

Jenni Virtala

# Yrityksen arvonmääritys ja arvon rakentuminen

Opinnäytetyö

Kevät 2013

Liiketalouden, yrittäjyyden ja ravitsemisalan yksikkö

Liiketalouden koulutusohjelma



SEINÄJOEN AMMATTIKORKEAKOULU

## Opinnäytetyön tiivistelmä

Koulutusyksikkö: Seinäjoen ammattikorkeakoulu

Koulutusohjelma: Liiketalouden koulutusohjelma

Suuntautumisvaihtoehto: Laskentatoimi

Tekijä: Jenni Virtala

Työn nimi: Yrityksen arvonmääritys ja arvon rakentuminen

Ohjaaja: Aapo Länsiluoto

Vuosi: 2013

Sivumäärä: 55

Liitteiden lukumäärä: 3

---

Opinnäytetyössä tutkittiin yrityksen arvonmääritystä. Tutkimuksen tarkoituksena on perusasioiden lisäksi avata yrityksen arvonmääritystä laajemmin esimerkiksi erilaisia määrityksiä vertailemalla.

Aluksi teoriassa käydään läpi arvonmäärityksen peruspiirteitä kuten sen käyttötarkoituksia. Tämän jälkeen työssä esitellään arvonmääritykseen kuuluvaa prosessia sekä arvonmääritykseen kuuluvia yleisimpiä lukuja ja malleja kuten vapaan kassavirran malli ja osinkomalli. Eri menetelmiin tutustumalla huomattiin, että niissä vaikuttavat erilaiset tekijät antavat arvoille erisuuriset vastaukset. Teorian lopussa keskitytään suppeammin arvonmäärityksen ominaisuuksiin ja muodostetaan ennustus yrityksen arvon jakaantumisesta eri osapuolien kesken empiriassa.

Empiriaosassa tutkimuksessa pyrittiin avaamaan arvonmääritykseen liittyvä ongelma. Tämä ongelma on, että samalle yritykselle muodostuu useita erisuuruisia arvoja. Kohdeorganisaationa käytettiin maanrakennusalan yritystä. Opinnäytetyössä saatiin haastatteluilla kolme arvoa esimerkkinä toimineelle yritykselle ja tämän lisäksi laskettiin saman yrityksen substanssiarvo sekä vapaan kassavirran mukainen arvo. Substanssiarvoksi saatiin noin 202 000 euroa ja vapaan kassavirran mallin mukaiseksi arvoksi noin 347 000 euroa. Näitä arvoja ja arvonmääritykseen sisältyvää prosessia pohdittiin ja niiden pohjalta tehtiin päätelmiä.

Tutkimuksessa selvisi, että eri arvojen välinen kuilu johtui näkökulmasta. Työssä esitetään tälle ongelmalle ratkaisuksi arvonmääritykseen liittyvän tiedon lisäämistä osapuolille. Toisena keskeisenä tuloksena oli prosessin tarpeellisuus. Arvonmääritys vaatii ennustamista, ja tätä varten kaikkia prosessiin kuuluvia vaiheita on mietittävä tarkoin. Varsinkin strategisen analyysin tärkeys nousee esille ennustuksia tehtäessä. Tutkimuksessa todettiin, että arvonmääritykseen liittyvät edut saatiin parhaiten käyttöön, kun arvonmääritys toteutettiin pitkäaikaisena prosessina.

Avainsanat: arvo, arvonmääritys

SEINÄJOKI UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES

## **Thesis abstract**

Faculty: University of Applied sciences

Degree programme: Business

Specialisation: Accounting

Author: Jenni Virtala

Title of thesis: Determination of the value of a company and value formation

Supervisor: Aapo Länsiluoto

Year: 2013

Number of pages: 55

Number of appendices: 3

---

This thesis examines the determination of the value of a company. The main point was open the determination of value for readers, not only through basic things but also more extensively.

At first, the theory section includes a part where basic features are shown, for example where to use business valuation. After that, the process of valuation is presented and the most common figures and models are shown, such as the free cash flow model and the dividend model. When these different models were introduced, it became obvious that different factors in these models gave different answers regarding the value. At the end of the theory section, a prediction was made as to how values should be divided between the different parties.

In the empirical part, a particular problem in valuation is described and studied. This problem is that the same company can get very different values. The target organization used in this thesis operates in the construction industry. In this thesis, three interviewees gave values that were thought to be appropriate for the case company. Also the net asset value and the free cash flow model were calculated. The net asset value was approximately 202 000 EUR, and the answer according to the free cash flow model was 347 000 EUR. These answers and the process were discussed and conclusions were made.

The study revealed that the gap between different values was due to the perspective chosen. To solve this, it is suggested that the parties should increase their knowledge about the determination of value. Another result in the thesis is the importance of time and the process. The determination of value requires forecasting and that is the reason why all the steps of the process should be carefully thought of. The most effective way to use the determination of value is to implement it as a long-term process.

Keywords: value, determination of value

## SISÄLTÖ

Opinnäytetyön tiivistelmä.....	2
Thesis abstract.....	3
SISÄLTÖ.....	4
Kuvio- ja taulukkoluetelo.....	6
<b>1 JOHDANTO .....</b>	<b>7</b>
1.1 Työn tavoite .....	7
1.2 Työn kulku.....	7
<b>2 ARVONMÄÄRITYKSEN PERUSTEET .....</b>	<b>9</b>
2.1 Arvonmäärityksen käyttö.....	10
2.1.1 Pörssi ja pääomasijoitukset.....	10
2.1.2 Yrityskauppa .....	11
2.1.3 Sukupolvenvaihdos.....	12
2.2 Arvonmäärityksen prosessi .....	13
2.2.1 Strateginen analyysi.....	14
2.2.2 Tilinpäätösanalyysi.....	14
2.2.3 Tulevan kehityksen ennakointi .....	16
2.3 Menetelmät .....	16
2.3.1 Suhteellinen arvonmääritys.....	18
2.3.2 Osinkomalli .....	19
2.3.3 Vapaan kassavirran malli.....	20
2.3.4 Lisäarvomalli .....	24
2.4 Pääoman tuottovaatimus .....	26
2.5 Arvonmäärityksen ominaisuuksista .....	30
2.6 Yhteenveto.....	31
<b>3 ARVONMÄÄRITYS KOHDEORGANISAATIOSSA .....</b>	<b>32</b>
3.1 Tutkimuksen tiedot.....	32
3.2 Menetelmän valinta.....	34
3.3 Analyysi.....	35
3.3.1 Merkitysyksiköt.....	35
3.3.2 Ilmausten vertailu.....	36

3.3.3	Kategoriat.....	37
3.3.4	Tutkimuksen luotettavuus .....	38
3.4	Substanssiarvo Yritys X .....	39
3.5	Vapaan kassavirran mallin mukainen arvo Yritys X .....	41
3.5.1	Vuosi 2012 .....	41
3.5.2	Tulevat vuodet .....	43
3.5.3	Oman pääoman tuottovaatimus Yritys X.....	45
3.5.4	Diskonttaus ja Yritys X:n arvo .....	46
3.6	Yhteenveto kohdeorganisaation arvonmäärittämisestä.....	47
4	JOHTOPÄÄTÖKSET .....	49
4.1	Näkökulma .....	49
4.2	Prosessi .....	50
4.3	Tutkimuksen pohdinta .....	51
	LÄHTEET .....	54
	LIITTEET .....	56

## Kuvio- ja taulukkoluetelo

Kuvio 1 Prosessin päävaiheet.....	13
Kuvio 2 Vapaan kassavirran keskeiset erät .....	22
Kuvio 3 Diskonttaamisen vaikutus eli aika-arvon huomioiminen.....	28
Kuvio 4 Vapaan kassavirran erät Yritys X.....	42
Kuvio 5 Käyttöpääoman muutos Yritys X.....	43
Kuvio 6 Ennustetut kassavirrat Yritys X .....	44
Taulukko 1 Yleisimmät arvostuskertoimet.....	18
Taulukko 2 Lähtötiedot lisävoiton laskemiseen .....	25
Taulukko 3 Tutkimuksen haastatteluiden vastaajat.....	33
Taulukko 4 Yhteenveto vastauksista.....	36
Taulukko 5 Yritys X:n omaisuuserät.....	40
Taulukko 6 Yritys X:n velat .....	41
Taulukko 7 Yhteenveto saaduista arvoista .....	48

# 1 JOHDANTO

Arvonmäärittystä tarvitsevat monet eri tasoilla työskentelevät henkilöt. Myös tilanteita, joissa arvonmäärittystä voi hyödyntää, on paljon. Yrityksen sisältä katsottuna arvonmäärittäminen toimii johdon päätöksenteon apuvälineenä (Niemelä ym. 2011, 77). Yrityksen ulkopuolisista tahoista arvonmäärittystä tarvitsevista voidaan mainita ainakin verottaja, tilintarkastaja, sijoittaja ja rahoittaja (Kallunki & Niemelä 2007, 7). Arvonmäärittäminen tunnetaan parhaiten tilanteista, joissa se on tukena yrityskaupassa tai sukupolvenvaihdoksessa.

## 1.1 Työn tavoite

Tutkimuksen tavoitteena on avata lukijalle arvonmäärittäminen perusteita sekä antaa hiukan laajemmallekin ulottuvaa tietoa. Arvonmäärittäminen kuuluu paljon ominaisuuksia, jotka tulevat perusteiden hallitsemisen jälkeen esille. Tutkimuksen päätavoitteena on määrittää kohdeorganisaation arvo. Tähän päätavoitteeseen pääsemiseksi tutkimuksella on kolme osatavoitetta. Ensimmäinen näistä on arvonmäärittäminen läpikäyminen eli perusteiden tutkiminen. Toisena on arvonmäärittäminen käytön selvittäminen ja kolmantena erilaisten vaihtoehtojen mallien esittely.

Arvonmäärittämisestä saatava hyöty pyritään tuomaan esille. Tieto oman yrityksen arvosta ja siihen liittyvien tekijöiden pohtiminen saattaa auttaa yrittäjää tekemään tehokkaampia päätöksiä ja johtamaan yritystä parempaan suuntaan. Yrityksen arvon voi kuitenkin määrittää monella tavalla. Tutkimuksessa otetaan kantaa erilaisiin vaihtoehtoihin esimerkkinä toimineen yrityksen saamien arvojen mukaan.

## 1.2 Työn kulku

Yrityksen arvonmäärittämisestä puhutaan paljon talousalalla muun muassa alan lehdissä ja kirjallisuudessa. Sitä sivutaan monissa laskelmissa esimerkiksi investointipäätöksiä tehdessä, mutta mitä se oikeastaan on ja mitä siihen liittyy. Tutki-

muksen toisessa luvussa pureudutaan arvonmäärityksen perusteisiin ja siihen, miten arvonmääritys prosessina toteutetaan.

Tutkimuksen kolmannessa luvussa käydään lyhyesti läpi arvonmääritykseen kuuluvia ominaisuuksia. Tarkoituksena on luoda pohja ennustukselle, jota empiriosassa tarkastellaan. Ensin käydään siis läpi erilaisia mahdollisuuksia muodostaa arvo, jonka jälkeen esitetään hypoteesi siitä, miten yrityksen arvon ennustetaan jakautuvan eri osapuolien kesken esimerkiksi omistaja ja verottaja.

Neljännessä luvussa katsotaan, pitääkö tällainen ennustaminen arvojen jakautumisesta paikkansa. Saman yrityksen arvoa tiedustellaan kolmessa eri haastattelussa. Myös arvonmäärityksen prosessia käydään läpi. Tutkimuksessa edelleen saman esimerkkinä toimineen yrityksen arvo lasketaan substanssiarvon mallilla sekä vapaan kassavirran mallilla. Tämän lisäksi tässä luvussa päästään vertailemaan eri osapuolien vastauksia ja luomaan näistä päätelmiä.

Viimeisessä luvussa kootaan tutkimus yhteen. Siinä käydään läpi aikaisempien lukujen tietoja, tutkimuksen onnistumista sekä suppeammin tulevia mahdollisia tutkimuksia.



## 2 ARVONMÄÄRITYKSEN PERUSTEET

Kun käsitellään termiä arvo, on erittäin tärkeää ymmärtää, että se ei ole yksiselitteinen tai muuttumaton (Rantanen 2012, 103). Arvo on riippuvainen katselijan silmistä. Siihen vaikuttavat paitsi ulkoiset tekijät kuten ympäristö tai yrityksen koko myös sisäiset tekijät kuten mitä henkilö itse pitää tärkeänä tai paljonko asialla on tunnearvoa. Kirjassaan Arvonmääritys yrityskaupassa Rantanen (2012, 105) antaa arvolle seuraavanlaisen matemaattisen kaavan:

$$\text{Arvo} = \text{Tulos} \times \text{Aika} \times \text{Varmuus} + \text{Ylimääräinen omaisuus}$$

Tulos on luonnollisesti yrityksen tekemä voitto ennen veroja. Aika kuvaa sitä vuosien määrää, joiden kuluessa sijoitetut rahavarat on saatu takaisin. Varmuus sisältää riskin tai tässä todennäköisyyden tulevien ennustusten toteutumiseen, joita pitää tehdä kaavassa rahavarojen takaisinmaksuajassa. Ylimääräisellä omaisuudella Rantanen (2012, 106) tarkoittaa missä tahansa muodossa olevaa omaisuutta, jolla on taloudellista arvoa, mutta joita ei tarvita tuloksen tekemiseen. Kaavalla saadaan yrityksen omaisuuden velaton arvo. Kaikelle ei kuitenkaan ole olemassa mittayksikköä (Rantanen 2012, 71–72). Kaavassa ei huomioida esimerkiksi tunnearvoa tai henkilöstön kokemusta.

Erään opaskirjan mukaan menetelmiä arvonmäärittämiseen on yli 600 (Kangas 2012, 31). Yhtä oikeaa menetelmää laskea arvo ei siis ole olemassa. Näin myös yrityksen arvoa määritettäessä saadaan erilaisilla malleilla erisuuruisia vastauksia, koska eri muuttujien arviointi on hankalaa. (Kallunki & Niemelä 2007, 124). Arvonmäärityksessä ei ole ketään, joka osaisi tarkkaan kertoa kaikki tarvittavat tekijät ja mittayksiköt. Oleellista onkin löytää kaikkein merkitsevimmät tekijät ja osata arvioida niiden hallittavuus ja riski (Rantanen 2012, 73). Yrityksen tarkkaa arvoa ei voi kuitenkaan esimerkiksi etukäteen ennen ostoa varmuudella tietää. Arvonmääritykseen vaikuttaa siis myös alussa mainittu näkökanta (mts. 77). Esimerkiksi kauppatilanteessa arvo voisi pohjautua myyjän näkökulmaan, jolloin tunnearvokin olisi mukana. Tällöin on kuitenkin epätodennäköistä saada kauppa solmittua. Arvoa analysoitaessa on siis syytä miettiä ensin, kenen näkökulmasta arvo on määritetty (mts. 59).

## 2.1 Arvonmäärityksen käyttö

Yrityksen sidosryhmät asettavat yritykselle ja sen johdolle tavoitteita (Niemi ym. 2011, 75–77). Jaakko Niemi kirjoittaa näistä tavoitteista johdolle keskeisimmän olevan omistaja-arvon positiivisen kehityksen. Tähän tavoitteeseen päästäkseen yritysjohdon on tärkeää ymmärtää arvonmääritykseen kuuluvat seikat. Ymmärtäminen on keskeistä, koska arvon määrittäminen yritykselle luotettavasti on perustana useille erilaisille päätöksille, joita yritys ja sen omistaja tekevät tavoitteisiin päästäkseen (Niemi ym. 2011, 71).

Tilanteita, joissa yritysjohto tarvitsee arvonmääritystä, ovat esimerkiksi suuret strategiset päätökset, investointipäätökset ja tilinpäätökseen liittyvä raportointi (Niemi ym. 2011, 77). Johdon päätökset vaikuttavat yrityksen arvoon esimerkiksi kasvavien näkökulmasta. Tästä esimerkkinä Niemi mainitsee päätökset, joilla kasvatetaan yrityksen vapaata kassavirtaa ja sitä kautta arvoa.

Kirjassaan Uusi yrityksen arvonmääritys Kallunki ja Niemi (2007, 25) kertovat johtamisen näkökulmasta olevan tärkeää havaita, että yrityksen arvo on sen tulosyksiköiden, liiketoiminta-alueiden ja tuoteryhmien arvojen summa. Näin ollen, kun johdolla on tiedossaan esimerkiksi mistä asiakkaista, liiketoiminta-alueista ja tuoteryhmistä yrityksen kannattavuus ja arvo syntyvät, se pystyy maksimoimaan tulosyksiköiden ja sitä kautta koko yrityksen arvon.

