TURUN YLIOPISTO
Kauppakorkeakoulu

Yrityskaupan riskitekijöiden vaikutus käytettyihin arvonmääritysmenetelmiin

Laskentatoimi ja rahoitus,
Laskentatoimen ja rahoituksen laitos
Pro gradu -tutkielma

Laatija:
Niilo Nurmi

Ohjaaja:
KTT Sinikka Lepistö

7.9.2025
Pori

Opiskelijan lausunto tekoälyn käytöstä tähän tutkielmaan liittyen:

☐ **En ole käyttänyt tekoälyä hyödyntäviä työkaluja** tätä tutkielmaa kirjoittaessani.

☒ **Olen käyttänyt tekoälyä hyödyntäviä työkaluja** tätä tutkielmaa kirjoittaessani. Tämä käyttö on dokumentoitu tutkielman liitteessä. Vakuutan, että tekoälyä käytettiin yliopiston ohjeistuksen mukaisella tavalla.

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Pro gradu -tutkielma

Oppiaine: Laskentatoimi ja rahoitus
Tekijä: Niilo Nurmi
Otsikko: Yrityskaupan riskitekijöiden vaikutus käytettyihin arvonmääritysmenetelmiin
Ohjaaja: KTT Sinikka Lepistö
Sivumäärä: 65 sivua (+ liitteet 1 sivu)
Päivämäärä: 7.9.2025

Tiivistelmä

Yrityskauppojen merkitys liiketoimintastrategiassa kasvun ajurina on kasvattanut merkitystään viimeisten vuosikymmenten aikana. Ne tarjoavat yrityksille mahdollisuuden synergiaetujen saavuttamiseen, maantieteelliseen laajentumiseen ja kilpailuedun vahvistamiseen nopealla aikajänteellä. Yrityskauppoihin liittyvät riskit voivat johtaa yrityskaupan epäonnistumiseen sekä korkeiden kustannusten kertymiseen. Näiden riskien merkitys on korostunut lähiaikoina kansainvälisen politiikan sekä rahoitusympäristön muutosten kautta. Tämän vuoksi yrityskauppoihin liittyvien riskien tunnistaminen ja näiden vaikutusten merkitysten ymmärtäminen on tärkeää.

Tässä työssä tutkitaan yrityskauppoihin liittyviä riskejä ja niiden kohdistumista yrityskaupan eri osapuolille. Lisäksi näiden riskien vaikutusta tutkitaan arvonmäärityksessä käytettäviin arvonmääritysmenetelmiin. Tutkimuksen johtopäätökset perustuvat empiiriseen tutkimukseen sekä kirjallisuuskatsaukseen. Empiirinen tutkimus on toteutettu haastattelemalla viittä eri yrityskauppaan osallistuneen yrityksen edustajaa. Yrityksistä kolme edustivat ostajaa sekä kaksi myyjää yrityskaupan aikana. Haastatteluissa kerätty aineisto on analysoitu temaattisella tutkimuksella. Temaattisen tutkimuksen kautta tunnistetut riskit luokiteltiin yrityskaupan molemmille tai vain toiselle osapuolelle analyysin tulosten pohjalta. Haastatteluissa kerätyn aineiston pohjalta tunnistettiin riskien vaikutusta kohdetapauksissa käytettyihin arvonmääritysmenetelmiin. Tutkimuksen kirjallisuuskatsauksessa esitellään yrityskauppaprosessi, yleisimmät arvonmääritysmenetelmät sekä kirjallisuudessa esitellyt yrityskauppoihin liittyvät riskit

Suurin osa riskeistä kohdistuivat yrityskaupassa kummallekin osapuolelle, mutta myös vain toista osapuolta koskevia riskejä löydettiin. Merkittävimpänä yrityskauppoihin liittyvänä riskinä tunnistettiin arvonmääritykseen liittyvä riski. Ostajaa koskeva riski ylihinnan maksamisesta sekä myyjän riski alihintaan myymisestä nousivat jokaisessa haastattelussa kriittisimpänä riskinä esiin. Noin puolet tunnistetuista riskeistä vaikuttivat haastatteluiden pohjalta käytettyihin arvonmäärityskertoimiin luoden tarpeen useamman arvostusmenetelmän käytölle. Kaikissa tapauksissa hyödynnettiin kerroinpohjaista arvonmääritysmenetelmää referenssipisteen asettamiseen ja tämän lisäksi liiketoiminnan perusteella valittiin toinen arvonmääritysmenetelmä. Usein yrityskauppaa koskevat riskit johtivat kerroinanalyysin hyödyntämiseen, mutta kahdessa tapauksessa myös toisen arvonmääritykseinon valintaan.

