tekohetkellä 2,3 % (Kauppalehti Oy 2015). Esimerkissä käytetty laina-aika määriteltiin verottajan mallin pohjalta. Tässä tuottoarvoksi tuottovaatimuksen perusteella muodostui 1 522 071 214,78 € ja laina-ajan perusteella 227 549 646,61 €. Näiden arvojen keskiarvo on 874 810 430,70 €.

Väliarvio saadaan vertaamalla yrityksen substanssiarvoa ja tuottoarvoa toisiinsa. Jos substanssiarvo olisi ollut suurempi, olisi se valittu jatkavaksi arvoksi. Koska tässä tapauksessa tuottoarvo oli suurempi, väliarvioksi muodostui substanssiarvon ja tuottoarvon keskiarvo, joka on 512 384 041,92 €.

5.3 Vaihe 3. Tuloksen riittävyys

Vaihe 3. Tuloksen riittävyys	
Satunnaiset tuotot	16 350 000,00 €
Satunnaiset kulut	- €
Poistot	1 605 767,48 €
Pitkäaikaisten lainojen lyhennys	50 181,80 €
Korvausinvestointeihin varattava summa	520 660,38 €
Voitonjakovaatimus	27 519 103,70 €
Nettotulos	4 953 819
Rahoitustulos	6 559 586
Rahoitusreservi	-21 530 359

KUVIO 5. Tuloksen riittävyys

Vaiheessa 3 arvioidaan tuloksen riittävyttä netto- ja rahoitustulosten sekä rahoitusreservin avulla. Jotta netto- ja rahoitustulokset saadaan laskettua, syötetään malliin yrityksen viimeisimmän tilinpäätöksen tuloslaskelman mukaiset satunnaiset tuotot ja kulut sekä poistot. Malli hakee arvonmäärittäjätyökalun edellisessä vaiheessa syötetyn viimeisimmän tuloksen ja vähentää tästä mainitut erät. Tässä tapauksessa nettotulokseksi muodostui 4 953 818,97 € ja rahoitustulokseksi 6 559 586,45 €.

Tuloksen riittävyden selvittämiseksi rahoitustuloksesta vähennetään pitkäaikaisten lainojen lyhennys, korvausinvestoinnit sekä voitonjakovaatimus. Tässä esimerkissä pitkäaikaisten lainojen lyhennykseen varattiin summa, joka vastaa lyhytaikaisten lainojen määrää rahoituslaitoksilta. Korvausinvestointeihin tarvittavaksi summaksi arvioitiin 10 % aineellisten hyödykkeiden kokonaisarvosta. Syötetty voitonjakovaatimus perustui Caverion

Oyj:n tilinpäätöksestä löytyvään hallituksen voitonjakoehdotukseen. Tässä esimerkkita-
 uksessa rahoitusreservi jäi negatiiviseksi. Yrityksen rahoitustuloksen tarpeeksi muodostui
 21 530 359,43 €.

5.4 Vaihe 4. Lisäarvotekijät

Vaihe 4.
Lisäarvotekijät

Arvioi asteikolla 1–5 seuraavia lisäarvotekijöitä yrityksessä.
 Jos jollakin tekijöistä ei ole arvoa korottavaa vaikutusta, jätä kenttä tyhjäksi.

Toimiala	3
Asiakaskanta	4
Innovaatio- ja uudistusvalmius	5
Kasvutekijät	3

← Substanssiarvo 149 957 653 Tuottoarvo 874 810 431 Väliarvio 512 384 042 Oikaistu arvo 819 814 467 Vahmis

KUVIO 6. Lisäarvotekijät

Vaiheessa 4 arvioidaan yrityksen lisäarvotekijöistä toimialaa, asiakaskantaa, innovaatio- ja uudistusvalmiutta sekä kasvutekijöitä. Lisäarvotekijöiden korottavaa vaikutusta yrityksen arvoon määritellään asteikolla 1–5. Asiakaskannan vaikutus arvoon on kaksinkertainen verrattuna muihin tekijöihin. Annetuista arvosanoista lasketaan painotettu neliöiden keskiarvo, joka muutetaan kertoimeksi. Laskennassa käytetyt kaavat löytyvät aiemmin esitetyistä luvusta 4.4 Arvonmäärittämissuunnitelman suunnittelu ja toteutus. Kertoimen avulla oikaistaan aiemmin saatua väliarviota. Oikaistu tulos on käytännössä sama kuin arvonmäärittämissuunnitelman antama lopullinen arvio koko yrityksen arvosta.

Arvioinnin apuna käytetty suuntaa-antava arviointiasteikko on seuraavanlainen:

(tyhjä) Ei korottavaa vaikutusta

1. Pieni positiivinen vaikutus
2. Melko pieni positiivinen vaikutus

3. Kohtalainen positiivinen vaikutus
4. Melko suuri positiivinen vaikutus
5. Suuri positiivinen vaikutus.

Esimerkissä lisäarvotekijöiden arviointi perustui Caverion Oyj:n vuoden 2014 toimintaker-
tomukseen. Tässä lisäarvotekijöiden neliöiden painotetuksi keskiarvoksi muodostui 18,75
ja väliarvion oikaisuun käytettäväksi kertoimeksi 1,600. Käytännössä siis lisäarvotekijöi-
den korottavaksi vaikutukseksi muodostui 60 % vaiheessa 2 määritellystä väliarviosta.