Yritysjohdon lisäksi yritysten arvoihin joutuvat ottamaan kantaa muun muassa verottajat, tilintarkastajat, vieraan pääoman rahoittajat ja sijoituspäätöksiä tekevät ammattimaiset ja yksityiset oman pääoman sijoittajat (Kallunki & Niemi 2007, 7). Arvonmääritystä käytetään myös yrityskaupoissa ja sukupolvenvaihdoksissa, joihin palataan tutkimuksen seuraavissa otsikoissa tarkemmin.

### 2.1.1 Pörssi ja pääomasijoitukset

Sijoituspäätöksiä tekevät ovat perinteisesti käyttäneet yrityksen arvonmääritystä päätöksiensä tukena (Kallunki & Niemi 2007, 14). Erityisesti arvonmääritystä hyödynnetään sijoitettaessa pörssinoteerattujen yritysten osakkeisiin. Osakkeen

arvoksi saadaan tällöin yrityksen taloudellisiin perustekijöihin perustuva arvo. Taloudellisia tekijöitä ovat muun muassa kannattavuus ja kasvumahdollisuudet. Saatua arvoa verrataan osakkeen pörssissä noteerattuun markkina-arvoon. Koska arvonmääritys vaatii paljon työtä, sijoittajat käyttävät arvoa määrittäessään usein yksittäisiä tunnuslukuja, kuten P/E-, P/B- tai EV/EBIT- luvut. Näihin lukuihin palataan tutkimuksessa arvonmäärityksen prosessin läpikäynnin yhteydessä.

Pääomasijoittajille yrityksen arvon tiedostaminen tulee tärkeäksi, kun sijoittajan täytyy pyrkiä löytämään sijoituskohteeksi yritys, joka omaa hyvät kehitysmahdollisuudet (Kallunki & Niemelä 2007, 15). Yleensä pääomasijoittajien kohteina ovat pienet ja keskisuuret yritykset, joille sijoittajat tavoittelevat lisäarvoa. Tämä luo edellytykset yrityksen arvonnousulle. Tästä syystä pääomasijoittajien täytyy selvittää kohteen arvo nyt ja mikä sen oletetaan olevan sijoitusjakson päättyessä.

### **2.1.2 Yrityskauppa**

Yrityskaupprosessissa arvonmääritys on keskeinen vaihe, sillä sen avulla pystytään arvioimaan tai luomaan perusteet maksettavalle kauppahinnalle (Niemelä ym. 2011, 71). Toteutunut kauppahinta voi kuitenkin olla matalampi tai korkeampi kuin arvonmäärityksessä saatu. Tähän johtavia syitä ovat muun muassa kaupasta syntyvät synergiaedut, neuvottelutilanne tai liiketoiminnan erityisluonne.

Ennen arvonmäärityksen varsinaista aloittamista on hyvä päättää, kenen kannalta yritystä tarkastellaan (Rantanen 2012, 52). Tavoitteena yrityskauppaan liittyvässä arvonmäärityksessä on tietenkin yritysomaisuuden kaupallinen arvo eli arvo, jolla kaupat saadaan tehtyä. Myyjällä on kuitenkin oma näkökulmansa ja ostajalla omansa. Näin ollen arvonmääritystä tarvitsevat yrityskaupoissa sekä ostaja että myyjä (Niemelä ym. 2011, 71). Usein nämä tilanteet ovat suuria investointeja, jolloin arvonmäärityksen on päätöksenteon tukena oltava riittävän syvällinen ja monipuolinen. Erityisesti avoimesta ja läpinäkyvästä arvonmäärityksestä on etua ostajalle, jotta yrityskaupan arvoa lisäävä vaikutus voidaan varmistaa (Kallunki & Niemelä 2007, 24). Liian suuresta kauppahinnasta voi seurata ongelmia esimerkiksi ostaneelle yritykselle tai ostetun yrityksen liiketoiminnalle.

Kolmantena osapuolena yrityksen arvosta yrityskaupoissa kiinnostuneita ovat rahoittajat (Rantanen 2012, 53). Esimerkiksi pankki haluaa varmistaa lainapäätöstä tehdessään muun muassa lainalle olevan vakuudet ja riskin olevan oikea suhteessa investoinnin määrään.

Niemelän mukaan yrityskauppatilanteessa suoritettu arvonmääritys ei kuitenkaan prosessiltaan eroa muista arvonmääritystilanteista (Niemelä ym. 2011, 71). Erot tulevat esimerkiksi aiemmin mainituista synergiaeduista ja muista niin sanotuista ei-julkisista tiedoista, joita esimerkiksi sijoittajat eivät huomioisi listattuja yhtiöitä arvioidessaan.

### **2.1.3 Sukupolvenvaihdos**

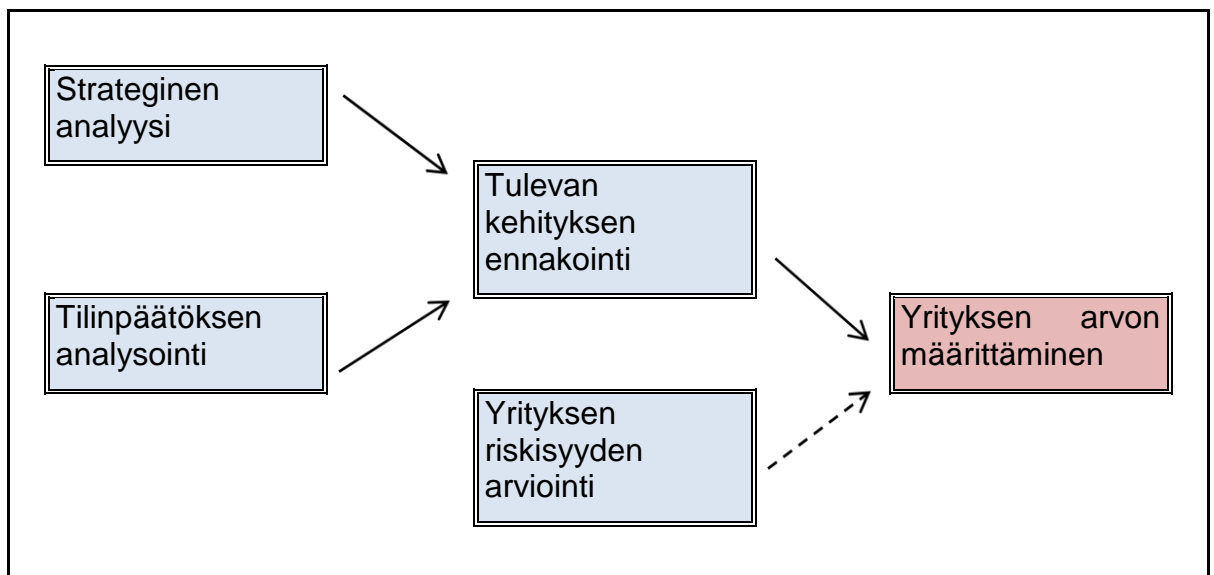
Yrityksen ollessa sukupolvenvaihdoksen edessä olisi hyvä teettää arvonmääritys omistajanvaihdosammattilaisella (Kangas 2012, 30). Käytännössä tätä pidetään kuitenkin usein turhana kuluna ja omistaja luottaa joko omaansa tai tilitoimiston arvioon. Omistaja itse määrittelee yrityksen arvon yleensä korkeammaksi kuin siitä oltaisiin valmiita markkinoilla maksamaan. Syitä tähän on useita muun muassa että omistaja usein pyörittää yritystään omalla panoksellaan ja ei huomaa, kuinka paljon hän vie mukanaan siirtyessään syrjään (Kangas 2012, 31). Esimerkkinä voidaan mainita omistajan solmimat asiakassuhteet.

Sukupolvenvaihdoksessa omistaja ei kuitenkaan yleensä tavoittele suurinta voittoa (Kangas 2012, 31). Perheenjäsenten ei haluta ottavan suurta velkaa heti aluksi. Kauppahinta on useimmissa tapauksissa yrityksen arvoa alhaisempi, mutta kuitenkin niin korkea, ettei verottaja pidä yrityksen siirtymistä lahjana tai lahjanluonteisena kauppana. Sukupolvenvaihdokseen liittyviä kauppoja koskien on verohallinto antanut ohjeen, jonka mukaan osakkeen arvo määritetään (Leppiniemi 2008, 149–150). Tätä ohjetta käytetään nimenomaan määrittelemään, onko kauppa lahjanluonteinen vai vastikkeellinen. Verottaja käyttää yrityksen arvona joko substanssiarvoa tai tuottoarvoa. Substanssiarvossa lasketaan yrityksen varojen ja velkojen erotus. Tähän palataan tutkimuksessa myöhemmin menetelmien yhteydessä. Tuottoarvossa verottaja määrittää yrityksen aikaisempien vuosien tuottamien voittojen keskiarvon ja jakaa saadun summan pääomituskorolla (Leppiniemi

2008, 153). Näistä korkeampi valitaan yrityksen arvoksi. Tuottoarvon laskemiseen on useita vaihtoehtoja liiketaloustieteessä esimerkiksi osinkomallit ja kassavirtamallit (Leppiniemi 1999, 26). Näitä vaihtoehtoja tutkimus käy läpi eri arvonmäärittämissuunnitelmia tutkittaessa.

## 2.2 Arvonmäärityksen prosessi

Yrityksen arvonmääritys voidaan prosessina jakaa kolmeen päävaiheeseen, jotka ovat strateginen analyysi, tilinpäätöksen analysointi ja tulevan kehityksen ennakointi (Kallunki & Niemelä 2007, 25). Seuraavassa kuviossa (Kuvio 1) on esitetty näitä vaiheita.



Kuvio 1 Prosessin päävaiheet  
(Kallunki & Niemelä 2007)

Yrityksen itsensä lisäksi arvoon vaikuttaa ympäröivän yhteiskunnan kehitys. Jotta saataisiin luotua kokonaisvaltainen analyysi, on ensiksi hankittava tarpeellinen määrä tietoa toimialasta ja yrityksen asemasta markkinoilla (Kallunki & Niemelä 2007, 26). Tätä varten suoritetaan strateginen analyysi. Tilinpäätöksen analysoinnilla saadaan selville yrityksen historiallinen kehitys ja arvioidaan nykyinen tilanne. Tulevan kehityksen ennakointi on välttämätöntä liittää osana prosessiin, koska iso osa yrityksen arvosta pohjautuu tulevaisuuden odotuksille.

### **2.2.1 Strateginen analyysi**

Strategista analyysiä sanotaan myös liiketoiminnan analyysiksi (Kallunki & Niemelä 2007, 26–27). Tavoitteena tällä analyysillä on tunnistaa yrityksen taloudelliseen menestymiseen vaikuttavat tekijät. Tekijöitä ovat muun muassa markkinoiden ja tuotealueiden koko, yrityksen asema markkinoilla ja yritysjohton valinnat. Yleisellä tasolla strateginen analyysi antaa vastaukset siihen, mitkä ovat yrityksen voittoihin ja kassavirtoihin kuuluvat ja niitä määräävät tekijät. Huomioon otetaan myös keskeiset riskitekijät. Arvonmääritys on hyvä aloittaa strategisella analyysillä, koska yksityiskohtaisiin numerotietoihin perustuva analyysi tehdään yleensä vasta tämän jälkeen.

Strateginen analyysi voidaan jakaa kahteen tasoon (Niemelä ym. 2011, 81). Nämä ovat yrityksen sisäinen analyysi eli yritystaso ja ulkoinen analyysi eli toimialataso. Toimialataso tarkastelee, miten yrityksen menestymiseen ja arvoon vaikuttavat yrityksen ulkopuoliset tekijät, kuten esimerkiksi kilpailijoiden tai toimialan kehitys. Yritystasolla keskitytään yrityksen sisäisiin tekijöihin muun muassa tuotteisiin ja niiden hinnoitteluun, tuotantoprosessiin, osaamiseen ja henkilöstöön. Näillä on vaikutus yrityksen taloudelliseen menestykseen ja sitä kautta myös yrityksen arvoon.

Tarkalla analyysillä voidaan varmistua tulevaisuuden ennusteista ja ymmärtää, millaisista tekijöistä liiketoiminnan kehitys on riippuvainen (Niemelä ym. 2011, 80). Mitä pidemmälle tulevaisuuteen halutaan ennustaa, sitä vaikeampaa se on. Strateginen analyysi painottuu nimenomaan pitkän aikavälin ennustamisen apuvälineenä, koska silloin erityisesti ennustamiseen vaikuttaa, millainen yrityksen strategia on ja miten sitä toteutetaan.

### **2.2.2 Tilinpäätösanalyysi**

Tilinpäätösanalyysin tavoitteena on selvittää yrityksen tämänhetkinen taloudellinen tilanne ja toisaalta, kuinka yritys on tähän tilanteeseen tullut (Niemelä ym. 2011, 83–84). Jälkimmäistä kutsutaan yrityksen toteutuneeksi historialliseksi kehitykseksi. Arvonmääritystä varten tehdyssä tilinpäätösanalyysissä kannattaa luonnollisesti

pyrkiä huomioimaan näiden lisäksi tekijät ja ominaisuudet, joista on apua tulevan kehityksen ennakkoinnissa.

Tilinpäätösanalyysillä pyritään analysoimaan esimerkiksi yrityksen kannattavuus sekä sen varallisuus- ja rahoitusasema (Kallunki & Niemelä 2007, 32). Ensimmäiseksi tilinpäätösanalyysissä suoritetaan tilinpäätöksen oikaisu. Tämä on tarpeellinen, koska yrityksillä on mahdollisuus kirjauksilla vaikuttaa yrityksen tulokseen. Tästä seurauksena tuloslaskelmat ja taseet samankin alan yrityksillä eivät olisi vertailukelpoisia. Juha Rantasen mukaan (2012, 26) yrityksen tilinpäätökset ovat esitteitä, joista välittyvä viesti ei ole tahaton. Yrityksen kannattavuus ei välttämättä ole huono alhaisesta tuloksesta huolimatta, vaan tarkoitus on säästää veroissa. Yrittäjillä on erilaisia sallittuja keinoja tähän tarkoitukseen (Rantanen 2012, 27). Tilinpäätöksen oikaisutarve syntyy tämän keinottelun seurauksena. Arvoa määrittäessä on tärkeää tutkia tilinpäätöksen lukujen taustat, jotta oikaisu tehdään oikein ja arvonmääritysmenetelmiä varten voidaan tehdä perusteltuja päätöksiä tulevaisuudesta.

Keskeistä on, että eri vuosille ja yrityksille tehdään samat oikaisut, jolloin mahdollistetaan vertailu sekä ajan suhteen että eri yritysten kesken (Niemelä ym. 2011, 84–85). Tavoitteena on saavuttaa jäljelle jääväksi niin sanotusti puhdas operatiivinen kassavirta. Tätä voidaan myöhemmin hyödyntää esimerkiksi laskettaessa kassavirtalaskelmia. Tutkimus ei tarkemmin käy läpi eri oikaisutoimenpiteitä, vaan rajoittuu pelkästään empiriaosiossa perustelemaan Yritys X:n tilinpäätökseen tehtävät tarvittavat oikaisut.

Perinteisesti tilinpäätösanalyysin tiedot esitetään tiivistettyinä tunnuslukuihin (Niemelä ym. 2011, 85). Oikaisujen jälkeen voidaan tuloslaskelmasta ja taseesta laskea valitut luvut. Lukuja on neljästä eri kategoriasta. Ensimmäisenä voidaan mainita kannattavuutta mittaavat esimerkiksi oman pääoman tuotto. Toisena ovat vakaavaisuuden ja velkaantumisen tunnusluvut, kuten omavaraisuusaste. Kolmantena listalla ovat maksuvalmiutta mittaavat luvut esimerkiksi quick ratio ja neljäntenä kiertoajan eli pääoman käytön tehokkuuden mittarit, kuten myyntisaamisten kiertoaika.

### 2.2.3 Tulevan kehityksen ennakointi

Tulevaisuuden ennakkoinnilla on arvonmäärityksessä keskeinen rooli (Kallunki & Niemelä 2007, 33–34). Tämä johtuu siitä, että arvonmäärityksen lähtökohtana on yrityksen odotettu taloudellinen menestyminen. Tarkoituksena on saada ennustevuodet ja niiden kasvuperiodit vastaamaan mahdollisimman hyvin todellisuutta.

Informaatiota tulevaisuuden ennustamisen pohjaksi voi saada yrityksen sisäisistä arvioista, kuten esimerkiksi tulevasta myynnistä tai tuloskehityksestä (Kallunki & Niemelä 2007, 33–34). Tällöin arvonmääritys on yksityiskohtiin tarkimmin syvennyvä. Usein määrittäminen joudutaan kuitenkin suorittamaan ulkopuolisen tiedon varassa. Ulkopuolista tietoa ovat muun muassa vuosikertomukset ja niissä olevat tilinpäätökset, julkaistut toimiala-analyysit ja kansantalouden tilaa koskevat ennusteet. Tärkeintä on tulevaisuuden ennakkoinnissa käytetyn tiedon avoimuus ja läpinäkyvyys. Tämä siitä syystä, että sekä arvonmäärittäjä että määrittäjä käyttäjä tiedostavat tehdyt oletukset ja niiden tekijät.