Avainsanat: yrityskauppa, arvonmääritys riskinhallinta, riskit yrityskaupassa

SISÄLLYS

1 Johdanto 7

1.1 Tutkimuksen tavoitteet, rajaukset ja tutkimuskysymykset 7

1.2 Tutkimuksen rakenne 8

2 Yrityskauppa ja arvonmääritys 10

2.1 Yrityskauppa ja sen vaiheet 11

2.2 Kauppahinta ja yrityskauppapreemio 13

2.3 Substanssiarvo 16

2.4 Arvonmäärityksen malleja 17

2.4.1 Osinkoperusteinen arvonmääritysmalli 17

2.4.2 Kassavirtaperusteinen arvonmääritysmalli 19

2.4.3 Arvonmääritys lisäarvomallilla 22

2.4.4 Arvonmääritys kerroinanalyysillä 22

2.5 Tuottovaatimus pääomalle 23

2.6 Epävarmuustekijät yrityskauppaprosessissa ja kaupan epäonnistuminen 26

3 Yrityskauppaan sisältyvät riskit 29

3.1 Riskitekijät ennen yrityskauppaneuvotteluja 29

3.1.1 Tarjousprosessi ja ehdokkaiden valinta 29

3.1.2 Verotus 30

3.1.3 Osapuolten sitoutuminen 31

3.2 Riskitekijät yrityskauppaneuvotteluiden aikana 32

3.2.1 Sopimustekniset riskit 32

3.2.2 Valmistautuminen neuvotteluihin 33

3.2.3 Rahoitusmuodon valinta 34

4 Tutkimusmetodologia 36

4.1 Tutkimusote ja menetelmät 36

4.1.1 Tutkimusfilosofia 36

4.1.2 Päättelyn logiikka 37

4.1.3 Metodologiset valinnat 37

4.1.4 Tutkimusstrategia 38

4.1.5 Tutkimuksen aikahorisontti 38

4.1.6 Tutkimusaineiston keruu- ja analysointimenetelmät 39

4.2 Tutkimuksen reliabiliteetti ja validiteetti 40

5 Tutkimustulokset ja tarkastelu 42

5.1 Yrityskaupoissa tunnistetut riskit 47

5.1.1 Ostajien tunnistamat riskit 47

5.1.2 Myyjien tunnistamat riskit 50

5.1.3 Synteesi 53

5.2 Kohdeorganisaatioiden yritysostoissa käyttämät arvonmääritysmenetelmät 56

5.3 Riskitekijöiden vaikutus valittuun arvonmääritysmenetelmään 57

6 Johtopäätökset 60

6.1 Tutkimuskysymyksiin vastaaminen 60

6.2 Tutkimuksen rajoitteet 61

6.3 Jatkotutkimusehdotukset 61

Lähteet 63

Liitteet 66

Liite 1 Selvitys tekoälyn käytöstä 66

KUVIOT

Kuva 1. Yrityskauppaprosessi, prosessin vaiheet ja näiden aikaiset tehtävät (Mukaillen, Katramo et al., 2013) 12

Kuva 2. Neuvottelualue lopulliselle kauppahinnalle yrityskaupassa (Mukaillen, Leppiniemi, 1999) 15

Kuva 3. Yrityksen arvo myyjälle sekä ostajalle (Mukaillen, Katramo et al., 2013) 16

Kuva 4. Tutkimusmetodologian sipulimalli (Mukaillen, Saunders et al., 2019) 36

TAULUKOT

Taulukko 1. Yrityksen vapaan kassavirran laskenta (Mukaillen, Kallunki & Niemelä, 2004) 21

Taulukko 2. Tutkimuksessa haastatellut yritysten edustajat, toimialat, ajankohdat ja kestot 39

Taulukko 3. Ostaja 1 - Haastatteluiden havainnot ja käytetyt arvostusmenetelmät 43