5.5 Vaihe 5. Arvonmäärityksen tulokset

Vaihe 5. Arvonmäärityksen tulokset	
Suuntaa-antava hinta-arvio	819 814 467,08 €
Tuloksen riittävyys	Välttävä
Nettotulos on positiivinen, mutta rahoitustulos ei riitä	Nettotulos 4 953 818,97 €
pitkäaikaisten lainojen lyhennykseen, korvausinvestointeihin sekä voitonjakoon.	Rahoitustulos 6 559 586,45 €
	Rahoitusreservi - 21 530 359,43 €

KUVIO 7. Arvonmäärityksen tulokset

Tässä viimeisessä vaiheessa arvonmääritysmalli antaa laskemansa suuntaa-antavan euro-
määräisen hinta-arvion yrityksestä sekä sanallisen arvion ja perustelut tuloksen riittävyys-
destä. Tässä esimerkissä suuntaa-antavaksi hinta-arvioksi muodostui 819 814 467,08 €. Arvioksi tuloksen riittävydestä tuli välttävä, sillä vaikka nettotulos ja rahoitustulos olivat
positiivisia, ei rahoitustulos riittänyt syötettyjen lukujen perusteella pitkäaikaisten lainojen
lyhennykseen, korvausinvestointeihin sekä voitonjakoon. Se, että mallin mukaan tulos ei
ole riittävä, johtuu varmasti osittain siitä, että esimerkkiyrityksen voitonjakoa ei tässä tapa-
uksessa ollut tarkoitus rahoittaa pelkästään kyseisen tilikauden tuloksella, vaan yrityksellä
oli jo entuudestaan jakokelpoisia varoja.

Mallin antamaa hinta-arviota voidaan verrata Kauppalehden Internet-sivuilta löytyvään arvioon yrityksen osakkeen markkina-arvosta. Caverion Oyj:n osakkeen markkina-arvo oli esimerkin tekohetkellä 9,26 € (Kauppalehti Oy 2015). Tämän arvonmäärittämissä osakekohtainen arvio hinnasta voidaan laskea jakamalla koko yrityksen hinta-arvio osakkeiden lukumäärällä. Caverion Oyj:lla on osakkeita yhteensä 125 596 092 kappaletta (Caverion Oyj 2015, 59). Näin ollen arvonmäärittämissä osakekohtaiseksi arvoksi muodostui 6,53 €. Tulos on 2,73 € vähemmän kuin Kauppalehden Internet-sivujen mukainen arvio yrityksen markkina-arvosta. Balancen listan mukaan Caverion Oyj:n osakkeille määritetty arvo on kuitenkin hintava (Kauppalehti Oy 2015). Voidaan siis miettiä, onko yrityksen osakkeet yliarvostettu markkinoilla. Osaltaan osakkeen korkeaan markkina-arvoon esimerkin tekohetkellä ehkä vaikutti se, että yrityksen osingonjakoa oltiin juuri aloittelemassa. Joka tapauksessa, sekä tämän arvonmäärittämissä osakekohtainen että Kauppalehden hinta-arviot sijoittuvat samaan suuruusluokkaan.

6 JOHTOPÄÄTÖKSET JA POHDINTA

Opinnäytetyön tavoitteena oli rakentaa toimeksiantajan tarpeita vastaava arvonmäärittysmalli. Ideana oli luoda työkalu, joka laskisi perushaitaria yrityksen arvonmäärittymiseen, pääosin tilinpäätöslukujen perusteella. Tämän opinnäytetyön tarkoituksena oli keskittyä nimenomaan arvonmäärittysmallin rungon kehittelyyn, sekä sen perusteella Excel-pohjaisen mallin luomiseen. Kaikki nämä opinnäytetyölle asetetut tavoitteet saatiin täytettyä. Toimeksiantaja oli erittäin tyytyväinen kehitettyyn arvonmäärittäjätyökaluun ja sen arvostusperiaatteisiin.

Arvonmäärittäjätyökalu osoittaa toimivuutensa sitten aikanaan käytännössä, kun sitä päästään käyttämään yrityskauppatilanteissa. Alustavien laskelmieni perusteella työkalu antaa isojen pörssiyritysten kohdalla hiukan alhaisen arvion, kun taas pienimpien yritysten kohdalla saatu arvio on hiukan korkea. Toimeksiantajan, KOSEKin, asiakkaat ovat pääsääntöisesti pk-yrityksiä, joten suurten pörssiyritysten arvonmäärittäjätyökalulla ei olekaan tarkoitus toteuttaa. Kuitenkin mallin kehittelyssä jouduin käyttämään apunani nimenomaan pörssiyritysten lukuja, sillä muista yrityksistä tarvittavia tietoja ei ollut saatavilla. Keskiurten yritysten kohdalla arvioisin tämän arvonmäärittäjätyökalun antavan melko todennukaisen kuvan yrityksen todellisesta arvosta.