Strategisen ja tilinpäätösanalyysin jälkeen arvonmäärityksen prosessi siirtyy käyttämään arvonmäärityksen menetelmiä (Niemelä ym. 2011, 101). Strategisen ja tilinpäätösanalyysin pohjalta tehdyt tulevaisuuden ennusteet muutetaan näin yrityksen arvoksi.

## 2.3 Menetelmät

Ennen varsinaisia menetelmiä tutkimus käy läpi substanssiarvon. Substanssiarvo on se rahamäärä, joka jäisi jäljelle, jos yritys konkreettisesti myisi pois kaiken hallussaan olevan omaisuuden ja maksaisi saadulla summalla kaikki velkansa (Leppiniemi 1999, 15). Substanssiarvo on siis se rahamäärä, mikä saataisiin, jos yritys lopettaisi toimintansa. Yksinkertaistettuna substanssiarvon kaava on yrityksen varojen ja velkojen erotus (mts. 52).

Sitä käytetään paitsi lopetuksen yhteydessä myös eräänlaisena vertailuarvona tai vähimmäisarvona yritykselle (Leppiniemi 1999, 15). Vähimmäisarvoksi määrittely perustuu ajatukseen, jonka mukaan yrityksen toimintaa ei kannata jatkaa, jos sen



tulevat tuotot jäävät substanssiarvoa pienemmäksi. Lopettamisella päästäisiin siinä tapauksessa edullisempaan tilanteeseen. Poikkeuksena yritykset, jotka eivät ole vielä päässeet markkinoille kuten juuri perustetut yritykset (Rantanen 2012, 90). Tässä tilanteessa substanssiarvo voi olla tulevia tuottoja matalampi, koska liiketoiminnan ei odoteta tuottavan voittoa ensimmäisinä vuosinaan (Varamäki 23.10.2012).

Ennen varsinaista substanssiarvon laskemista yrityksen varat arvostetaan niiden todennäköiseen arvoon, josta vähennetään vielä luovutuksesta aiheutuvat menot (Leppiniemi 1999, 52). Kirjanpidollinen tase toimii substanssiarvon määrittämisen lähtökohdana (Rantanen 2012, 87). Substanssiarvoa määritettäessä käydään läpi jokainen yrityksen taseen erä ja tehdään tarpeelliset muutokset niiden arvon saamiseksi vastaamaan todellista arvoa (Leppiniemi 1999, 52). Oikaisujen jälkeen taseen varojen yhteisarvosta vähennetään taseen mukaisen vieraan pääoman määrä, jolloin vastauksena on yrityksen substanssiarvo (Leppiniemi 2008, 151).

Varsinaiset arvonmäärityksen menetelmät voidaan jakaa kahteen kategoriaan (Niemelä ym. 2011, 101). Toisena luokkana ovat arvonmääritysmallit ja toisena arvostuskertoimien käyttö eli suhteellinen arvonmääritys. Kolmantena voidaan mainita LBO-malli, jossa on omia erityispiirteitään, mutta jonka ytimenä yhtä kaikki on arvostuskertoimien käyttö.

Arvonmääritysmalleissa pääsääntöisesti tulevat rahavirrat esimerkiksi vapaa kasvua ja osingot siirretään nykyhetkeen eli diskontataan (Niemelä ym. 2011, 127). Diskonttaamisen avulla rahavirrat saadaan samanarvoisiksi. Oman pääoman arvo on siis eri ajankohtina saatavien rahamäärien nykyarvo (Kallunki & Niemelä 2007, 104). Tästä syystä malleista voidaan käyttää myös nimitystä nykyarvomallit.

Aika-arvon huomioiminen toteutetaan siis diskonttokoron avulla, joka arvonmääritystilanteissa on tyypillisesti pääoman keskimääräiskustannus eli weighted average cost of capital lyhennettynä WACC (Niemelä ym. 2011, 127). Mitä suurempi on tulevan rahavirran riski, sitä korkeampi on myös diskonttokorko.

### 2.3.1 Suhteellinen arvonmääritys

Arvostuskertoimien eli yksittäisten tunnuslukujen käyttökelpoisuutta pyritään parantamaan joko käyttämällä eri kertoimien yhdistelmiä tai laskemalla tunnuslukujen keskiarvoja usealta vuodelta (Kallunki & Niemelä 2007, 67). Ammattilaiset käyttävät yhä enemmän arvonmääritysmalleja, joilla yrityksen arvo saadaan luotettavammin määritetyksi oikein ja taustatekijöistä saadaan syvällisempi kuva. Paras tapa hyödyntää suhteellista arvonmääritystä on käyttää sitä täydentämään kassavirtapohjaista arvonmääritystä (Niemelä ym. 2011, 103).

Arvostuskertoimien käyttö perustuu niiden yksinkertaisuuteen (Kallunki & Niemelä 2007, 67). Ne lasketaan suhteuttamalla yrityksen arvo johonkin sen taloudellista tilaa kuvaavaan muuttuun. Yksittäiset tunnusluvut voidaan jaotella muuttujan kuvaaman seurauksen mukaan (Niemelä ym. 2011, 105). Tällä periaatteella saadaan muodostettua viisi ryhmää, jotka ovat tulosta, kassavirtaa, taseen omaa pääomaa, liiketoiminnan volyymia ja osinkoa kuvaavat muuttujat. Seuraavassa taulukossa (Taulukko 1) on määriteltynä yleisimmin käytetyt arvostuskertoimet ja niiden laskentakaavat näihin viiteen ryhmään jaettuina.

Taulukko 1 Yleisimmät arvostuskertoimet  
(Niemelä ym. 2011)

	Tunnusluku	Osoittaja	Nimittäjä
Tulokseen suhteutetut tunnusluvut	P/E	Oman pääoman arvo	Nettotulos
	EV/EBIT	Liiketoiminnan arvo	Liikevoitto
	EV/EBITDA	Liiketoiminnan arvo	Käyttökate
Kassavirtaan suhteutetut tunnusluvut	P/CE	Oman pääoman arvo	Kassaperusteinen tulos
	P/FCF	Oman pääoman arvo	Vapaa kassavirta
Liiketoiminnan volyymiin suhteutetut	P/S	Oman pääoman arvo	Liikevaihto
	EV/S	Liiketoiminnan arvo	Liikevaihto
Tasesubstanssiin suhteutettu	P/B	Oman pääoman arvo	Taseen oma pääoma
Osinko suhteutettuna markkina-arvoon	Div/P	Osinko	Oman pääoman arvo

Pörssiyrityksistä laskettaessa tunnusluvut määritellään usein myös osakekohtaisina (Niemelä ym. 2011, 106). Esimerkiksi P/E – lukua laskettaessa yllä olevan kuvion kaavan lisäksi jaettaisiin osakekurssi osakekohtaisella tuloksella.

### 2.3.2 Osinkomalli

Osinkomallissa osakkeenomistajien sijoituksestaan saamat korvaukset eli osingot siirretään tulevaisuudesta nykyhetkeen (Niemelä ym. 2011, ~~128-129~~128-129). Toisin sanoen osakkeen arvo,  $P_0$ , on yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen,  $D$ , nykyarvo eli arvo tällä hetkellä. Arvo on eri suuri nyt kuin tulevaisuudessa, koska tänään saatua rahamäärää ei tarvitse odottaa ja sen pystyy sijoittamaan eteenpäin ja edelleen saada tuottamaan (Kytönen 2012). Tästä syystä varat ovat nykyhetkessä sitä arvokkaampia, mitä nopeammin ja suuremmalla varmuudella ne saadaan. Kirjassaan Uusi yrityksen arvonmääritys Kallunki ja Niemelä (2007, 105) määrittelevät osakkeen arvon alustavasti seuraavanlaisesti:

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

Osinkovirta on päättymätön, koska oman pääoman muotoisella sijoituksella ei ole määräaikaa (Kallunki & Niemelä 2007, 105–106). Diskonttokorko eli yllä olevassa kaavassa  $r$  on oman pääoman sijoittajien tuottovaatimus. Kaavaan lisätään vielä osinkojen kasvu  $g$ , minkä oletetaan olevan tasainen niiden vuosien jälkeen kun ennustettavuus on mahdotonta. Kaava muuttuu muotoon:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{D_t(1+g)}{r-g} \quad (2)$$

Käytännössä, saadulla kaavalla käytettynä, osinkoperusteinen malli on käyttökelpoisimmillaan (Kallunki & Niemelä 2007, 106). Ongelmana osinkomallissa on, että tekemästään tuloksesta yritykset eivät jaa kaikkea osinkoina pois. Lisäksi osinkojen määrä vaihtelee kovasti sekä vuosittain että eri yritysten välillä. Osinkoja on myös vaikea ennustaa ja siksi mallilla tehtävät laskelmat yltävät vain noin 1-2 vuo-

den päähän. Kauemmaksi tehtyihin ennusteisiin täytyy siis kasvu olettaa tasaiseksi, mitä se käytännössä tuskin koskaan on.

Osinkomalli toimii kuitenkin lähtökohtana kehittyneemmille malleille esimerkiksi vapaan kassavirran mallille tai lisäarvomallille (Niemelä ym. 2011, 128–129). Teoreettisena perusteena niissäkin on osinkovirran arvon laskeminen. Osingot korvataan niissä vain muilla rahavirroilla kuten kassavirtoina tai oikaistuina nettotuloksina.

### **2.3.3 Vapaan kassavirran malli**

Kassavirtaperusteisia malleja on olemassa hiukan toisistaan poikkeavina variaatioina useita erilaisia. Tässä tutkimuksessa esitellään vapaan kassavirran malli eli free cash flow. Kallunki ja Niemelä (2007, 110) kertovat kirjassaan, että tämä malli on yleisimmin käytetty kassavirtaperusteinen malli. Vapaalla kassavirralla tarkoitetaan sitä rahamäärää yrityksen tuotoista, josta verot ovat vähennetty ja jota ei tarvita yrityksen pyörittämiseen (Rantanen 2012, 84). Se on siis joko positiivinen, mikäli rahaa on jäänyt kuluista yli, tai negatiivinen, mikäli kulut ylittävät vuoden aikana tehdyn tuoton.

Kassavirtaperusteisen mallin etuna arvonmääritysmenetelmissä on, että tilinpäätöksen harkinnanvaraisuudet eivät vaikuta siihen (Kallunki & Niemelä 2007, 109). Virallisissa tilinpäätöksissä tulosta pystytään tietyillä kirjauksilla muokkaamaan esimerkiksi poistojen osalta tai niin sanotun tulossuunnittelun takia, jolloin tilanne eroaa yrityksen todellisesta taloudellisesta tilasta (Kytönen 2012). Vapaan kassavirran mallissa kuten muissakin kassavirtaperusteisissa malleissa tarkastellaan vain tilikauden aikaisia kassaan- ja kassastamaksuja eli ainoastaan kassan liikkeitä tilikaudella, jolloin tilinpäätöksen muokatut tiedot eivät pysty vaikuttamaan (Niemelä ym. 2011, 129). Etuna vapaan kassavirran mallissa on myös tulevaisuuden tekijöiden huomioonottaminen. Siinä voidaan tarkastella yrityksen tuloksen taustatekijöitä ja tulevan kehityksen edellytyksiä. Yrityksen arvossa nähdään tällöin paitsi lyhyen aikavälin tuloskehitys myös tekijät, jotka maksimoivat arvon pitkällä aikavälillä.

Käytännössä vapaan kassavirran mallin, kuten muidenkin kassavirtoja ennustavien laskelmien toteuttaminen, on ongelmallista. (Leppiniemi 1999, 27). Mallit ovat työläitä, koska niiden muodostavien tekijöiden perustaksi vaaditaan paljon selvityksiä ja arviointia.

Vapaan kassavirran mallissa yrityksen arvo on sen tulevien kassavirtojen nykyarvo (Niemelä ym. 2011, 129–130). Yritykselle voidaan tällä mallilla määrittää joko oman pääoman arvo tai koko yrityksen arvo. Niemelän mukaan valinta tehdään sillä perusteella, kumpi hinnoittelumalleista on mielekkäämpi soveltaa. Koko yrityksen arvoa määritettäessä tulevat kassavirrat tarkemmin eritellyiksi.

Oman pääoman arvo saadaan laskemalla aluksi osakkeenomistajille kuuluva vapaa kassavirta (Niemelä ym. 2011, 130). Tämä on se kassavirta, mikä jää jäljelle vähennettyjen liiketoiminnan kulujen, verojen ja korkomenojen jälkeen. Kyseinen saatu kassavirta diskontataan oman pääoman kustannuksella. Koko yrityksen arvossa lasketaan ensin koko yrityksen vapaa kassavirta. Tämä jää jäljelle operatiivisten kulujen ja verojen jälkeen, ennen vieraan pääoman maksuja. Odotetut vapaat kassavirrat sitten diskontataan nykyhetken pääoman keskimääräisillä kustannuksilla (WACC). Jos valitaan koko yrityksen arvon laskeminen, saadaan oman pääoman arvo selville vähentämällä vastauksesta vieraan pääoman rahoittajien osuus, jolloin erotus vastaa osakkeenomistajien osuutta.

Vapaata kassavirtaa mitataan kahdesta eri näkökulmasta (Kallunki & Niemelä 2007, 111). Ensimmäisenä esitetään tavallisesti operatiivinen vapaa kassavirta. Siihen kuuluvat niin sanotut syntyvät virrat eli esimerkiksi tulorahoitus, investoinnit ja muu liiketoiminnan kassavirta (Niemelä ym. 2011, 130). Jälkimmäisenä esitetään rahoitusvirta. Se kuvaa, miten syntynyt kassavirta on jakautunut oman pääoman sijoittajien ja vieraan pääoman rahoittajien kesken (Niemelä ym. 2011, 131).

Operatiivisen vapaan kassavirran tärkein erä on suoraan tuloslaskelmasta otettava liikevoitto (Kallunki & Niemelä 2007, 112). Liikevoittoon lisätään osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta ja vähennetään verot. Osakkuusyhtiöiden osuudet löytyvät tuloslaskelmasta ja verot vähennetään niin sanotusti täysinä veroina. Esimerkiksi jos menneisyydessä yritys ei ole maksanut täysiä veroja, tästä seurauksena on olemassa jaottelu maksettujen summien välillä täysiin veroihin ja verovelan muu-

tokseen. Alla olevassa kuviossa (Kuvio 2) on vapaan operatiivisen kassavirran lisäksi havainnoituna vapaan kassavirran muodostuminen.

<b>Liikevoitto</b>			
+	Osuus osakkuusyhtiöistä		
-	Operatiiviset verot	←	Verottajan osuus
=	Operatiivinen kassavirta		
+	Poistot	←	Ei-kassavirtaperusteinen kulukirjaus
=	Bruttokassavirta		
-/+	Muutos käyttöpääomassa	←	Kasvusta/muusta johtuva käyttöpääoman muutos
-	Bruttoinvestoinnit	←	Investointien kassastamaksut
=	Vapaa operatiivinen kassavirta		
+/-	Muut erät (verojen jälkeen)	←	Ennusteperiodilla usein nolla
=	Vapaa kassavirta		

Kuvio 2 Vapaan kassavirran keskeiset erät  
(Niemelä ym. 2011)

Poistot eivät ole kassavirtaperusteinen erä, joten siksi ne lisätään kassavirtaan (Niemelä ym. 2011, 131). Jäljelle jää näin bruttokassavirta. Saadusta vastauksesta vähennetään käyttöpääoman lisäys ja bruttoinvestoinnit. Käyttöpääoman muutos lasketaan seuraavasti:

- + Vaihto-omaisuuden lisäys
- + Myyntisaamisten lisäys
- - Ostovelkojen lisäys
- = Käyttöpääoman muutos

Tarpeen vaatiessa ja jos yrityksellä on erinä, on lisättävä käyttöpääoman muutokseen vielä korottomien pitkäaikaisten velkojen muutos ja siirtosaamisten sekä – velkojen muutos (Niemelä ym. 2011, 132). Käyttöomaisuusinvestoinneista tulee yleensä suurin osuus kassastamaksuihin. Tähän kuuluvat muun muassa investoinnit rakennuksiin, koneisiin ja laitteisiin. Käyttöpääoman muutoksen ja bruttoinvestointien jälkeen saadaan vapaa operatiivinen kassavirta. Tähän lisätään tai tarvittaessa vähennetään muut erät ja saadaan vapaa kassavirta. Muut erät vastaavat käytännössä satunnaisia tuottoja sekä kuluja ja ne esitetään nettomääräisinä eli verojen vähentämisen jälkeen.