Tälle työlle loogisena jatkumona on Excel-pohjaisen mallin perusteella luotava selainpohjainen versio työkalusta, joka on tarkoitus sijoittaa FIRMAXIn Internet-sivuille. Tähän kuitenkin tarvitaan lisätekiäjiä, sillä mallin koodaaminen vaatii IT-alan laajempaa tunteamista. Kyseinen hanke on jo saatettu vireille. Tämä työ voi poikata myöhemmin myös muita kehittämishankkeita, kun vain työkalua on päästy ensin testaamaan hiukan enemmän käytännön tilanteissa.

Kun tätä opinnäytetyötä tehdessäni aloin tutustua arvonmäärittymiseen ja sen teoriaan, tuntuu, että ajatukseni koko aiheesta vain mutkistuivat sitä mukaan, mitä enemmän opin. Syvennyttyäni siihen kunnolla ja alettuaani soveltamaan teoriatietoa käytännössä, aivoni olivat jo ihan solmulla. Itse henkilökohtaisesti olen sellainen ihminen, joka pitää siitä, että asioille on olemassa yksi oikea ratkaisu. Arvonmäärittymisen kohdalla oli kuitenkin myönnettävä, että yhtä ainoa oikea toteutustapa ei ole olemassa. Käytännössä eri tavat antavat erilai-

sia tuloksia, joten myöskään yhtä oikeaa arvoa yritykselle ei voida laskea. Kun myönsin itselleni tämän tosiasian, mieleni tuntui vapautuneen. Arvonmäärityksen teoriaa avaavien työkalujen avulla voidaan kuitenkin päästä hyvin todenmukaisiin arvioihin yrityksen todellisesta arvosta. Kaiken kaikkiaan voidaan todeta, että arvonmääritys on monimuotoinen ja erittäin laaja-alainen aihealue, jota voisi pohtia vaikka loputtomiin. Olen todella tyytyväinen, että tein opinnäytetyöni juuri tästä aiheesta. Vaikka aihe ei ollut helpoimmasta päästä, oli opinnäytetyön tekoprosessi hyvin mielenkiintoinen ja antoisa. Parasta työssä oli se, että sain luoda jotain, josta on oikeasti hyötyä.

LÄHTEET

Caverion Oyj. 2015. Tilinpäätös 2014. Helsinki: Caverion Corporation.

Kallunki, J.-P. & Niemelä, J. 2012. Osakkeen arvonmääritys. Helsinki: Talentum Media Oy.

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

Kangas, E. 2012. Yrityksen arvonmääritys tasapuoliseksi. OPAS onnistuneeseen omistajanvaihdokseen, 34–43.

Kauppalehti Oy. 2015. Pörssi. Markkinat tänään. Kurssit. Caverion. Www-dokumentti. Saatavissa: <http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/?klid=2015>. Päivitetty 2.4.2015. Luettu 2.4.2015.

KHT-yhdistys. 2006. IFRS ja yrityskauppojen arvostuslaskelmat. Helsinki: KHT-Media Oy.

Knüpfer, S. & Puttonen, V. 2014. Moderni rahoitus. 7., uudistettu painos. Helsinki: Talentum Media Oy.

Kokkolanseudun Kehitys Oy. 2015. Www-dokumentti. Saatavissa: <http://www.kosek.fi/>. Luettu 18.3.2015.

Leskelä, M. 2011. Varo ensimmäistä hinta-arviota. Talouselämä, yrityskaupat, asiantuntijalta, ajankohtaista. Www-dokumentti. Saatavissa: <http://www.talouselama.fi/yrityskaupat/asiantuntijalta/ajankohtaista/varo+ensimmaista+hintaarviota/a2006156>. Päivitetty 3.2.2012. Luettu 16.3.2015.

Majamaa, J. 2011. Mitkä ovat käytetyimmät arvonmääritysmenetelmät. Talouselämä, yrityskaupat, asiantuntijalta, hyvä kysymys. Www-dokumentti. Saatavissa: <http://www.talouselama.fi/yrityskaupat/asiantuntijalta/hyvakysymys/mitka+ovat+kaytetyimmat+arvonmaaritysmenetelmat/a2029844>. Päivitetty 17.3.2011. Luettu 16.3.2015.

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

Niskanen, J. & Niskanen, M. 2013. Yritysrahoitus. 7., uudistettu painos. Helsinki: Edita Publishing Oy.

Pallari, M. 2012. Onnistuneita omistajanvaihdoksia. OPAS onnistuneeseen omistajanvaihdokseen, 5.

Petersen, C. & Plenborg, T. 2011. Financial Statement Analysis: Valuation - Credit Analysis - Executive Compensation. New Jersey: Prentice Hall.

Rantanen, J. 2013. Arvonmääritys yrityskaupassa. 2. painos. Helsinki: Suomen Yrittäjien Sypoint Oy.

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

Suomen Yrittäjät. 2015. Yrityksen arvonmääritys. Www-dokumentti. Saatavissa: <http://www.yrittajat.fi/file/450e4adf-ad22-4977-9325-f13f10ab9e27/yrityksen>. Luettu 16.3.2015.

Suomen Yrityskaupat Oy. 2015. Arvonmääritys. Ohjeita yrityskauppaan. Www-dokumentti. Saatavissa: <https://www.yrityskaupat.net/vinkit.php?sid=583>. Luettu 9.4.2015.

Tall, J. 2012. Yrityksen omistajanvaihdoksen palveluprosessi. OPAS onnistuneeseen omistajanvaihdokseen, 10–13.

Yritystutkimus ry. 2011. Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi. 9, korjattu painos. Helsinki: Gaudeamus Helsinki University Press.

TULOSLASKELMAN OIKAISUT

Oikaistava erä	Erään sisältyviä asioita	Oikaisu
Liikevaihto	Varsinaisen toiminnan tuotteiden ja palvelujen myyntituotot, joista on vähennetty annetut alennuksen sekä arvonlisävero ja muut välittömästi myynnin määrään perustuvat verot. Mahdollinen osatuloutus.	Osatuloutuksena kirjanpitoon merkityt keskeneräiset työt tuloutetaan arvioidun valmistusasteen perusteella. Osatuloutuksen vastakirjaus on siirtosaamisissa. Tuloutusta vastaavat menot kirjataan kuluiksi.
Liiketoiminnan muut tuotot	Tuotot, jotka liittyvät yrityksen toimintaan ja ovat luonteeltaan lähellä liikevaihtoa. Yrityksen varsinaiseen toimintaan saadut avustukset. Myyntivoitot, jotka eivät tapahdu kokonaisen liiketoiminnan luopumisen yhteydessä.	Vertailukelpoisuutta heikentävät olennaiset tai kertaluontoiset muut tuotot siirretään satunnaisiin tuottoihin. Vastaavasti näiden hankinnasta johtuneet mahdolliset kulut siirretään satunnaisiin kuluihin.
Aine- ja tarvikekäyttö	Tavaraostot.	Aine- ja tarvikekäyttöä oikaistaan virallisen tuloslaskelman aine- ja tavaraostoista huomioidulla näiden varastojen lisäys tai vähennys. Valmistustoimintaa harjoittavilla yrityksillä ei voida laskea liikevaihtoa vastaavaa ainekäyttöä, koska tuloslaskelmassa ei esitetä, mitkä kulut kuuluvat muuttuviin ja mitkä kiinteisiin.
Ulkopuoliset palvelut	Työsuorituksista maksetut korvaukset, jotka liittyvät välittömästi tuotantoon tai myyntiin.	Välittömästi tuotantoon tai myyntiin liittyviä työsuorituksia voivat olla esimerkiksi alihankkijoiden, suunnittelu- ja konsulttitoimistojen sekä huoltoyhtiöiden suorittamat palvelut ja työvoiman vuokrauskulut. Tähän ryhmään eivät siis kuulu hallintoon liittyvistä palveluista maksetut korvaukset.
Henkilöstökulut	Ennakonpidätyksen alaiset palkat ja niihin verrattavat kulut. Välittömästi palkan perusteella määräytyvät kulut, kuten sosiaaliturvamaksut, pakolliset ja vapaaehtoiset henkilövakuutusmaksut sekä eläkekulut.	Muut vapaaehtoiset henkilöstökulut kuuluvat liiketoiminnan muihin kuluihin.

Laskennallinen palkkorjaus	<p>Palkat.</p> <p>Yksityisen elinkeinonharjoittajan palkka ei kuitenkaan koskaan sisälly tuloslaskelmaan ja henkilöyhtiöissä omistajan palkka on vain poikkeustapauksissa kuluna.</p>	<p>Suosittelaa, että tilinpäätösanalyysin palkkorjaus tehdään, jos omistajien työpanos yrityksessä on ilmeinen eikä työpanosta vastaava palkka ole tuloslaskelmassa kuluna.</p> <p>Palkkorjauksen määrä suositellaan porrastettavaksi yrityksen liikevaihdon mukaan seuraavasti:</p> <table data-bbox="1054 562 1528 651"> <thead> <tr> <th>Liikevaihto 12 kk</th> <th>Palkkorjaus/henkilö</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>70 000–400 000 €</td> <td>20 000 €</td> </tr> <tr> <td>>400 000 €</td> <td>30 000 €</td> </tr> </tbody> </table>	Liikevaihto 12 kk	Palkkorjaus/henkilö	70 000–400 000 €	20 000 €	>400 000 €	30 000 €
Liikevaihto 12 kk	Palkkorjaus/henkilö							
70 000–400 000 €	20 000 €							
>400 000 €	30 000 €							
Liiketoiminnan muut kulut	<p>Yrityksen varsinaiseen toimintaan kuuluvat erät, joita ei tuloslaskelmassa ole erikseen mainittu.</p>	<p>Liiketoimintaan kuulumattomat, tuloksen kannalta olennaiset, kertaluontoiset erät, jotka vaikeuttavat vertailua, siirretään satunnaisiin kuluihin.</p>						
Valmisteveraston muutos	<p>Valmiiden ja keskeneräisten tuotteiden varasto.</p>	<p>Valmistustoimintaa harjoittavan yrityksen valmisteverastojen muutos saadaan lisäämällä valmiiden ja keskeneräisten tuotteiden varastojen muutokseen valmistus omaan käyttöön.</p>						
Suunnitelman mukaiset poistot	<p>Suunnitelman mukaiset poistot.</p>	<p>Toimintokohtaisessa tuloslaskelmassa poistot erotetaan omaksi kulueräksi.</p> <p>Jos tehdyt poistot eivät ole suhteessa pysyvien vastaavien määrään ja laatuun tai poistoajat ylittävät selvästi annetut suositukset, käytetään suunnitelman mukaisina poistoina EVL:n maksimipoistoja.</p>						
Arvonalentumiset	<p>Vaihtuvien vastaavien poikkeukselliset arvonalentumiset.</p>	<p>Erään sisällytetään merkittävät, poikkeuksellista syistä johtuvat vaihto-omaisuuden arvonalentumiset.</p> <p>Varsinaiseen toimintaan liittyvät arvonalentumiset sisällytetään varaston muutokseen ja tavanomaisista asiakasriskeistä johtuvat luottotappiot liiketoiminnan muihin kuluihin.</p>						
Tuot osuuksista ja muista sijoituksista	<p>Tuotot osuuksista saman konsernin yrityksissä ja omistusyhteisyhteisöissä sekä tuotot muista pysyvien vastaavien sijoituksista.</p>	<p>Mahdolliset kurssivoitot siirretään kurssieroihin.</p>						