Jos edellisessä laskelmassa saatu vapaa kassavirta on negatiivinen, rahoitusvirta selvittää, miten tämä negatiivisuus on saatu rahoitettua (Kallunki & Niemelä 2007, 114). Kun tarkastellaan vapaata kassavirtaa rahoitusvirran näkökulmasta, jaetaan oman pääoman sijoittajien osuus yhtiöön jätettyyn osuuteen ja omistajille siirtyviin eriin. Yhtiöön jätetty osuus näkyy rahoitusomaisuuden muutoksessa ja omistajien erät eli vuosittain maksettava kassavirta on yhtä kuin osinkovirta. Omina erinään ovat tämän lisäksi osakepääoman muutokset ja verovelan sekä varausten muutokset. Rahoitusvirta vieraan pääoman rahoittajille suuntautuneena näkyy korollisten velkojen muutoksena ja maksettuina korkoina. Vieraan pääoman muutoksessa ja rahoitusomaisuuden muutoksessa otetaan korollisten erien lisäksi huomioon yrityksen saadut korkotulot sekä maksetut korkokulut verojen jälkeen.

Koska tarkoitus on diskontata tulevat kassavirrat nykyhetkeen, tarvitaan ennustuksia. Ennustukset ovat rakennettavissa usealla tavalla (Kallunki & Niemelä 2007, 114). Yleisin tapa on niin sanottu kahden kasvuvaiheen malli. Se sisältää suorat ennusteet lähivuosille ja lisäksi kaksi kasvuvaihetta, jotka ovat keskipitkä aikaväli sekä pitkä aikaväli. Suorat ennusteet sisältävät 3-8 vuotta (Kallunki & Niemelä 2007, 116) Niitä ennustetaan arvioiden muun muassa yrityksen liikevaihdon, kulu- jen sekä investointien kehitystä. Suorien ennusteiden jälkeen kassavirrat ennakoidaan kasvukerrointen avulla. Keskipitkän aikavälin kasvuodotus voi poiketa paljon keskimääräisestä.

Pitkän aikavälin kasvun oletetaan taas yleensä olevan inflaatio-odotusten suuruinen eli toisin sanoen reaalin kasvu on nolla. Kaikki ennustusten mukaiset kassavirrat diskontataan koko pääoman tuottovaatimuksella nykyhetkeen ja lasketaan yhteen, jonka jälkeen saadaan koko yrityksen arvo jonakin tiettyä ajankohtana selville (Kallunki & Niemelä 2007, 117–118). Vähentämällä saadusta summasta vieraan pääoman määrä ja lisäämällä arvopaperisijoitusten arvo päädytään yrityksen oman pääoman arvoon. Arvopapereiden osuus on lisättävä, koska ne eivät kuulu yrityksen liiketoiminnan varsinaisiin investointeihin, mutta niiden arvo on mitattavissa ja ne ovat helposti muutettavissa käteiseksi.

### 2.3.4 Lisäarvomalli

Lisäarvomallin perusteena on aiemmin tutkimuksessa esitetty osinkomalli (Kallunki & Niemelä 2007, 120). Osinkojen sijaan mallissa käytetään yrityksen voittoja. Oman pääoman arvo saadaan kaavalla, jossa oman pääoman kirjanpidollinen arvo ja yrityksen tulevien lisävoittojen nykyarvo lasketaan yhteen (Niemelä ym. 2011, 135–136). Lisävoitoiksi sanotaan ennustettujen voittojen ja omistajien vaatimien voittojen erotusta. Toisin sanoen lisävoitto mittaa, kuinka paljon omistajien vaatimusta enemmän voittoa yritys tekee. Jos lisävoitto on positiivinen, pystyy yritys tuottamaan lisäarvoa omalle pääomalle. Negatiivinen luku taas ilmaisee, että yrityksen toiminta vähentää omistajan varallisuutta. Lisävoitto näkyy kaavassa lyhenteellä AE. Lisäarvomallin mukaan oman pääoman arvo saadaan seuraavalla kaavalla:

$$OPO_0 = \text{Kirja-arvo} + \frac{AE_1}{(1+r)} + \frac{AE_2}{(1+r)^2} + \frac{AE_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{AE_n}{(1+r)^n} \quad (3)$$

Diskonttokorko eli kaavassa  $r$  on lisäarvomallissa oman pääoman tuottovaatimus. Tämä johtuu siitä, että mitataan omistajille tulevaa virtaa. Jokaisen vuoden ennustettu lisäarvo diskonttataan nykyhetkeen oman pääoman tuottovaatimuksella (Niemelä ym. 2011, 137).

Lisäarvomallin mukaista lisäarvoa laskettaessa tarvitaan lähtötietoja (Niemelä ym. 2011, 136). Seuraavassa taulukossa (Taulukko 2) on näkyvissä tarpeelliset tiedot. Euromääräiset summat on otettu Esimerkkiyrityksestä kirjasta Yrityskauppa, Niemelän kirjoittamasta osiosta yrityksen arvonmääritys (2011, 136).



Taulukko 2 Lähtötiedot lisävoiton laskemiseen  
(Niemelä ym. 2011, 136)

<b>TULOSENNUSTEET €</b>	Vuosi 0	Vuosi 1	Vuosi 2
<b>Nettotulos</b>	<b>8,9</b>	<b>8,2</b>	<b>9,5</b>
Oma pääoma	35,0	39,1	43,9
Vaadittu tulos	4,7	5,2	5,8
<b>Lisäarvo</b>	<b>4,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,7</b>
<b>Nykyarvo (lisäarvolle)</b>	<b>4,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>

Taulukossa näkyvien tietojen lisäksi on myös selvitettävä osingonjakosuhte sekä oman pääoman tuottovaatimus (Niemelä ym. 2011, 136). Tässä Esimerkkiyrityksessä osinkona jaetaan 50 prosenttia vuoden nettotuloksesta ja oman pääoman tuottovaatimukseksi on oletettu 13,33 prosenttia. Vaadittu tulos saadaan, kun kyseisen vuoden oma pääoma kerrotaan tuottovaatimuksella. Lisävoitto taas lasketaan vähentämällä laskettavan vuoden nettotuloksesta laskettavan vuoden vaadittu tulos. Lopuksi lisävoitto diskontataan nykyhetkeen oman pääoman tuottovaatimuksella eli 13,33 prosentilla. Sijoittamalla kaavaan taulukon luvut saadaan ensimmäisen vuoden lisäarvon nykyarvo selville seuraavanlaisesti:

$$\frac{3,0}{(1 + 0,1333)^1} = 2,647 \dots$$

Loppuarvon laskeminen tapahtuu samoin kuin vapaan kassavirran mallissa (Niemelä ym. 2011, 137). Keskipitkän ja pitkän aikavälin kasvuprosentit määritetään samoin. Oma pääoma ja lasketut lisäarvot summataan ja mukaan otetaan rahavarat. Saatu kokonaissumma vastaa mallin mukaan oman pääoman arvoa yhteensä.

Lisäarvomallilla on useita etuja arvonmääritysmenetelmiä verrattaessa (Kallunki & Niemelä 2007, 120). Ensimmäinen on sen kaavassa huomioon ottama kirjanpidollinen arvo (Kallunki & Niemelä 2007, 121). Iso osa arvosta tulee juuri tilinpäätöstä vastaavasta kirjanpidollisesta arvosta, joten tulevien voittojen ennustevirheet eivät vaikuta mallin vastaukseen ratkaisevasti. Esimerkiksi osinkomallissa ja vapaan kassavirran mallissa osakkeen arvon oletetaan kokonaisuudessaan muodostuvan ennustettujen lukujen nykyarvosta. Etuna mallissa on myös diskonttauskohte.

Mallissa nykyhetkeen siirretään nettotuloksen ja vaaditun tuloksen erotus, mikä antaa käytetyille kasvunopeuksille huomattavaa vakautta. Lisäarvomalli ei ole herkkä myöskään pääomarakenteen muutoksille, kuten vapaan kassavirran malli. Ennustuskohde on mallissa helpompi kuin muissa malleissa. Tulevista voitoista löytyy helpommin ja luotettavampaa tietoa kuin esimerkiksi tulevista osingoista tai kassavirroista. Sisäisesti yritys voi hyödyntää omia arvioitaan tuloskehityksestä kun taas ulkoisesti arvonmäärittystä tekevä voi käyttää arvioiden pohjana analytiikoiden tekemiä ennustuksia voitoista.

## **2.4 Pääoman tuottovaatimus**

Liiketoimintaa varten hankittu omaisuus rahoitetaan joko omalla tai vieraalla pääomalla (Kallunki & Niemelä 2007, 129). Arvonmäärittämissä pääoman tuottovaatimus eli pääoman kustannus on tärkeä muuttuja. Pienetkin virheet pääoman tuottovaatimuksen määrittämisessä voivat vaikuttaa suuressa määrin saatuun yrityksen arvoon. Jos tuottovaatimus on arvioitu kokonaan väärin, antavat mallit niin ikään täysin virheelliset tulokset (Kallunki & Niemelä 2007, 131). Nimitys muodostuu siitä, kenen näkökulmasta asiaa katsellaan (Kallunki & Niemelä 2007, 130). Rahoittajien ja sijoittajien puolesta puhutaan pääoman tuottovaatimuksesta, kun taas yrityksen näkökulmasta on kyse pääoman kustannuksesta. Yritys tarvitsee pääoman tuottovaatimusta muuallekin kuin vain arvonmäärittäykseen muun muassa arvioidessaan investointien kannattavuutta (Niemelä ym. 2011, 144).

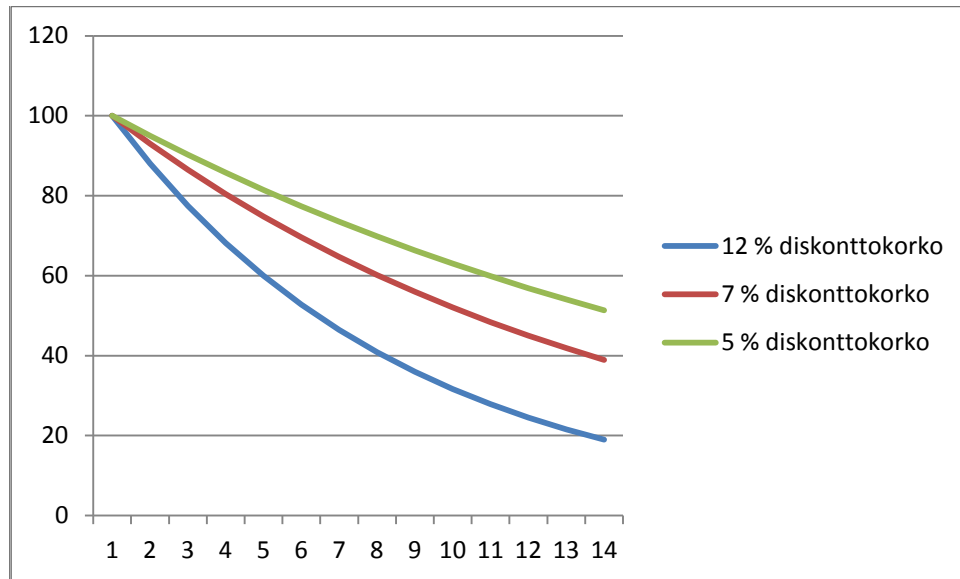
Yritys saa rahoituksen toimintaansa laskemalla liikkeelle arvopapereita, joihin sijoittajat sijoittavat (Kallunki & Niemelä 2007, 130). Eri papereilla on erilaisia oikeuksia tulevista kassavirroista. Osakkeenomistajat sijoittavat joko merkitsemällä yrityksen liikkeellelaskemia osakkeita tai jättämällä osan tilikauden voitosta rahoitukseen. Korvauksena osakkeenomistajille ovat jaettavat osingot ja osakkeen hinnan mahdollinen nousu. Heillä on myös valvontamahdollisuus yrityksen johdon tekemiä päätöksiä kohtaan (Kallunki & Niemelä 2007, 131). Oman pääoman luontaisen sijoituksen arvoon vaikuttaa lisäksi se, että konkurssitilanteessa omistajat saavat oman sijoituksensa takaisin vasta muiden jälkeen, koska ovat etuoikeusjär-

jestyksessä viimeisinä (Kytönen 2012). Tällöin yleensä yrityksen varallisuus on jo muiden velkojien takia nollassa.

Oman pääoman tuottovaatimukseen sisältyy siis edellisen kappaleen mukaisista syistä osakesijoitukseen kuuluva riski (Niemelä ym. 2011, 147). Rahoitusteorian mukaan pääoman tuottovaatimus määräytyy aina sijoituksen sisältämän riskin mukaan. Mitä suurempi riski on, sitä suuremman tuoton sijoittajat haluavat korvauksena. Erilaisen riskin vuoksi sijoittajat asettavat erilaiset tuottovaatimukset oman ja vieraan pääoman sijoituksille (Niemelä ym. 2011, 173). Oman pääoman sijoitukseen kuuluva riski on aina isompi kuin vieraan pääoman sijoitukseen sisältyvä (Niemelä ym. 2011, 147). Tähän syynä on aiemmin mainittujen lisäksi se, että oman pääoman ehtoinen rahoitus annetaan ilman määräaikaa. Vieraan pääoman sijoittajat saavat sijoitukselleen ennalta sovitun koron hyvityksenä sijoituksesta sekä aikataulun takaisinmaksusta (Kallunki & Niemelä 2007, 131). Suoraa mahdollisuutta vaikuttaa yrityksen toimintaan ei vieraan pääoman sijoittajilla kuitenkaan ole, kuten oman pääoman sijoituksissa.

Molemmissa tapauksissa sijoitukselle saatava tuotto syntyy tulevaisuudessa (Kallunki & Niemelä 2007, 131). Tästä syystä eri aikoina saatujen rahavirtojen aika-arvo on huomioitava, kun puhutaan yrityksen arvosta. Arvon muutokset johtuvat siitä, että aikaisemmin saadun kassavirran sijoittajat voivat käyttää heti hyväkseen sen sijaan että joutuisivat odottamaan. Eri aikoina saadut tuotot ovat siis eriarvoisia. Pääoman tuottovaatimus muuttaa nämä eri aikoina tulevat kassavirrat yhteismitallisiksi eli toisin sanoen diskonttaa ne nykyhetkeen, jolloin niitä voidaan vertailla.

Alla olevassa kuviossa (Kuvio 3) on sadan euron suuruinen saatava diskontattu nykyhetkeen kolmella erisuuruisella diskonttokorolla. Edellä mainittujen tutkimuksen tietojen mukaan, jos saatavassa olisi iso riski, sen diskonttokorko olisi 12 prosenttia. Jos taas suoritus ei sisältäisi isoa riskiä, sen diskonttokoroksi on otettu 5 prosenttia. Viimeinen eli 7 prosentin korko kuuluisi keskitason riskiin. Kuviosta nähdään ajan vaikutus sadan euron suuruisen summan nykyarvoon.



Kuvio 3 Diskonttaamisen vaikutus eli aika-arvon huomioiminen

Kuten kuviosta huomataan, 12 prosentin vuotuisella diskonttokorolla sadan euron nykyarvo alittaa kaksikymmentä euroa neljäntoista vuoden jälkeen (Niemi ym. 2011, 146). Sata euroa saatuna neljäntoista vuoden jälkeen on siis nykyisessä ajassa vain noin kahdenkymmenen euron arvoinen.

Vieraan pääoman tuottovaatimus on helpoimmin määriteltävissä, koska se on usein yrityksen konkreettinen kassastamaksi ja siten suoraan havaittavissa (Niemi ym. 2011, 172). Vieraan pääoman tuottovaatimus on tuotto, jonka sen sijoittajat vaativat korvaukseksi rahoituksesta. Yleensä vieraan pääoman kustannus lasketaan joko olemassa olevan vieraan pääoman keskiporkona tai uusien lainojen keskiporkona (Kallunki & Niemi 2007, 132). Uusissa lainoissa ajatellaan yrityksen uudelleenrahoittavan joko kokonaan tai osittain lainasalkkunsa.

Yrityksen vieras pääoma rakentuu usein pankkilainoista tai pitkäaikaisista joukkolainoista (Kallunki & Niemi 2007, 132). Pankkilainat voivat olla erilaisia niin pituudeltaan esimerkiksi pitkä- tai lyhytaikaisia kuin koroiltaankin esimerkiksi kiinteä tai vaihtuva. Mahdollisten yrityksen laskemien joukkovelkakirjalainojen pääoman tuottovaatimus on niiden todellinen tuotto eli niin sanottu yield (Kallunki & Niemi 2007, 133). Joukkolainojen nimellistuottoa eli kuponnikorkoa ei voi käyttää pääoman tuottovaatimuksena, koska se kertoo tuottovaatimuksen suuruuden vain lainan alussa ja senkin likimääräisesti. Vieraan pääoman tuottovaatimuksessa huomioidaan myös riskilisiä eli riskipreemio.

Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen on huomattavasti vaikeampaa kuin vieraan pääoman (Niemelä ym. 2011, 147). Tämä johtuu siitä, ettei se ole suoraan nähtävillä. Oman pääoman sijoittajille maksetut korvaukset eli osingot ovat vain osa pääoman kustannuksesta. Lähtökohtana on, että omistajien on saatava korvaus ottamastaan riskistä. Riskin ja tuottovaatimuksen riippuvuussuhdetta kuvaa tunnettu Capital Asset Pricing-malli eli niin sanottu CAP-malli (Kallunki & Niemelä 2007, 136). Sen kehittelijöitä ovat Sharpe, Lintner ja Moss 1960-luvulla. CAP-mallissa on kaksi osaa tuottovaatimukselle. Ensimmäisenä on riskitön tuotto, joka on korvaus riskittömästä arvopaperisijoituksesta kuten valtion obligaatioista. Toisena on riskilisiä, joka kuvaa sijoituskohteen riskitasoa. Mitä suurempi riski yritykseen sijoittamiseen kuuluu, sen suurempi on myös riskilisän osuus. CAP-mallin mukaan riippuvuussuhde näiden kahden välillä on lineaarinen ja sitä kuvaa nouseva suora (Kallunki & Niemelä 2007, 137). Kaavan muodossa esitettyä suhdetta voidaan määrittellä seuraavasti.

$$R_E = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] \quad (4)$$

$R_E$  on luonnollisesti kaavassa yrityksen osakkeen tuottovaatimus (Niemelä ym. 2011, 155).  $R_f$  on yhtä kuin riskitön tuotto tai korko.  $\beta_i$  kuvaa yrityksen osakkeen i beeta-kerrointa eli riskiä.  $E(R_m)$  on niin sanottu markkinaportfolion odotettu tuotto eli siitä vähennettynä riskitön tuotto saadaan vastaukseksi riskittömän tuoton ylittävä osa. Tätä kutsutaan riskiliseksi tai riskipreemioksi. Markkinaportfolio sisältää kaikki sijoituskohteet ja tietyn markkina-alueen sisällä se on yhtä suuri kaikille osakkeille. Tästä syystä CAP-mallissa riskilisiä kerrotaan yrityksen henkilökohtaisella beeta-kertoimella ennen riskittömään tuottoon lisäämistä (Kallunki & Niemelä 2007, 137).

Beeta-kerroin kuvaa tarkasteltavana olevan yrityksen systemaattisen riskin määrää (Niemelä ym. 2011, 155). Jos kyseisen yrityksen osakkeen riski vastaa osakemarkkinoiden keskimääräistä riskisyyttä, on yrityksen saama kerroin yksi (Niemelä ym. 2011, 156). Markkinoita riskisemmän osakkeen beeta-kerroin sen sijaan on yli yhden ja niin edelleen.

Riskitön korko määritellään usein hyvin yksinkertaisella tavalla (Niemelä ym. 2011, 148). Valitaan 10-vuotisen valtion obligaatiolainan tämänhetkinen tuotto ja sovelle-

taan sitä tuleviin rahavirtoihin. Perustana on, että saman ajanjakson kattaviin rahavirtoihin sovelletaan saman ajanjakson korkoa. Esimerkkinä tästä Niemelä mainitsee kirjassaan *Yrityskauppa* (2011, 148) vuoden päästä syntyviin rahavirtoihin käytettävän 12 kuukauden riskitöntä valtion lainan tuottoa ja kahden vuoden päästä syntyviin kahden vuoden riskitöntä tuottoa ja niin edelleen.

Koko pääoman tuottovaatimuksessa lasketaan oman pääoman sekä vieraan pääoman tuottovaatimuksien painotettu keskiarvo (Niemelä ym. 2011, 173). Pääomajajien halutaan siis vaikuttavan keskiarvoon samassa suhteessa, kuin mitä niiden osuudet ovat yrityksen kokonaispääomasta. Koko pääoman tuottovaatimusta kutsutaan yleisemmin pääoman keskimääräiseksi kustannukseksi tai lyhenteellä WACC.

## **2.5 Arvonmäärityksen ominaisuuksista**

Arvonmäärityksestä mutkikasta tekee muun muassa se, että ominaisuuksien muutokset eivät aina kulje samaan suuntaan arvon muutoksien kanssa (Rantanen 2012, 48–50). Esimerkkinä voidaan vertailla kahta yritystä, joista toisen liikevaihto kasvaa nopeasti, mutta tulos alenee ja vastaavasti toisen yrityksen liikevaihto pysyy samana, mutta tulos paranee. Arvon mukaan näitä kahta ei voida laittaa paremmuusjärjestykseen pelkästään tämän tiedon pohjalta. Toisena esimerkkinä on yrityksen koko. Iso yritys ei automaattisesti ole arvokkaampi kuin pieni. Suurella riskillä paljon voittoa tuottava yritys ei välttämättä ole arvokkaampi kuin pientä tuottoa tekevä, jos riski onkin jälkimmäisessä paljon pienempi. Varsinaista käytännössä toimivaa järjestelmää vertailla kaikkia yrityksiä arvon mukaan ei ole keksitty ja sellaista on mahdoton rakentaa.

Monet arvoon vaikuttavat tekijät eivät ole yksiselitteisesti mitattavissa, mutta niillä on silti merkittävä rooli yrityksessä esimerkiksi henkilökunnan osaaminen tai yrityksen nykyinen markkina-asema (Rantanen 2012, 72). Näihin tekijöihin ei ole olemassa mittareita. Tästä syystä Rantanen kirjassaan *Arvonmääritys yrityskaupassa* kertoo arvonmäärityksen olevan lopulta enemmän verbaliikkaa kuin matematiikkaa ja että se ei niinkään ole analyysi vaan päätöksentekoprosessi. Esimerkiksi yritystä ostettaessa joutuu ostaja aina huomioimaan, että mukana tulee niin

sanottua hiljaista tietoa, jonka pystyy näkemään vasta kaupan jälkeen (Varamäki 23.10.2012).

Kaikilla arvonmäärityksen menetelmillä on omat kestävät perusteensa, mutta silti niillä saadaan samalle kohteelle erilaisia arvoja (Rantanen 2012, 79). Oikeaa arvoa on vaikea selvittää, jos tulokset poikkeavat kovasti toisistaan. Tästä syystä on järkevää ja välttämätöntäkin keskittyä myös avaamaan käytetyt perusteet, jolloin kaikki arvonmääritystä käyttävät voivat nähdä ne.

## 2.6 Yhteenveto

Palataan tutkimuksen alussa mainittuun näkökulmaan arvosta. Sijoittaja etsii yritystä, joka tekee hyvää ja tasaista tulosta (Rantanen 2012, 60). Pankinjohtaja arvostelee yrityksen sen omaisuuserien vakuusmäärien mukaan ja yrityksen ostaja etsii itselleen sopivaa liiketoimintaa sekä tavoitteisiin että kykyihin nähden. Eri osapuolille erilaiset tekijät vaikuttavat arvoon (Rantanen 2012, 59).

Yrittäjällä on usein suuri motivaatio ja ylpeys työtään kohtaan (Rantanen 2012, 47). Yritys on paitsi elinkeino myös elämäntyyli ja intohimo, joka sisältää tunnearvoa. On todennäköistä, että omistaja määrittelee yrityksensä arvon korkeammalle kuin esimerkiksi sijoittaja, kiinnostunut ostaja tai verottaja.

Kuten aiemmin tutkimuksessa on mainittu, arvonmääritysmalleja on erilaisia ja niissä arvo lasketaan eri tekijöiden pohjalta. Myös arvonmääritysprosessiin kuuluvissa analyyseissä tehdään erilaisia oletuksia sen perusteella, miten arvonmäärittäjä asian näkee tai mitä määrittäjä ennustaa tulevaisuudessa tapahtuvaksi.

Näiden tietojen pohjalta on tutkimuksen tekijä tehnyt arvion, että normaalissa tilanteessa yritykselle korkeimman arvon määrittelee omistaja. Verottajan antama arvo eli substanssiarvo taas kuuluisi olla matalin. Arvonmääritysmallilla saatava tulos oikein tehtynä pitäisi asettua näiden kahden arvion väliin.

### 3 ARVONMÄÄRITYS KOHDEORGANISAATIOSSA

Kohdeorganisaation arvo on aluksi selvitetty kolmessa haastattelussa. Näiden jälkeen on laskettu substanssiarvo ja viimeiseksi vapaan kassavirran mallin mukainen arvo. Saatuja tuloksia selventämään on laadittu taulukoita. Tarkoituksena on paitsi määrittellä kohdeyrityksen arvo myös suorittaa määrittely mahdollisimman avoimesti perustelujen ja oletusten osalta.

#### 3.1 Tutkimuksen tiedot

Tässä työssä on otettu haastatteluihin ja arvonmäärittystä varten esimerkkiyritys. Yrityksen suojelemiseksi yrityksestä on tutkimuksessa käytetty nimitystä Yritys X. Tilinpäätöstiedot ovat työssä liitteenä.

Kohdeorganisaatio toimii maanrakennusalalla. Yritys X on toiminut alallaan kymmenen vuotta. Omistaja on koko tämän ajan pysynyt samana. Yrityksen työntekijämäärä vaihtelee. Kiireisinä kesäkuukausina työntekijöitä voi olla noin 15 ja talvella hiljaisempänä aikana ehkä vain kaksi. Yritys ei ole kasvanut viime vuosina oleellisesti, mutta se on tuottanut voittoa ja osinkoa on jaettu.

Haastatteluissa on käytetty Yritys X:n tilinpäätöstietoja vuodelta 2012. Haastateltavat eivät tiedä yrityksen nimeä, luonnollisesti omistajaa lukuun ottamatta. Haastateltavana ovat olleet yrityksen omistaja, asiantuntija 1 sekä asiantuntija 2. Kaikki haastattelut on nauhoitettu ja litteroitu, jotta ne on voitu käydä läpi myöhemminkin. Asiantuntijat ovat saaneet Yritys X:n tilinpäätöksen 2012 mukaisen taseen ja tuloslaskelman tutkiakseen jo ennakoon, jotta haastattelutilanteessa tiedot ovat jo tuttuja. Omistajan haastattelu on suoritettu 5.4.2013 Alavudella.

Asiantuntija 1 on työskennellyt kirjanpitäjänä viisi vuotta. Hän on merkonomi ja vakituisessa työsuhteessa Etelä-Pohjanmaalla. Haastattelu toteutettiin 8.4.2013 Alavudella.



Asiantuntija 2 toimii kirjanpitäjänä Etelä-Suomessa ja on tehnyt työtään 30 vuotta. Ammatiltaan hän on taloustieteiden maisteri. Haastattelu toteutettiin 16.4.2013 Helsingissä.

Seuraavassa taulukossa (Taulukko 3) on selvennyksen vuoksi kerättyinä vastaajien tiedot. Omistaja on toiminut Yritys X:n toimitusjohtajana kymmenen vuotta, mutta hänellä on kokemusta yrittäjyydestä jo aikaisemmilta vuosilta. Siksi työkokemuksen kohdalle on merkitty mukaan jo näidenkin vuosien kokemus.

Taulukko 3 Tutkimuksen haastatteluiden vastaajat

Haastateltava	Aika	Ammatti	Työkokemus vuosina
Omistaja	5.4.2013	Toimitusjohtaja	30
Asiantuntija 1	8.4.2013	Kirjanpitäjä	5
Asiantuntija 2	16.4.2013	Kirjanpitäjä	30

Kaikille haastateltaville esitettiin samat kysymykset. Ensimmäiseksi keskityttiin arvonmäärittämiseen yleisesti. Kysymys asetettiin tavalla, jolla saatiin selville ne tärkeimmät tekijät, jotka haastateltava liittävät arvoon kuuluviksi. Tällä kysymyksellä pyrittiin selvittämään, mitkä asiat arvonmäärittämiseen useimmin liitetään ja kuinka henkilöt näkevät yrityksen arvon muodostuvan.

Toisessa kysymyksessä haluttiin selvittää niin sanotun hiljaisen tiedon merkitystä. Tässä kysymyksessä käytettiin muotoa käytännön tiedot, joihin haastateltava selitti kuuluvan muun muassa työntekijöiden kyvykkyyden, asiakassuhteiden kehittymisen tai yrityksen maineen syntymisen alalla. Kysymyksen kautta haluttiin selvittää, pitääkö tutkimuksen teoriassa mainittu paikkansa eli onko omistajalla lähestymistapa arvoon eriävä asiantuntijoiden kanssa.

Kolmannessa kysymyksessä haastateltavia pyydettiin kertomaan oma henkilökohtainen näkemyksensä Yritys X:n arvosta. Omistajalla luonnollisesti on käytettävissä enemmän tietoa, koska hän on yrityksen toiminnassa tiiviisti mukana. Tämä kysymys on esitetty, jotta saadaan selville, miten paljon haastateltavien näkemys tietyn yrityksen kohdalla poikkeaa toisistaan.

Viimeinen kysymys keskittyy myös valittuun esimerkkiyritykseen. Siinä vastaajien on annettu kertoa perusteet edelliseen kysymykseen antamaansa vastaukseen. Tällä saadaan selville, miten vastaaja on arvon Yritys X:lle muodostanut.

Yritys X:n arvonmääritys on toteutettu myös tutkijan toimesta. Tähän on käytetty vapaan kassavirran mallia sekä substanssiarvoa. Arvonmääritysmallilla saatua arvoa ja vastaajien arvoja on vertailtu, jotta saadaan selville, miten eri arvonmääritykset jakaantuvat.

### **3.2 Menetelmän valinta**

Tutkimuksen haastatteluun pohjautuva osa on toteutettu fenomenografisena tutkimuksena. Kyseinen tutkimussuuntaus on suhteellisen nuori, joten lähtökohdat ovat osaksi ristiriitaisia (Häkkinen 1996, 6). Fenomenografiassa pyritään kuvaamaan ilmiö erilaisten kokemusten variaation kautta (Häkkinen 1996, 11). Siinä hyväksytään, että on olemassa todellisuus yksilöstä riippumattomana, mutta todellisuuden merkityksen rakentavat yksilön käsitykset ja ymmärrys. Tällöin merkitys ei ole ennalta määrätty, vaan se syntyy yksilön tulkinnan kautta.

Fenomenografiassa voidaan tutkia sekä käsitteellistä että koettua (Häkkinen 1996, 12). Kokemukseen suuntaus suhtautuu kahden näkökulman kautta. Nämä näkökulmat ovat pelkistettyinä mikä- ja miksi-näkökulmat eli kokemuksen kohde ja kokeminen. Yhteensä näistä kahdesta syntyy kokemuksen kokonaisuus. Tavoitteena ei ole pyrkiä siis selvittämään, miksi ihmisillä on tietynlaisia käsityksiä tutkittavasta ilmiöstä (Häkkinen 1996, 13). Tarkoituksena on pyrkiä kuvaamaan erilaisia näkemyksiä niiden omista lähtökohdista käsin.

Ennen kaikkea fenomenografinen tutkimus on kuvailevaa (Häkkinen 1996, 14). Riippuen siitä, miten tutkittava ilmiö on ymmärretty, se voi näyttäytyä eri ihmisille erilaisena. Fenomenografiassa ei ole tarkoitus selittää näiden erilaisten käsitysten taustalla vaikuttavia syitä, vaan ymmärtää tulkittavana olevien henkilöiden ajattelua.

### 3.3 Analyysi

#### 3.3.1 Merkitysyksiköt

Fenomenografisen analyysin mukaan ensimmäiseksi muodostetaan merkitysyksiköt (Häkkinen 1996, 41). Haastattelut käydään läpi useaan kertaan tarkoituksena löytää oleelliset ja tärkeät ilmaukset tutkimuksen ongelmanasettelun kannalta. Haastatteluissa henkilöt voivat kuvata samaa ilmiötä eri tavoin kielellisesti tai eri ilmiötä samaan tapaan kielellisesti. Pyrkimys on löytää ilmiötä koskevat käsitykset kielellisen ilmaisun takaa. Empiiristä aineistoa ei ole tarkoitus vain järjestellä, vaan etsiä siitä oleellisia piirteitä (Häkkinen 1996, 41).

Yritys X:n omistajan haastattelussa käy ilmi ensimmäisen kysymyksen kohdalla, että kauan yrittäjänä toiminut henkilö ajattelee yrityksen arvoon vaikuttavan ensisijaisesti yrityksen tuottama voitto, velan määrä, luottotiedot sekä toiminnan kesto (Yritys X:n omistaja 2013). Henkilön mielestä uuteen yritykseen sisältyvä riski on merkitsevä tekijä ja vaikuttaa negatiivisesti arvoon. Asiantuntija 1 kertoi kannattavuuden ja velkaisuuden vaikuttavan, mutta mainitsi tämän lisäksi markkinoiden tai kysynnän vaikutuksen (Asiantuntija1 2013). Asiantuntija 2 kertoi yrityksen arvon kokonaisuudessaan määräytyvän liikevoiton mukaan (Asiantuntija2 2013). Esille nousi haastatteluiden pohjalta, että arvoon vaikuttavat tekijät ovat yrityksen tuottavuus sekä velkaantuminen suhteessa koko pääomaan. Tämän lisäksi mainittiin yrityksen ikä ja toimialalla vallitseva kysyntätilanne.