Muut korko- ja rahoitustuotot	<p>Tuotot vaihtuvien vastaavien saamisista ja rahoitusarvopapereista sekä näistä johtuvat kurssierot.</p> <p>Mahdollisesti myös rahoitusinstrumenttien arvostuksesta syntyneet käyvän arvon muutokset.</p>	<p>Kurssivoitot siirretään kurssieroihin.</p> <p>Rahoitustuottoihin sisältyvät käyvän arvon muutokset siirretään kokonaistuloksen alapuolelle.</p>
Korkokulut ja muut rahoituskulut	<p>Raha-, luotto- ja vakuutuslaitoksille tai muille luotonantajille maksetut, ajan kulumisen perusteella lasketut vieraan pääoman kulut.</p> <p>Mahdollisesti myös kurssitappiot ja rahoitusinstrumenttien käyvän arvon alenemiset.</p>	<p>Kurssitappiot siirretään kurssieroihin.</p> <p>Rahoituskuluihin sisältyvät käyvän arvon muutokset siirretään kokonaistuloksen alapuolelle tuloksenjärjestelyeriin.</p>
Kurssierot	<p>Virallisessa tuloslaskelmassa ei ole kurssieroja erillisenä eränä.</p>	<p>Kurssieroja voi olla kirjattuna eriin tuotot muista pysyvien vastaavien sijoituksista, muut korko- ja rahoitustuotot sekä korkokulut ja muut rahoituskulut.</p> <p>Kaikki näihin sisältyvät kurssierot siirretään kurssierot -kohtaan.</p>
Muita arvonalentumisia	<p>Sijoitusten ja rahoitusarvopapereiden arvonalentumiset.</p>	<p>Erään kuuluvat pysyvien ja vaihtuvien vastaavien sijoitusten ja lainasaamisten arvonalennukset.</p>
Välittömät verot	<p>Tuloverot.</p> <p>Muut välittömät verot.</p>	<p>Aikaisempien tilikausien veronpalautukset ja maksetut lisäverot ovat satunnaisia tuottoja tai kuluja.</p> <p>Satunnaisista tuotoista ja kuluista aiheutuneet verot siirretään satunnaisiin kuluihin ja tuottoihin.</p> <p>Laskennallisten verosaamisten ja -velkojen muutos siirretään muihin tuloksen oikaisuihin.</p>
Satunnaiset tuotot ja kulut	<p>Muuten kuin varsinaisesta liiketoiminnasta johtuvat tuotot ja kulut, jotka ovat luonteeltaan kertaluonteisia ja olennaisia.</p> <p>Kokonaisesta toimialasta luopumisen yhteydessä syntynyt myyntivoitto tai -tappio.</p>	<p>Liiketoiminnan kuluihin siirretään kulut, jotka eivät täytä satunnaisten kulujen tunnusmerkkejä.</p> <p>Tunnusmerkkejä ovat kertaluonteisuus, olennaisuus tuloksen kannalta sekä poikkeavuus tavanomaisesta toiminnasta.</p>

TASEEN OIKAISUT

Oikaistava erä	Erään sisältyviä asioita	Oikaisu
Aineettomat hyödykkeet	<p>Aineettomaan omaisuuteen kuuluvien, vastikkeellisesti hankittujen oikeuksien ja varojen hankintamenojen aktivoinnit.</p> <p>Kehittämismenot.</p> <p>Liikearvo.</p> <p>Muut aineettomat hyödykkeet (aineettomat oikeudet, muut pitkävaikutteiset menot sekä aineettomiin hyödykkeisiin kohdistuvat ennakkomaksut).</p>	<p>Jos aineettomien hyödykkeiden aktivoinnit todetaan aiheettomiksi, poistetaan ne taseen varoista ja vastaavalla määrällä pienennetään myös taseen omaa pääomaa.</p> <p>Tuottamattomiksi osoittautuneet kehittämismenot sekä arvottomaksi osoittautunut liikearvo poistetaan taseen vastaavista sekä omasta pääomasta.</p> <p>Jos aineettomat oikeudet on hankittu vastikkeellisesti, on ne aktivoitava ja poistettava vaikutusaikanaan. On huomioitava, että muihin pitkävaikutteisiin menoihin voi kuulua myös sellaisia menoja, jotka eivät täytä aktivointiedellytyksiä.</p>
Aineelliset hyödykkeet	<p>Maa- ja vesialueet.</p> <p>Rakennukset ja rakennelmat.</p> <p>Koneet ja kalusto.</p> <p>Muut aineelliset hyödykkeet.</p>	<p>Aiheettomaksi osoittautuneet maa-alueiden arvonkorotukset on peruutettava ja poistettava omasta pääomasta.</p> <p>Rakennuksiin sekä koneisiin ja kalustoon saadut investointiavustukset käsitellään hankintamenojen vähennyksinä. Jälleenhankintavarauksen kirjataan vapaaehtoisten varauksen muutoksen kautta.</p> <p>Maa-aineiden poisto lasketaan hyödykkeen käytön mukaan. Ryhmään sisällytetään myös keskeneräiset hankinnat, joista ei tehdä poistoja.</p>
Sijoitukset ja pitkäaikaiset saamiset	<p>Sisäiset osakkeet ja osuudet.</p> <p>Muut osakkeet ja osuudet.</p> <p>Sisäiset saamiset.</p> <p>Muut saamiset ja sijoitukset.</p> <p>(Leasingomaisuus).</p>	<p>Vaihtuvien vastaavien pitkäaikaiset saamiset siirretään pysyvien vastaavien sijoituksiin ja pitkäaikaisiin saamisiin.</p> <p>Jos oma pääoma on menetetty ja osakkeet ovat arvottomia, poistetaan osakkeiden tasearvo omasta pääomasta ja osakkeista.</p> <p>Sisäiset lainasaamiset, joiden takaisinmaksu on epävarmaa tai epätodennäköistä, vähennetään saamisista ja omasta pääomasta.</p> <p>Jäljellä olevat leasingmaksut lisätään taseen vastaavaa puolelle leasingomaisuutena ja vastattavaa puolelle leasingvastuina.</p>

Vaihto-omaisuus	Aineet ja tarvikkeet. Keskeneräiset tuotteet. Muu vaihto-omaisuus.	Vaihto-omaisuuden hankintamenoksi luetaan hyödykkeen hankinnasta ja valmistuksesta aiheutuneet muuttuvat menot. Hankintameno voidaan lukea myös kiinteitä menoja, jos niiden määrä on olennainen. Jos tukku- tai vähittäiskauppaa harjoittava yritys on kirjannut vaihto-omaisuutensa valmiisiin tuotteisiin, siirretään se aineisiin ja tarvikkeisiin. Muuhan vaihto-omaisuuteen kuuluvat virallisesta taseesta erät muu vaihto-omaisuus sekä ennakkomaksut.
Lyhytaikaiset saamiset	Myyntisaamiset. Sisäiset myyntisaamiset. Muut sisäiset saamiset. Muut saamiset.	Myyntisaamisiin saattaa sisältyä factoringluotolla katettuja saamisista. Jos saamisten luottoriski ei ole siirtynyt rahoittajalle, lisätään käytetty factoringluotto myyntisaamisiin ja taseen velkoihin. Sisäisiin myyntisaamisiin sisältyvät myyntisaamisten osuudet saamisista saman konsernin yrityksiltä sekä omistusyhteisyrityksiltä. Lopuosat näistä eristä ovat kohdassa sisäiset saamiset. Muihin saamisiin sisältyvät lyhytaikaiset lainasaamiset, muut saamiset sekä siirtosaamiset. Siirtosaamisiin sisältyvät osatuloutussaamiset käsitellään käyttöpääoman eränä laskettaessa tunnuslukuja ja tarkasteltaessa maksuvalmiutta
Rahat ja rahoitusarvopaperit	Rahoitusarvopaperit. Rahat ja pankkisaamiset.	Rahat ja pankkisaamiset sekä rahoitusarvopaperit yhdistetään yhdeksi ryhmäksi rahat ja rahoitusarvopaperit.
Oma pääoma	Sidottu oma pääoma. Osakepääoma. Arvonkorotusrahasto. Käyvän arvon rahasto. Ylikurssirahasto ja vararahasto. Vapaa oma pääoma. Muut rahastot. Tilikauden voitto. Edellisten tilikausien voitot.	Osakepääoma taikka yritykseen sijoitettu perustai osuuspääoma kirjataan erään osake-, osuustai muu vastaava pääoma. Muihin rahastoihin kuuluvat yhtiöjärjestyksen/sääntöjen mukaiset rahastot ja muut rahastot sekä sijoitetun vapaan pääoman rahasto (SVOP). Tilinpäätösanalyysissä tehtävien tulosten oikaisut on huomioitava taseessa oman pääoman oikaisuina tilikausien voitoissa. Poistoero ja vapaaehtoiset varaukset merkitään tilinpäätössiirtojen kertymään. Näistä varauksista siirretään yhtiöverokannan mukainen osuus laskennalliseen verovelkaan.