Toisen kysymyksen kohdalla omistajan antama suhteellisen vaikutuksen osuus käytännön tiedon merkityksestä arvoon on suurempi kuin asiantuntijoiden (Yritys X:n omistaja 2013). Omistaja ajattelee käytännön tietojen vaikuttavan pienillä yrityksillä yhtä paljon arvoon kuin kirjalliset tiedotkin. Isojen yritysten kohdalla ero ei ole hänen mielestään niin selvä. Omistajan yritysuran kokemuksen myötä hän kertoo antavansa paljon arvoa niin sanotulle hiljaiselle tiedolle. Asiantuntija 1 sanoo haastattelussaan (2013) kirjallisen tiedon olevan suurin tekijä arvoa määritettäessä ja painoarvo on selvästi sillä. Asiantuntija 2 ei haastattelussa (2013) arvoon liitä käytännön tietoa ollenkaan, vaan kertoo yrityksen arvon kokonaisuudessaan ra-

kentuvan kirjallisen tiedon mukaan. Yhteenvetona voidaan sanoa, että yrittäjän arvostus käytännön tietoja kohtaan on suurempi kuin asiantuntijoiden.

Kolmannen kysymyksen kohdalla, jossa pyydetään arvioimaan Yritys X:n arvo, omistaja kertoo oman arvionsa olevan 500 000 euroa (Yritys X:n omistaja 2013). Tällä hinnalla henkilö olisi valmis myymään yrityksensä. Kysyttäessä, miten hän arvioi tämän summan, oli vastauksena omaisuuden vaikutus, yrityksen tuottama voitto, yrityksen imago sekä tulevaisuus. Tulevaisuuteen henkilö liitti muutaman tulevan vuoden arvioidut voitot sekä elämäntyönsä menettämisen. Imagon kohdalla henkilö arvioi, että asiakassuhteet ja muu luotu verkosto nostaa arvoa. Yritys X tunnetaan nimeltä ja sillä on alalla hyvä maine.

Asiantuntija 1 arvioi yrityksen arvoksi 280 000 euroa (Asiantuntija1 2013). Esitelystä tilinpäätöksestä hän kiinnitti huomiota omaan pääomaan, omaisuuteen, liikevoittoon sekä velkaan. Asiantuntija 2 laski Yritys X:n arvon kaavalla (Asiantuntija2 2013). Hän sai vastaukseksi 292 000 euroa kertomalla vuoden 2012 liikevoiton neljällä. Tämä perustuu siihen, että yrityksen neljän seuraavan vuoden liikevoitot muodostavat yrityksen arvon tällä hetkellä. Alla olevassa taulukossa (Taulukko 4) näkyvät vastaajien antamat arviot sekä arvoon vaikuttavat tekijät Yritys X:n kohdalla.

Taulukko 4 Yhteenveto vastauksista

Haastateltava	Arvoon vaikuttavat tekijät	Arvio euroina Yritys X:stä
Omistaja	Liikevoitto, omaisuus, imago, tunnearvo, tulevaisuuden voitot	500 000
Asiantuntija 1	Voitto, omaisuus, velat, oma pääoma	280 000
Asiantuntija 2	Liikevoitto x 4	292 000

### 3.3.2 Ilmausten vertailu

Merkitysyksiköiden jälkeen pyritään ilmauksia vertailemaan toisiinsa (Häkkinen 1996, 42). Tarkoituksena on yhtäläisyyksien ja eroavaisuuksien löytäminen aineistosta.

Ensimmäisen kysymyksen kohdalla kaikissa haastatteluissa mainittiin yrityksen tuottoisuus eli voitto. Tämä on siis ratkaiseva tekijä arvoa määritettäessä. Velkaantumisen mainitsivat asiantuntija 1 sekä yrityksen omistaja. Tämän lisäksi asiantuntija 1 mainitsi yhden tekijän ja omistaja vielä kaksi tekijää. Omistajalle tekijöitä on siis enemmän kuin asiantuntijoille.

Molemmat asiantuntijat myös keskittyivät enemmän kirjalliseen informaatioon kuin omistaja. Omistaja kertoi käytäntöön liittyvän tiedon vaikuttavan paljon arvoon, mutta molempien asiantuntijoiden mielestä kirjallinen aineisto määrittää sen joko kokonaan tai ainakin suurimmalta osalta.

Kolmannen kysymyksen kohdalla omistajan tekemä arvio Yritys X:n kohdalla on huomattavasti isompi kuin asiantuntijoilla. Asiantuntijoiden mielipiteet sen sijaan olivat todella lähellä toisiaan. Tämä siitäkin huolimatta, että asiantuntijoiden työuran pituudella on merkittävän suuri ero.

Omistaja perusti arvionsa yrityksestä moniin eri tekijöihin. Hän korosti liikevoittoa, omaisuutta ja yrityksen imagoa. Tämän lisäksi hän mainitsee elämäntyönsä olevan kyseessä. Asiantuntija 1 kertoo niin ikään voiton ja omaisuuden vaikuttavan päätökseensä, mutta lisää mukaan kaavaansa myös velkojen ja oman pääoman tekijöiksi. Asiantuntija 2 käyttää samaa kaavaa kuin ensimmäisessä kysymyksessä mainitsi eli kertoo Yritys X:n liikevoiton neljällä.

### **3.3.3 Kategoriat**

Fenomenografisen tutkimuksen viimeisessä vaiheessa keskitytään kategorioiden luomiseen ja niiden välisten suhteiden muodostamiseen (Häkkinen 1996, 43). Kategoriat sisältävät siihen kuuluvien käsitysten ominaispiirteet ja niiden empiirisen liittämisen aineistoon. Kategorioita mietittäessä on syytä kiinnittää huomiota kahden kohtaan erityisesti. Kategorioiden kuuluu erota toisistaan siten, että limittäin meneviä kategorioita ei synny. Toisena tärkeänä asiana on, millä tasolla ilmiötä ryhdytään kuvaamaan. Tasoa valitessa täytyy muistaa tutkimuksen ongelmanasettelu, jotta kuvaustaso ja ongelmanasettelu vastaavat toisiaan.

Ensimmäisenä ajatuksena oli muodostaa tutkimuksen aineistosta kolme erillistä kategoriaa. Näihin kuuluisi omistajan näkökulma arvonmäärittämiseen, lyhyemmän aikaa työskennelleen asiantuntijan näkökulma sekä pitkän uran tehneen asiantuntijan näkökulma. Vastaajien haastatteluista kuitenkin käy ilmi, että asiantuntijat ovat samalla linjalla läpi haastattelun. Heidän euromääräiset arvionsa vastaavat toisiaan samoin kuin mielipide kirjallisen tiedon tärkeydestä. Molemmat asiantuntijat myös nostivat esille konkreettisen luvun yrityksen tiedoista eli liikavoiton.

Näin ollen kategorioita muodostuu kaksi. Nämä ovat omistajan näkökulma yrityksen arvoon sekä asiantuntijan näkökulma yrityksen arvoon. Työuran pituus ei tuonut vastaajien haastatteluissa oleellisia eroja näkyviin. Lyhyemmän aikaa alalla työskennellyt henkilö saattoi vastauksissaan olla hiukan varovaisempi, mutta ilmausten takana olevat käsitykset vastasivat toisiaan.

Omistajan näkemykset eroavat asiantuntijoiden omista jokaisen kysymyksen kohdalla. Henkilö näkee arvon paljon laajempaan käsitteenä kuin asiantuntijat. Tämän huomaa omistajan tavasta kertoa kirjallisen tiedon ulkopuolella olevia tekijöitä kuten yrityksen olevan elämäntyö tai ensimmäisen kysymyksen kohdalla yrityksen iän merkitys arvoon. Hän myös kertoo antavansa arvoa hiljaiselle tiedolle, mitä asiantuntijat eivät tee.

Omistajan arvio Yrityksen X arvosta on korkein ja perusteluina hän käyttää tekijöitä, jotka eivät kaikki näy tilinpäätöstiedoista. Hänelle yrityksen arvossa näkyy haastattelun mukaan muun muassa tunnearvosta kertova nimitys oma elämäntyö. Tämä vastaa teoriassa kerrottua, jonka mukaan omistaja arvostaa, paitsi yrityksensä arvon korkeammalle kuin muut osapuolet, myös liittyy siihen laajemman osan tekijöitä.

### **3.3.4 Tutkimuksen luotettavuus**

Häkkinen kertoo kirjassaan (1996, 45) Ahosen viitatun (1994, 155), että kategorioita tulisi miettiä uudestaan, jos niiden rakenne vaikuttaa hajanaiselta. Kategorioiden tulisi rakentua niin, että lukijalle välittyy niihin kuuluvat perusteet. Kategorioiden rakenne tulisi myös liittää teoreettiseen tutkimusaineistoon. Toisena esimerk-

kinä hän antaa ilmauksien sopivuuden. Jos tietyt ilmaukset eivät tunnu sopivan mihinkään kategoriaan, on niitä järkevä muuttaa.

Jotta tutkimuksesta tulee ehjä, on se pystyttävä liittämään käytäntöön (Häkkinen 1996, 45). Tämä näkyy haastatteluissa annettujen vastauksien analysoinnissa ja kuvauskategorioissa. Kategorioiden tulisi olla niin kommunikoivia, jotta muutkin voivat löytää nämä perustellut ryhmät aineistosta. Tätä tutkimuksen kriteeriä kutsutaan konsistenssiksi ja se liittyy tutkimuksen kategorioiden sisäisen logiikan pitävyyteen. Usein tätä testataan fenomenografisessa tutkimuksessa rinnakkaisarvioinnilla. Tässä tutkimuksessa on kiinnitetty huomiota nimenomaan perustelujen esittämiseen, jotta kategoriat olisivat selvät.

Toinen kriteeri on diskurssikriteeri (Häkkinen 1996, 44). Siinä keskitytään tarkastelemaan, kuinka tutkimuksen perusteet toimivat vaihtoehtoisia päätelmiä vastaan. Häkkinen kertoo tutkimuksen olevan laadullisesti hyvä, jos sen tuottaneista tuloksista eivät muut ole löytäneet heikkouksia. Tässä tutkimuksessa tarkastellaan tämän kriteerin täyttymistä hypoteesin kautta. Teorian tietojen pohjalta luotu ennustus pitäisi täytyä tutkimuksen aikana, jolloin niistä on siis saatu samat tulokset.

Heurestisella arvolla Häkkinen (1996, 44) kertoo haettavan sitä, miten hyvin lukija on saatu vakuutettua näkemään jokin todellisuuden näkökulma uudella tavalla. Tutkimuksessa keskitytään kuvailemaan tehdyt toimenpiteet ja perusteet tarkasti, jotta lukijan olisi helppo nähdä ehkä omastakin poikkeava näkökulma ja ymmärtämään se.

### **3.4 Substanssiarvo Yritys X**

Jotta omistajan ja asiantuntijoiden antamille arvioille saadaan vertailupohjaa, laaditaan laskelma Yritys X:n substanssiarvosta. Kuten aikaisemmin on tutkimuksen teoriaosassa käsitelty, substanssiarvon pitäisi olla yrityksen alin arvo. Tästä johtuen kaikki haastatteluissa saadut arviot kuuluisi sijoittua tämän yläpuolelle eli olla euromääräisesti suurempia. Taseen erien arvostuksessa on käytetty Finlex-palvelun tarjoamia ohjeita (Finlex 2005).

Substanssiarvon laskemiseen käytetään Yritys X:n vuoden 2012 tilinpäätöksessä olevaa tasetta. Rakennuksen arvona näkyy 196 281 euroa. Rakennus on uusi investointi, joten taseessa olevaa arvoa voidaan käyttää suoraan.

Koneiden ja kaluston osalta taseessa näkyvää arvoa on oikaistava. Työkoneet ovat olleet yrityksen käytössä noin neljä vuotta. Tänä aikana tehdyt poistot ovat suuremmat kuin mitä koneet todellisuudessa ovat kuluneet. Arvoihin on lisätty viimeisen kahden vuoden poistojen osuus, jonka jälkeen tulokseksi on saatu noin 80 000 euroa. Myös yritykselle kuuluva auto ja asuntovaunu on oikaistu. Auton todellinen hinta, millä se voitaisiin myydä tällä hetkellä, on noin 30 000 euroa. Vastaava asuntovaunun todellinen arvo on 4 000 euroa. Koneiden ja kaluston lopulliseksi todelliseksi arvoksi on saatu näin yhteensä 114 000 euroa.

Taseessa näkyvä lainasaaminen on jätetty laskelman ulkopuolelle. Tämä johtuu siitä, että nykyisessä tilanteessa lainasta on jo saatu suoritus ja se ei siis ole enää yrityksen varoissa sellaisenaan. Kyseinen erä näkyy rahat ja pankkisaamiset -kohdassa. Se on siis lisätty sellaisenaan tähän erään ja korkoja ei ole huomioitu. Rahoitusomaisuus on laskettu yhteen niin, että se sisältää rahat ja pankkisaamiset erän lisäksi siirtosaamiset. Näihin ei ole tehty muutoksia lainasta saadun suorituksen lisäksi, jolloin rahoitusomaisuudeksi yhteensä on saatu 103 086 euroa.

Varat saadaan selville laskemalla edellä mainitut vastaukset yhteen. Tähän kuuluu siis kiinteistön arvo, koneiden ja kaluston oikaistu arvo sekä rahoitusomaisuus. Varojen suuruudeksi saadaan siis yhteensä 413 367 euroa. Seuraavassa taulukossa (Taulukko 5) näkyy varojen taseen mukaiset arvot sekä oikaistut luvut.

Taulukko 5 Yritys X:n omaisuuserät

Omaisuus	Tase	Oikaistu arvo
Rakennus	196 281	196 281
Koneet ja kalusto	84 558	114 000
Rahoitusomaisuus	99 087	103 086
<b>Varat yhteensä</b>	<b>379 926</b>	<b>413 367</b>

Pitkäaikaista vierasta pääomaa Yritys X:llä ei ole lainkaan taseessa. Lyhyt aikaista ostovelkaa on 13 794 euroa. Muut velat sisältävät osakaslainan, jonka taseen mu-



kainen arvo on 196 483 euroa. Tähän pitää lisätä vielä siirtovelat, joiden arvo on 1 307 euroa. Yhteensä Yritys X:n velat ovat siis näiden summa eli 211 584 euroa. Alla olevassa taulukossa (Taulukko 6) on velkoihin laskettavat erät koottu yhteen. Taseen mukaiset summat ovat samat kuin oikaistut, koska oikaisuja ei ole tarvinnut tehdä tässä tapauksessa.

Taulukko 6 Yritys X:n velat

<b>Velat</b>	
Ostovelat	13 794
Osakslaina	196 483
Siirtovelat	1 307
<b>Velat yhteensä</b>	<b>211 584</b>

Substanssiarvo saadaan varojen ja velkojen erotuksesta. Tässä tapauksessa 413 367 eurosta vähennetään 211 584 euroa. Jäljelle jää positiivinen nettovarallisuus eli 201 783 euroa.

Substanssiarvo on vastaajien arvoihin verrattuna alin. Kuten aiemmin tutkimuksessa käsiteltiin sekä omistajan että molempien asiantuntijoiden arviot ylittävät tässä saadun substanssiarvon. Tästä voidaan päätellä, että kukaan vastaajista ei ole arvioinut Yritys X:n arvoa liian alas.

### 3.5 Vapaan kassavirran mallin mukainen arvo Yritys X

#### 3.5.1 Vuosi 2012

Kuten tutkimuksessa on aiemmin käyty läpi, vapaan kassavirran mallissa laskeaan ensin operatiivinen kassavirta. Liikevoitto otetaan suoraan tuloslaskelmasta. Yritys X:llä ei ole osuuksia osakkuusyhtiöistä, joten tämä kohta merkitään nolllaksi. Yritys X on maksanut täydet verot, joten sillä ei ole verojen muutoksia. Tässä tilanteessa myös tämä erä voidaan ottaa suoraan tuloslaskelmasta. Verot vähentämällä päästään Yritys X:n operatiiviseen kassavirtaan. Sen suuruudeksi jää noin

55 500 euroa. Alla olevassa kuviossa on näkyvissä (Kuvio 4) vapaan kassavirran laskelma Yritys X:n kohdalla kokonaisuudessaan.