Vieras pääoma	<p>Pitkäaikainen vieras pääoma.</p> <p>Lyhyt aikainen vieras pääoma.</p> <p>(Leasingvastuukanta).</p>	<p>Välirahoitusinstrumentit, jotka voidaan katsoa olevan oman pääoman ehtoisia, siirretään omiin varoihin.</p> <p>Pääomalainaa oikaistaan omaan pääomaan sen verran, että kertyneet tappiot saadaan katettua ja sidottu oma pääoma säilytettyä omassa pääomassa. Loput pääomalainasta jätetään vieraaseen omaan pääomaan.</p> <p>Saatuja varsinaiseen toimintaan liittyviä suoritemyynnin ennakoita, jotka kohdistuvat keskeneräisiin töihin, ei lasketa tunnuslukulaskennassa veloiksi.</p> <p>Poistoerosta ja vapaaehtoisista varauksista siirretään yhtiöverokannan mukainen osuus laskennalliseen verovelkaan, mutta verovelan muutosta ei oikaista tuloslaskelmaan.</p> <p>Ostovelkoihin mahdollisesti sisältyvät osamaksuvelat siirretään lyhytaikaiseen korolliseen vieraaseen omaan pääomaan.</p> <p>Jäljellä olevat leasingmaksut lisätään taseen vastaavaa puolelle leasingomaisuutena ja vastattavaa puolelle leasingvastuina.</p> <p>Oikaistussa taseessa velkaeriä myös ryhmitellään eritavalla kuin virallisessa taseessa.</p>
Taseen ulkopuoliset vastuut	<p>Velvoitteet ja takausvastuut sekä normaalista liiketoiminnasta poikkeavat olennaiset riskit, jotka eivät näy taseessa velkoina.</p>	<p>Taseen ulkopuolisten vastuiden vaikutusta yrityksen taloudelliseen asemaan on harkittava tapauskohtaisesti. Näin ollen myös niiden huomioon ottaminen analyyseissä on tapauskohtaista.</p>

(Yritystutkimus ry 2011, 31–49.)

Emoyhtiön tuloslaskelma, FAS

Euroa		Liite 1.1.2014–31.12.2014	30.6.–31.12.2013
Liiketoiminnan muut tuotot	1	25 054 501,63	10 211 643,11
Henkilöstökulut	2	-8 902 409,32	-4 931 260,76
Poistot ja arvonalentumiset	3	-1 605 767,48	-780 741,14
Liiketoiminnan muut kulut	4	-21 312 224,79	-8 915 589,42
LIIKETAPPIO		-6 765 899,96	-4 415 948,21
Rahoitustuotot ja -kulut	5	13 236 974,07	-854 789,22
VOITTO ENNEN SATUNNAISIA ERIÄ		6 471 074,11	-5 270 737,43
Satunnaiset erät	6	16 350 000,00	10 300 000,00
VOITTO ENNEN TILINPÄÄTÖSERIÄ JA VEROJA		22 821 074,11	5 029 262,57
Tilinpäätössiirrot	7	-536 853,65	-8 250,76
Tuloverot	8	-980 401,49	-1 233 358,00
TILIKAUDEN VOITTO		21 303 818,97	3 787 653,81

Emoyhtiön tase, FAS

Euroa	Liite	31.12.2014	31.12.2013
VASTAAVAA			
PYSYVÄT VASTAAVAT			
Aineettomat hyödykkeet	9	4 580 909,95	4 550 804,14
Aineelliset hyödykkeet	9	5 206 603,75	3 701 951,79
Sijoitukset	10	391 582 569,52	341 743 630,29
PYSYVÄT VASTAAVAT YHTEENSÄ		401 370 083,22	349 996 386,22
VAIHTUVAT VASTAAVAT			
Pitkäaikaiset saamiset	11	60 001 100,00	80 003 260,00
Lyhytaikaiset saamiset	12	43 723 686,64	55 810 813,07
Rahat ja pankkisaamiset		82 371 475,40	117 096 146,03
VAIHTUVAT VASTAAVAT YHTEENSÄ		186 096 262,04	252 910 219,10
VASTAAVAA YHTEENSÄ		587 466 345,26	602 906 605,32
VASTATTAVAA			
OMA PÄÄOMA	13		
Osakepääoma		1 000 000,00	1 000 000,00
Edellisten tilikausien voitto		130 316 296,43	154 158 542,72
Tilikauden voitto		21 303 818,97	3 787 653,81
Käyvän arvon rahasto		-4 079,27	
Omat osakkeet		-3 203 487,39	-13 458,95
OMA PÄÄOMA YHTEENSÄ		149 412 548,74	158 932 737,58
TILINPÄÄTÖSSIIRTOJEN KERTYMÄ	14	545 104,41	8 250,76
VIERAS PÄÄOMA			
Pitkäaikainen vieras pääoma	16	94 424 284,27	146 660 159,45
Lyhytaikainen vieras pääoma	17	343 084 407,84	297 305 457,53
VIERAS PÄÄOMA YHTEENSÄ		437 508 692,11	443 965 616,98
VASTATTAVAA YHTEENSÄ		587 466 345,26	602 906 605,32

(Caverion Oyj 2015, 51–52.)

ARVONMÄÄRITYSTYÖKALUN OHJEET

Vaihe 1. Yrityksen varallisuus

?

Vaiheessa 1 määritellään yrityksen **substanssiarvo**.