<b>Liikevoitto</b>		73 387
+	Osuus osakkuusyhtiöistä	0
-	Operatiiviset verot	-17 928
=	Operatiivinen kassavirta	55 459
+	Poistot	36 364
=	Bruttokassavirta	91 823
+/-	Muutos käyttöpääomassa	-4 832
-	Bruttoinvestoinnit	-21 000
=	Vapaa operatiivinen kassavirta	65 991
+/-	Muut erät (verojen jälkeen)	0
=	Vapaa kassavirta	65 991

Kuvio 4 Vapaan kassavirran erät Yritys X (Niemelä ym. 2011)

Poistot ovat suunnitelman mukaiset poistot eli 25 prosenttia koneiden ja kaluston jäljellä olevasta summasta sekä neljä prosenttia rakennuksen arvosta. Bruttokassavirta on noin 92 000 euroa. Investoinneissa näkyy vuonna 2012 ostettu auto, joka lisätään yrityksen koneet ja kalusto -erään seuraavana vuonna.

Käyttöpääoman muutos meni Yritys X:llä vuonna 2012 negatiiviseksi. Tämä johtuu siitä, että myyntisaamisia ei ollut tilinpäätöshetkellä, mutta ostovelkoihin merkitty summa oli 13 794 euroa. Vaihto-omaisuutta yrityksellä ei alan takia ole, joten käyttöpääoman muutokseen vaikuttavat siis myyntisaamiset ja ostovelat. Tämän lisäksi yrityksellä oli siirtosaamisia ja -velkoja, joten ne lisättiin mukaan. Kokonaisuudessaan Yritys X:n käyttöpääoma rakentuu seuraavan laskelman (Kuvio 5) mukaan.

Myyntisaamiset	0
- Ostovelat	-13 794
Siirtosaamiset	10 269
- Siirtovelat	-1 307
<b>= Käyttöpääoman muutos</b>	<b>-4 832</b>

Kuvio 5 Käyttöpääoman muutos Yritys X

Tulevia vuosia ajatellen laskelmassa näkyvät ostovelat tulevat olemaan pienempiä. Vuonna 2012 ostoveloissa näkyy tehdyn investoinnin maksuja, jotka on maksettu vuoden 2013 alussa pois. Uusia investointeja ei aiota toteuttaa ainakaan seuraavaan kahteen vuoteen.

Muut erät kohtaan tulee nolla, koska yrityksellä ei ole satunnaisia tuottoja tai kuluja tilikaudelta 2012. Yritys X:n vapaa kassavirta jää positiiviseksi noin 66 000 euroa.

### 3.5.2 Tulevat vuodet

Tulevaisuudessa liikevoiton uskotaan pysyvän tasaisena lukuun ottamatta niitä vuosia, jolloin on suunniteltu investointien teko. Liikevoitoksi on laskettu tuleville vuosille 1,2 ja 4 euromääräiseksi summaksi 75 000. Tämä perustuu tilinpäätöksen tietoihin. Vuosille 3 ja 5 on suunniteltu koneen vaihto ja tästä syystä liikevoitto-odotusta joudutaan hieman laskemaan. Investointivuosien liikevoiton odotusarvon on arvioitu olevan 70 000 euroa. Verot on laskettu uudella verokannalla eli 20 prosenttia liikevoitosta.

Poistojen kohdalla on laskettu yhteen rakennuksen menojäännöksestä neljä prosenttia ja kaluston menojäännöksestä 25 prosenttia. Kolmannen vuoden kohdalla kaluston menojäännökseen on lisätty uusi investointi, jonka arvo on 40 000 euroa. Tästä syystä kolmannen vuoden poisto on summaltaan edellistä vuotta isompi. Ennusteet on koottu seuraavanlaiseen kuvioon (Kuvio 6).

	Vuosi 1	Vuosi 2	Vuosi 3	Vuosi 4	Vuosi 5
<b>Liikevoitto</b>	75 000	75 000	70 000	75 000	70 000
+ Osuus osakkuusyhtiöistä	0	0	0	0	0
- Operatiiviset verot	-15000	-15000	-14000	-15000	-14000
<b>= Operatiivinen kassavirta</b>	<b>60 000</b>	<b>60 000</b>	<b>56 000</b>	<b>60 000</b>	<b>56 000</b>
+ Poistot	28 991	23 392	24 627	19 989	16 451
<b>= Bruttokassavirta</b>	<b>88 991</b>	<b>83 392</b>	<b>80 627</b>	<b>79 989</b>	<b>72 451</b>
+/- Muutos käyttöpääomassa	1 500	1 500	-4 500	1 500	-4 500
- Bruttoinvestoinnit	0	0	-40 000	0	-30 000
<b>= Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>90 491</b>	<b>84 892</b>	<b>36 127</b>	<b>81 489</b>	<b>37 951</b>
+/- Muut erät (verojen jälkeen)	0	0	0	0	0
<b>= Vapaa kassavirta</b>	<b>90 491</b>	<b>84 892</b>	<b>36 127</b>	<b>81 489</b>	<b>37 951</b>

Kuvio 6 Ennustetut kassavirrat Yritys X  
(Niemelä ym. 2011)

Käyttöpääoman suunnittelussa on tutkimuksessa aiemmin esiteltyjen tietojen lisäksi käytetty Taloussanomien Taloussanakirja-palvelua avuksi (Sanoma News Oy [Viitattu 19.4.2013].) Käyttöpääoman muutoksessa on arvioitu olevan paljon eroa vuoteen 2012 verrattuna. Myyntisaamiset on kuitenkin pidetty nollana vuoden 2012 tavoin. Alalla laskuihin suoritukset tulevat nopeasti, joten satunnaisia tilanteita lukuun ottamatta voidaan arvella myyntisaamiset alhaiseksi ja tässä tapauksessa nollassa. Ostovelosta on vähennetty vuoden 2012 uuden investoinnin aiheuttamat maksut. Velkoihin on jäänyt 4 000 euroa vähennyksen jälkeen.

Siirtosaamisissa on vuoden 2012 tilinpäätöksessä mukana isoimpana eränä lopullinen vero. Seuraavina vuosina yritys ei maksa ennakoon näin paljon veroja, joten palautustakaan ei oleteta tulevan näin paljon. Siirtosaamisiin jää palautuksen alentamisen jälkeen 4 000 euroa. Siirtovelat sisältävät ennakonpidätysvelan, mikä on pidetty ennallaan.

Bruttoinvestointeihin ei ole laitettu kahdelle seuraavalle vuodelle lisäyksiä, koska vuonna 2012 on tehty isompi hankinta. Kolmannelle vuodelle on laitettu investoinniksi koneen vaihto, jossa väliraha tulee olemaan noin 40 000 euroa. Neljännen vuoden aikana yritykselle ei ole suunniteltu hankintoja. Viimeiselle vuodelle on laskettu toisen koneen vaihto, mutta investoinnin summa on pienempi eli 30 000 euroa, koska kone on uudempi ja väliraha on näin arvioitu pienemmäksi.

Satunnaisia tuloja tai kuluja ei oleteta olevan tulevaisuudessakaan. Kuvion 7 alalaidassa näkyvät lopulliset ennustetut vapaat kassavirrat.

### 3.5.3 Oman pääoman tuottovaatimus Yritys X

Yritys X:n oman pääoman tuottovaatimus on määritetty CAP-mallia käyttäen. Ensiksi on selvitetty riskittömän koron osuus eli  $R_f$ . Tämä on saatu selville Suomen Pankin-sivuilta (Suomen Pankki 2013). Valtion obligaatioiden viimeisen viiden vuoden koroista on laskettu keskiarvo. Tulokseksi on saatu  $(0,87+2,08+1,78+2,70+3,88)/5 = 2,262$ .

Valtion obligaatiot ovat erityisesti kotitalouksille suunnattuja sijoituksia (Valtiokonttori 2012). Niitä ei lasketa liikkeelle säännöllisesti, vaan tämä riippuu markkinatilanteesta. Pienin sijoitettava summa on 1 000 euroa. Kuten Kauppalehti kertoo julkaisussaan (4.4.2013), valtion obligaatioiden korot ovat tällä hetkellä alhaisia. Tätä korkotasoa voidaan kuitenkin käyttää Yritys X:n kohdalla hyvin, koska ala on epävarmassa tilanteessa tällä hetkellä. Tästä syystä valittuna on vain viimeisen viiden vuoden jakso obligaatioiden keskimääräisestä korosta. Historiaan katsottaessa valtion obligaatiot nousevat korkotasoltaan, joten tämän ei haluta näkyvän laskelmassa.

Viimeisen kymmenen vuoden keskimääräinen riskipreemio Suomessa 2005 tehdyn kyselyn mukaan on 4,63 (Lindholm & Vilske 2005). Tutkimuksessa käytetään tätä lukua.

Näiden lisäksi määritettäväksi jää Yritys X:n henkilökohtainen riski eli beeta-kerroin. Tässä on käytetty apuna Kauppalehden sivuilta löytyvää esimerkkiä analyysistä, jossa määritellään yrityksen arvo (Balance Consulting 2013). Kuten tutkimuksessa on aikaisemminkin käsitelty, Yritys X:n aikaisempien tuottojen valossa tehdään johtopäätös siitä, että beeta-kertoimen tulee olla alle yksi. Tämä johtuu siitä, että kyseisen yrityksen tulos reagoi markkinoita vähemmän ja heilahtelu ei ole suurta.

Huomioon on myös otettu yrityksen pääomarakenne, jossa pitkäaikaista vierasta pääomaa ei ole ja lyhytaikaisen vieraan pääoman osuus ei ole hallitseva. Yritys on

kuitenkin altis investoinneista aiheutuville kuluille, koska investointien arvioidut summat ovat korkeita koneiden hintojen takia. Beeta-kertoimen oletetaan siis jäävän alle yhden, mutta investointien aiheuttama heilahtelu aiheuttaa riskiä. Näiden perusteiden mukaan tutkimuksessa beetan suuruuden on laskettu olevan 0,90.

Lukujen ollessa selvillä käytetään työssä esiteltyä CAP-mallin kaavaa. Laaditut luvut sijoitetaan siihen suoraan. Tällöin saadaan Yritys X:n oman pääoman tuotto-vaatimus selville.  $R_f$  eli riskitön korko on 2,262.  $\beta_i$  eli beeta-kerroin on 0,90.  $E(R_m) - R_f$  eli keskimääräinen riskipremio on 4,63. Alla olevassa kaavassa näkyy lukujen sijoitus.

$$R_E = 2,262 + 0,90 * 4,63$$

Oman pääoman tuottovaatimus on siis Yritys X:n kohdalla 6,429. Saadulla luvulla diskontataan ennustetut kassavirrat nykyhetkeen ja saadaan yrityksen arvo. Koko pääoman tuottoa ei ole hyvä käyttää Yritys X:n tilanteessa. Tämä johtuu siitä, että yrityksen pääomarakenteessa ei ole vierasta pääomaa osakaslainan lisäksi. Osakaslaina on korotonta velkaa, joten se ei vaikuttaisi tuottovaatimukseen.

### 3.5.4 Diskonttaus ja Yritys X:n arvo

Ensimmäisen vuoden ennustettu tulos oli 90 491 euroa. Tämä siirretään nykyi-kaan vain vuoden päästä, joten potenssiluku nimittäjässä on yksi.

$$\frac{90\,491}{(1 + 0,06429)^1} = 85\,024,75$$

Ensimmäisen ennustetun vuoden tuloksen arvo nykyhetkellä on siis noin 85 000 euroa. Toisen ennustetun vuoden nimittäjä korotetaan potenssiin kaksi.

$$\frac{84\,892}{(1 + 0,06429)^2} = 74\,945,71$$

Toisen vuoden nykyarvoksi tulee noin 74 900 euroa. Samoin laskettuna saadaan kolmannen vuoden arvoksi 29 967,60 eli 30 000 euroa. Tähän vaikuttaa alenta-vasti suunnitelman mukainen investointi. Neljännelle vuodelle nykyinen arvo on

63 512,48 eli 63 500 euroa ja viimeiselle eli viidennelle vuodelle 27 792,22 eli 27 800 euroa. Myös viimeiselle vuodelle suunniteltu investointi laskee kassavirtaa ja sitä kautta nykyarvoa.

Saatujen ennustettujen kassavirtojen arvot nykyhetkellä lasketaan yhteen. Summaan lisätään myös vuoden 2012 kassavirta, jota ei luonnollisesti tarvitse diskontata.

$$66\,000 + 85\,000 + 74\,900 + 30\,000 + 63\,500 + 27\,800 = 347\,200$$

Vapaan kassavirran mallilla Yritys X:n lopulliseksi arvoksi jää 347 200 euroa. Tämä ylittää asiantuntijoiden näkemykset, mutta jää alle omistajan määritelmän.

### **3.6 Yhteenveto kohdeorganisaation arvonmäärityksestä**

Yritys X:lle saatiin yhteensä viisi erisuuruista arvoa. Seuraavana esitettävässä taulukossa (Taulukko 7) on näistä yhteenveto. Matalin arvoista on substanssiarvo. Malli on yksinkertainen, eikä se huomioi lainkaan tulevaisuutta. Vapaan kassavirran mallissa tulevaisuus sen sijaan otetaan hyvin huomioon, mutta saatuun vastaukseen vaikuttaa paljon ennusteiden onnistumistaso. Vapaan kassavirran malli tarvitsee tuekseen paljon tietoa, jolloin luottamus määritettyyn arvoon kasvaa.

Taulukko 7 Yhteenveto saaduista arvoista

<b>Malli</b>	<b>Arvo</b>	<b>Huomioidut tekijät</b>
Substanssiarvo	201 783	Varat - Velat
Vapaan kassavirran malli	347 200	Nykyinen ja tulevat kassavirrat yhteensä
<b>Haastattelu</b>		
Omistaja	500 000	Voitto, omaisuus, imago, tulevaisuus
Asiantuntija 1	280 000	Liikevoitto, velat, omaisuus, oma pääoma
Asiantuntija 2	292 000	Liikevoitto x 4

Omistajalle yritys on arvokkain. Hänen määrittelemänsä arvon ja seuraavana tulevan vapaan kassavirran mallin arvon väliin jää 152 800 euroa. Omistajan huomioimat tekijät erottuvat myös joukosta. Asiantuntijoiden arviot nojaavat täysin tilinpäätöksen lukuihin ja ovat reippaasti omistajan arvion alapuolella.



## 4 JOHTOPÄÄTÖKSET

### 4.1 Näkökulma

Tutkimukseen otetun Yritys X:n arvo vaihteli välillä 280 000 euroa ja 500 000 euroa. Tämän lisäksi substanssiarvoa määritettäessä saatiin alin tulos eli tässä tapauksessa noin 202 000 euroa. Kaikilla määritetyillä arvoilla oli perusteet, mutta ne erosivat toisistaan radikaalisti.

Omistajalla mukana oli tunnearvoa. Hän arvostaa työtään, eikä ole valmis luopumaan yrityksestä. Omistaja liittyy yrityksensä arvoon tekijöitä, joita asiantuntijat tai arvonmäärittäsmallit eivät huomioi.

Asiantuntijat näkivät arvon suurimmaksi osaksi lukuina. Heidän mukaansa arvo rakentui tuotoista ja kuluista, jotka näkyivät yrityksen tilinpäätöksestä. Koska tutkimuksessa esitetyissä asiantuntijoiden haastatteluissa ei ollut mukana yrityksen nimeä, heidän arvionsa tosiaan rakentuvat puhtaasti tilinpäätöksen tietoihin.

Verottajan käyttämä substanssiarvo sopii hänen tarpeisiinsa, jolloin verotukseen saadaan siihen sopiva arvo. Verottajan määritelmä arvolle eroaa muista, koska hän tarkastelee arvoa työnsä kautta.

Vapaan kassavirran malli on yksi käytetyimpiä malleja arvoa määritettäessä. Vastaukseksi saatiin asiantuntijoiden ja omistajan määritelmien välissä oleva tulos. Kaikki laskelmat on kuitenkin toteutettu samalle esimerkkinä olleelle yritykselle.

Kuten tuloksista huomaa, arvoa voidaan katsoa useista eri näkökulmista ja vastaukseksi saadaan hyvin poikkeavia tuloksia. Arvoa määritettäessä on tärkeää lähteä liikkeelle siitä, millainen näkökulma määrittämisessä huomioidaan ja missä tilanteissa arvonmäärittäystä tarvitaan. Arvonmäärittäksen ominaisuuksiin kuuluu sen vaihtelevuus tekijän mukaan.

Aiemmin tutkimuksen teorian lopussa esitetty ennustus kuitenkin täyttyi. Omistajan arvo oli suurin ja verottajan matalin. Tutkimuksen mukaan tämän kaltainen ennustaminen yrityksen arvoon on siis mahdollista. Vapaan kassavirran mallin mukainen

tulos ja omistajan tulos olivat suhteellisen kaukana toisistaan ja eroa syntyi euro-määräisesti noin 153 000 euroa. Ero asiantuntijoihin oli vielä suurempi. Näitä eroja voitaisiin kuroa kiinni esimerkiksi tuomalla arvonmääritysmallit lähemmäksi yrittäjiä. On luonnollista, että arvonmäärityksen antamat tulokset vaihtelevat näkökulman mukaan. Tuomalla arvonmääritys helpommin lähestyttäväksi aiheeksi voitaisiin eroja kuitenkin mahdollisesti pienentää ja lisätä näin yhteisymmärrystä.