Substanssiarvolla tarkoitetaan yrityksen omaa, velattoman varallisuuden määrää. Se saadaan vähentämällä taseen loppusummasta velkojen yhteismäärä.

Täyttöohje:

- Sekä taseen loppusumma että velkojen yhteismäärä löytyvät yrityksen viimeisimmän tilinpäätöksen taseesta. Syötettävät arvot perustuvat siis tilinpäätöshetken tilanteeseen.

Vaihe 2. Liiketoiminnan tulos

?

Vaiheessa 2 määritellään yrityksen **tuottoarvo** sekä muodostetaan väliarvio yrityksen arvosta.

Tuottoarvo perustuu siihen, kuinka paljon yritys tulee lähivuosina tuottamaan. Tässä mallissa tuottoarvo määritellään aiempien tulosten perusteella ennustetun trendin mukaisen seuraavan tuloksen sekä tuotto-vaatimusprosentin ja arvioitun laina-ajan perusteella.

Väliarviossa verrataan yrityksen substanssiarvoa ja tuottoarvoa toisiinsa: Jos substanssiarvo on suurempi, valitaan se jatkavaksi arvoksi. Jos tuottoarvo on suurempi, saadaan väliarvio laskemalla substanssiarvon ja tuottoarvon keskiarvo. Keskiarvon käyttämisen avulla pyritään tasoittamaan laskennan ääriarvoja.

Täyttöohje:

- Kolmen edellisvuoden tulokset löytyvät yrityksen kahden viimeisimmän tilinpäätösten tuloslaskelmista.
- Yrityksen tuottovaatimusprosentti sekä pankilta saatava laina-aika on arvioitava. Tuottovaatimuksella kuvataan sijoitukselta edellytettävän tuoton määrää. Esimerkiksi verottaja käyttää laskelmissaan tuottovaatimuksena 15 %, mikä vastaa vajaata 7 vuoden laina-aikaa.

Vaihe 3. Tuloksen riittävyys

?

Vaiheessa 3 arvioidaan yrityksen **tuloksen riittävyttä** netto- ja rahoitustulosten sekä rahoitusreservin avulla.

Nettotulos kuvaa yrityksen varsinaisen liiketoiminnan ja säännöllisen muun toiminnan tulosta. Nettotulos saadaan poistamalla yrityksen tuloksesta satunnaisten erien vaikutus.

Rahoitustulos osoittaa, kuinka paljon yritykselle jää varoja käytettäväksi muihin tarvittaviin menoihin. Rahoitustulos saadaan poistamalla nettotuloksesta poistojen vaikutus.

Rahoitusreservi kuvaa rahoitustuloksen riittävyttä. Reservi saadaan vähentämällä rahoitustuloksesta pitkäaikaisten lainojen lyhennys, korvausinvestoinnit sekä voitonjakovaatimus.

Täyttöohje:

- Satunnaiset tuotot ja kulut sekä poistot löytyvät yrityksen viimeisimmän tilinpäätöksen tuloslaskelmasta.
- Pitkäaikaisten lainojen lyhennyksellä tarkoitetaan seuraavan vuoden aikana tehtävien lyhennysten määrää.
- Korvausinvestointeihin varattavalla summalla tulisi kattaa käyttömäärän kulumisesta johtuvat kustannukset seuraavana vuonna. Tässä käyttömäärällä tarkoitetaan lähinnä liiketoimintaan tarvittavia koneita ja kalustoa.
- Voitonjakovaatimuksella tarkoitetaan omalle pääomalle haluttua seuraavan vuoden tuottoa. Jos yrittäjä on sijoittanut yritykseen esimerkiksi 10 000 e ja haluaisi sijoitukselleen 10 % tuoton, on voitonjakovaatimus 1 000 e.

Vaihe 4. Lisäarvotekijät

?

Vaiheessa 4 arvioidaan yrityksen **lisäarvotekijöitä**, joiden avulla oikaistaan aiemmin saatua väliarviota.

Lisäarvotekijöille annetuista arvosanoista lasketaan painotettu neliköiden keskiarvo, joka muutetaan kertoimeksi.

Oikaistu arvo saadaan kertomalla väliarvio lisäarvotekijöiden kertoimella.

Täyttöohje:

- Toimialaa arvioitaessa otetaan huomioon yrityksen koko toimialan kehitysvaihe ja -suunta. Muiden tekijöiden arvioinnissa mietitään vain yritystä. Asiakaskannan arvioinnin perusteena käytetään sen laajuutta ja pysyvyyttä. Innovaatio- ja uudistusvalmiuden kohdalla on arvioitava realistisesti yrityksen valmiuksia. Kasvutekijöitä arvioitaessa on mietittävä yrityksen kasvukykyä; onko sillä joitakin potentiaalisia tekijöitä, joiden avulla voitaisiin kasvattaa liiketoimintaa.
- Arviointiasteikko:
(tyhjä) Ei korottavaa vaikutusta
1 Pieni positiivinen vaikutus
2 Melko pieni positiivinen vaikutus
3 Kohtalainen positiivinen vaikutus
4 Melko suuri positiivinen vaikutus
5 Suuri positiivinen vaikutus.
- Huom! Asiakaskannan vaikutus on kaksinkertainen verrattuna muihin lisäarvotekijöihin.