## 4.2 Prosessi

Arvonmäärityksen malleissa joudutaan paljon ennustamaan ja tekemään oletuksia. Tästä syystä prosessiin kannattaa varata aikaa. Arvonmääritys ei ole vain tietyn mallin käyttämistä, vaan tarvitaan huolellista suunnittelutyötä.

Yksi malli ei anna kovin luotettavaa vastausta, joten on tärkeää valita tarkoitukseen sopivimmat ja vertailla saatuja tuloksia. Näin pystytään saamaan arvosta laajempi ja kattavampi käsitys.

Arvon määrittäviä tekijöitä täytyy tarkastella perusteellisesti. Tällöin laskelmat ovat luotettavia. Esimerkiksi ennustusten tekemiseen käytetty pidempi pohdinta tuo mallille huomattavasti enemmän luottamusta kuin nopeasti kaavoilla lasketut luvut suoraan aikaisemmilta vuosilta.

Prosessina toteutettuna arvonmäärityksestä on eniten hyötyä. Se vie paljon aikaa ja on osaksi hidasta kunnolla toteutettuna, mutta saavutettu hyöty luo perusteet tälle. Myös asiantuntijan käyttäminen kokonaan tai osittain parantaa arvonmäärittystä.

Yrityksen arvon tunteminen paitsi helpottaa päätöksentekoa myös saa ajattelemaan tekijöitä, jotka muutoin saattaisivat unohtua. Kun arvonmäärityksen suorittaa prosessina, pohdinnat ja ennustukset aiheuttavat uusia näkökantoja ja tuottavat ideoita. Tietojen tarkka käsittely myös laajentaa tekijän tietoutta paitsi kyseisestä yrityksestä myös arvoon liittyvistä tekijöistä ja niiden mahdollisesti tarpeellisista muutoksista. Oma näkökanta arvon suhteen selkiytyy ja voidaan tarkastella myös, ovatko tekijän arvoon liittämät tiedot liiketoiminnan kannalta oikeita.

Monimutkaisuudesta huolimatta tutkimus suosittelee ainakin oman yrityksen arvonmäärittämistä. Valmista kaavaa ei tarvitse olla, koska enin hyöty saavutetaan pidemmällä prosessilla ja pohdinnalla. Johtopäätöksenä voidaan kuitenkin sanoa, että arvonmäärittämisestä keskustellaan nykyisessäkin ajassa liian vähän. Tutkimuksessa toivotaankin, että asia saisi enemmän keskustelutilaa ja yrittäjille luotaisiin mahdollisuudet määrittää oman yrityksensä arvo esimerkiksi tietyllä sivustolla [internetissä](#)Internetissä. Sivuston tarkoitus ei olisi lukujen syöttäminen, vaan yrittäjän johtaminen arvonmäärittämisprosessin läpi ohjeistaen. Arvonmäärittäminen näin liittyy helpottavaksi tekijäksi myös pienten ja keskisuurten yritysten päätöksentekoon ja toimintaan.

Arvonmäärittäminen etujana ei kannata rinnastaa vain vertailua mahdollistaviin saavutuksiin tai isompien yritysten työkaluksi. Verottaja käyttää arvonmäärittäystä työssään, sijoittajat päätöksissään ja samalla tavoin myös yrittäjät voisivat hyödyntää prosessina toteutettua määrittelyä. Esimerkiksi ennustukset auttaisivat suunnittelemaan tulevaisuutta paremmin tai oman näkemyksen yrityksen tilasta pystyisi tarkastamaan.

### 4.3 Tutkimuksen pohdinta

Arvonmäärittäminen monimutkaisuuden vuoksi tutkimuksessa on jouduttu tekemään tiettyjä oletuksia. Nämä ovat saattaneet vaikuttaa tutkimuksen tuloksiin oleellisesti. Esimerkkinä tällaisista oletuksista tai puutteista on pääoman tuottovaatimuksen laskeminen. Näihin puutteisiin on yritetty suunnittelulla vaikuttaa.

Koska pääoman tuottovaatimus on niin laaja asiakokonaisuus, sitä ei ole voitu perustavasti tutkia tässä arvonmäärittämisestä koskevassa työssä. Pääoman tuottovaatimus on muodostettu tutkimuksessa esille nostettujen perusteiden ja keskimääräisten arvojen mukaan. Tämä vaikuttaa oleellisesti vapaan kassavirran mallilla saatuun tulokseen ja on voinut vääristää sitä. Tutkimuksessa pyritään ottamaan käyttöön juuri keskimääräiset luvut, jotta vääristyminen minimoitaisiin.

Tutkimusta toteutettaessa nousi esiin vapaan kassavirran malliin liitetyt ongelmat. Ennusteiden tekeminen tulevaisuuteen on hankalaa. Vaikka tutkimukseen on saa-

tu paljon omistajalta suoraan tullutta tietoa, viiden vuoden päähän tehtävillä ennustuksilla on suuri riski mennä harhaan. Vapaan kassavirran mallissa kassavirrat ovat tärkeässä asemassa ja niiden virheellinen arviointi johtaa väärään tulokseen. Yrityksen kassavirrat on kuitenkin valittu ennustaa viiden vuoden päähän, koska omistajan haastattelussa ilmi tuli yrityksen tulevaisuuden investoinnit. Kassavirtojen ennustuksessa on käytetty sekä historiaan perustuvia tietoja että omistajan kertomaa. Tämän lisäksi virhemarginaalin pienentämiseksi on otettu selvää yrityksen alalla vallitsevasta tilanteesta. Tästäkin huolimatta ennustukset saattavat asettaa tuloksen täysin eriäväksi todellisuuden kanssa.

Nämä tekijät liittyvät nimenomaan mallilla määritettyyn arvoon ja tutkimukseen on otettu tästä syystä mukaan haastattelut ja substanssiarvo. Näihin vertaamalla voidaan sanoa, että mallilla saatu vastaus on hiukan korkea, mutta todennäköisesti ei liiaksi vääristynyt.

Tutkimus todisti hyvin, mitkä asiat arvonmäärityksessä kannattaa huomioida. Näkökulman valinta ja suunnittelun tärkeys nousivat esiin, kuten tutkimuksen teoriaosassa ajateltiin. Myös ennustettu järjestys, missä kerrottiin omistajan arvon olevan euromääräisesti suurin ja tekijöiltään laajin, piti paikkansa. Myös substanssiarvon summaksi saatiin, kuten teoriassa ennustettiin, pienin arvo. Vapaan kassavirran malli asettui euromääräisesti näiden kahden väliin samoin kuin kirjanpitäjien arviot.

Johtopäätöksissä mainittu yrityksen arvonmäärityksen tuominen lähemmäksi myös pienempien yritysten johtajia olisi hyvä asia. Käytännössä kuitenkin yrittäjien arki on kiireistä ja harvoilla olisi aikaa sitoutua pitkään prosessiin, kuten arvonmääritys. Internetin välityksellä halukkaat kuitenkin pystyisivät hyödyntämään tästä tulevia etuja ja ehkä saamaan esimerkiksi osan prosessista osaksi yrityksen toimintaa. Tällaiselle palvelulle tarvittaisiin hyvä markkinointi, jotta kohderyhmä kiinnostuisi.

Jatkotutkimuksena aiheeseen voisi perehtyä esitellyn Internet-palvelun kysyntään kantaa ottaen tai toteuttaa tutkimuksen laajemmalla otannalla. Tällöin voisi tehdä tarkempia johtopäätöksiä siitä, kuinka haluttu esitetty palvelu olisi tai kuinka tarkasti eri näkökulmien kesken yrityksen arvo jakaantuu. Mielenkiintoista olisi myös selvittää, voisiko näitä eri näkökulmien eroja saada pienentymään pelkästään

tuomalla kyseessä olevan yrityksen paremmin esille. Esimerkiksi tämän voisi toteuttaa kertomalla asiantuntijoille haastatteluissa tarkemmin yrityksen tietoja, kuten henkilökunnan osaamisesta tai yrityksen saavuttamasta asiakasverkostosta. Toisaalta voitaisiin tutkia vaikuttaako tunnearvoa tuntevan omistajan näkemykseen alentavasti tarkempi tieto arvonmäärityksestä esimerkiksi perusasioita kertomalla tai asiantuntijoiden näkemykset esittelemällä.

## LÄHTEET

Asiantuntija1. 2013. Kirjanpitäjä. Yrityslakenta Oy. Haastattelu 8.4.2013.

Asiantuntija2. 2013. Taloustieteiden maisteri. Haastattelu 16.4.2013.

Balance Consulting. 27.3.2013. Balance Arvo; Yrityksen arvonmääritys; Malliyritys Oy. [Verkkajulkaisu]. Helsinki: Balance Consulting. [Viitattu 3.5.2013]. Saatavana: [http://kuvat.kauppalehti.fi/5/i/pdf/balance/malli\\_BARvo.pdf](http://kuvat.kauppalehti.fi/5/i/pdf/balance/malli_BARvo.pdf)

Finlex. 22.12.2005. Laki varojen arvostamisesta verotuksessa. [Verkkajulkaisu]. Oikeusministeriö: Edita Publishing Oy. [Viitattu 24.4.2013]. Saatavana: <http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2005/20051142#L2>

Häkkinen, K. 1996. Fenomenografisen tutkimuksen juuria etsimässä. Jyväskylä: Jyväskylän yliopisto/opettajankoulutuslaitos.

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

Kangas, E. 2012. Yrittäjäpolvenvaihdos – Yrittäjän opas: EBO – Employee Buy Out. Erkki K. Kangas.

Kauppalehti. 4.4.2013. Piensijoittajat hylkivät valtion obligaatioita. [Verkkajulkaisu]. Helsinki: Kauppalehti Oy. [Viitattu 10.5.2013]. Saatavana: <http://www.kauppalehti.fi/etusivu/piensijoittajat+hylkivat+valtion+obligaatioita/201304393607>

Kytönen, E. 2012. Tilinpäätösanalyysi. Kurssi. 5.11.2012. Seinäjoen ammattikorkeakoulu. Liiketalouden, yrittäjyyden ja ravitsemisalalan yksikkö. Liiketalouden koulutusohjelma. Julkaisematon.

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

Leppiniemi, J. 2008. Ratkaisuja tilinpäätäjän ongelmiin. 2. uudistettu painos. Helsinki: WSOY pro.

Lindholm, M & Vilske, K. 2005. Markkinariskipreemio Suomen osakemarkkinoilla. [Verkkajulkaisu]. Price Water House Coopers. [Viitattu 2.5.2013]. Saatavana: [http://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/markkinariskipreemio\\_05.pdf](http://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/markkinariskipreemio_05.pdf)

Niemelä, J., Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Svennas, K. & Wilkman N. 2011. Yrityskauppa. 1. painos. WSOYpro Oy.

Rantanen, J. 2012. Arvonmääritys Yrityskaupassa. Suomen Yrittäjien Sypoint Oy.

Sanoma News Oy, Taloussanomat. Taloussanakirja: käyttöpääoma. [Verkkajulkaisu]. Helsinki: Sanoma News Oy/ Tapio Sadeoja. [Viitattu 19.4.2013]. Saatavana:

<http://www.taloussanomat.fi/porssi/sanakirja/?termi=k%E4ytt%F6p%E4%E4oma>

Suomen Pankki. 10.5.2013. Suomen valtion viitelainojen korot. [Verkkajulkaisu]. Helsinki: Suomen Pankki. [Viitattu 10.5.2013]. Saatavana:

[http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/korot/pages/tilastot\\_arvopaperimarkkinat\\_velkapaperit\\_viitelainojen\\_korot.fi.aspx#Pae7e7c1b111f497f831ddad53d1f4d7b\\_3\\_39iTOR0x1](http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/korot/pages/tilastot_arvopaperimarkkinat_velkapaperit_viitelainojen_korot.fi.aspx#Pae7e7c1b111f497f831ddad53d1f4d7b_3_39iTOR0x1)

Valtiokonttori. 19.12.2012. Valtion tuotto-obligaatiot. [Verkkajulkaisu]. Helsinki: Valtiokonttori. [Viitattu 30.4.2013]. Saatavana: [http://www.valtiokonttori.fi/fi-FI/Valtionvelka\\_ja\\_talous/Valtionvelka/Tuottoobligaatiot](http://www.valtiokonttori.fi/fi-FI/Valtionvelka_ja_talous/Valtionvelka/Tuottoobligaatiot)

Varamäki, E. 2012. Perheyrittäjäys ja omistajanvaihdos-kurssi. Luento. 23.10.2012. Seinäjoen ammattikorkeakoulu. Liiketalouden, yrittäjyyden ja ravitsemisalan yksikkö. Liiketalouden koulutusohjelma. Julkaisematon.

Yritys X:n omistaja. 2013. Toimitusjohtaja. Yritys X. Haastattelu 5.4.2013.

## LIITTEET



**LIITE 1 Yritys X:n tuloslaskelma tilinpäätöksessä 2012**

	1.8.-11 - 31.7.-12
<b>LIKEVAIHTO</b>	213 782,92
<b>Materiaalit ja palvelut</b>	
Ostot tilikauden aikana	42 431,92
Ostetut palvelut	0,00
<b>Henkilöstökulut</b>	
Palkat ja palkkiot	40 698,12
Henkilösivukulut:	
Eläkekulut	10 026,08
Muut henkilösivukulut	3 588,00
	<u>54 312,20</u>
<b>Poistot ja arvonalentumiset</b>	
Suunnitelman mukaiset poistot	36 364,00
<b>Liiketoiminnan muut kulut</b>	<u>7 288,01</u>
<b>LIKEVOITTO/-TAPPIO</b>	73 386,79
<b>Rahoitustuotot ja -kulut</b>	
Korkotuotot	66,40
Korkokulut ja muut rahoituskulut	277,96
<b>VOITTO/TAPPIO ENNEN TILINPÄÄTÖS- SIIRTOJA JA VEROJA</b>	73 175,23
Välittömät verot	<u>17 928,28</u>
<b>TILIKAUDEN VOITTO/TAPPIO</b>	<b>55 246,95</b>

## LIITE 2 Yritys X:n tase tilinpäätöksessä 2012

	31.7.2012
<b>VASTAAVAA</b>	
<b>PYSYVÄT VASTAAVAT</b>	
<b>Aineelliset hyödykkeet</b>	
Rakennukset	196 281,15
Koneet ja kalusto	<u>84 557,84</u>
	280 838,99
Osakkeet ja osuudet	4 400,00
<b>VAIHTUVAT VASTAAVAT</b>	
<b>Saamiset</b>	
Myyntisaamiset	0,00
Lainasaamiset	4 000,00
Muut saamiset	0,00
Siirtosaamiset	<u>10 268,79</u>
	14 268,79
<b>Rahat ja pankkisaamiset</b>	
Rahat ja pankkisaamiset	<u>88 818,46</u>
	<u>100 520,25</u>
	<b>388 326,24</b>
<b>VASTATTAVAA</b>	
<b>OMA PÄÄOMA</b>	
Osakepääoma	8 073,02
Ed. tilikausien voitto/tappio	113 422,30
Tilikauden voitto/tappio	<u>55 246,95</u>
	176 742,27
<b>VIERAS PÄÄOMA</b>	
Pitkäaikainen	
Lainat rahoituslaitoksilta	0,00
Lyhytaikainen	
Ostovelat	13 793,72
Muut velat	196 483,23
Siirtovelat	<u>1 307,02</u>
	211 583,97
	<b>388 326,24</b>

## **LIITE 3 Haastattelukysymykset**

### **Arvonmääritys yleisesti**

**1. Mitkä tekijät mielestäsi vaikuttavat yrityksen arvoon?** Mielellään neljä tärkeintä.

**2. Jos koko yrityksen arvon katsotaan olevan 100 prosenttia, millaisessa suhteessa mielestäsi se jakaantuu kirjalliseen tietoon, kuten tilinpäätöksen lukuihin ja käytäntöä koskeviin tietoihin? Käytännön tietoihin liitetään niin sanottua hiljaista tietoa eli henkilökunnan osaaminen, toimiala tai asiakassuhteet.**

### **Arvonmääritys Yritys X**

**3. Mikä olisi kyseisen Yritys X:n arvo mielestäsi?** Esitetyistä tilinpäätösluvuista voi laskea oman määritelmän.

**4. Mistä tämä arvio muodostui?** Kyseisen yrityksen kohdalla, mihin huomio kiinnittyi ja mitkä tekijät vaikuttivat?