Taulukko 4. Ostaja 2 - Haastatteluiden havainnot ja käytetyt arvostusmenetelmät 44

Taulukko 5. Ostaja 3 - Haastatteluiden havainnot ja käytetyt arvostusmenetelmät 45

Taulukko 6. Myyjä 1 - Haastatteluiden havainnot ja käytetyt arvostusmenetelmät 46

Taulukko 7. Myyjä 2 - Haastatteluiden havainnot ja käytetyt arvostusmenetelmät 47

Taulukko 8. Yrityskaupassa ostajien tunnistamat riskit 48

Taulukko 9. Yrityskaupassa myyjien tunnistamat riskit 51

Taulukko 10. Tunnistettujen riskien vaikutus yrityskaupan osapuoliin 53

Taulukko 11. Arvonmääritysmenetelmään vaikuttavat riskit 57

1 Johdanto

Yrityskaupat ovat nykyaikaisissa liiketoimintastrategioissa yksi keskeinen keino organisaatioiden nopeaan kasvuun, teknologisen osaamisen vahvistamiseen, synergiaetujen saavuttamiseen ja kilpailuedun vahvistamiseen. Kuitenkin näihin yrityskauppoihin liittyvät riskit ovat kasvaneet viimeisten vuosien aikana taloudellisen epävakauden, kansainvälisen politiikan sekä rahoitusympäristön muutosten vuoksi. Nämä ilmiöt ovat kasvattaneet riskienhallinnan roolia keskeisenä tekijänä yrityskaupoissa (García-Nieto et al., 2024).

Globaalisti yrityskauppojen kokonaisarvo vuonna 2023 oli noin 2,9 biljoonaa Yhdysvaltain dollaria ollen heikoin kymmeneen vuoteen. Kuitenkin jo 2024 vuoden ensimmäinen vuosipuolisko tarjoaa positiivista näkyä pandemian jälkeiselle yrityskauppojen kasvulle. (Potynska, 2024) Kasvu kansainvälisissä yrityskaupoissa viittaa näiden strategiseen merkitykseen sekä kriittisyyteen myös tulevaisuudessa kansainvälisen liikkuvuuden elpyessä jälleen entiselle tasolleen.

Yrityskauppojen merkittävien etujen takana piilee samanaikaisesti merkittäviä riskejä yrityskauppaprosessin kaikissa vaiheissa. Riskit kuten virheelliset kuvitelmat arvostuksesta, kulttuurilliset erot yrityksen välillä, teknologisen kehityksen valmius ja rahoitusmuodon valinta nousevat akateemisessa tutkimuksissa yrityskaupoista esiin (Damodaran, 2008; Katramo et al., 2013; Rizzi, 2007; Speechley, 2008). Yrityskauppojen kansainvälistyessä myös poliittiset riskit ovat alkaneet korostu lainsäädännön sekä alueellisen kilpailun vuoksi (Speechley, 2008).

Suuresta suosiostaan huolimatta suuren osan yrityskaupoista on tunnistettu tuottavan negatiivisia liiketoiminnallisia lopputuloksia kohdeyrityksille. Jopa 50% yrityskaupoista onkin tutkimusten mukaan tappiollisia (Teerikangas, 2012). Vaikka yrityskaupat voivat epäonnistua prosessin kaikissa vaiheissa, ovat nämä epäonnistumiset usein seurausta vajavaisista valmisteluista sekä liian suurista odotuksista. Yrityskauppoihin liittyvien riskien laaja kirjo vaatii kokonaisvaltaista riskienhallintaa ja huolellista due diligence -prosessia hyvissä ajoin ennen transaktion toteuttamista (García-Nieto et al., 2024; Katramo et al., 2013).

1.1 Tutkimuksen tavoitteet, rajaukset ja tutkimuskysymykset

Tutkimuksen tavoitteena on tunnistaa riskejä, joita yrityskauppaprosessissa voi ilmetä. Riskit pyritään tutkimuksessa luokittelemaan sen mukaan koskevatko ne vain yhtä vai kumpaakin osapuolta yrityskaupassa. Lisäksi tutkimuksen avulla pyritään muodostamaan ymmärrys näiden riskien vaikutuksesta arvonmäärityksessä valittuun menetelmään. Tutkimuksen pohjalta pyritään muodostamaan

malli, jonka avulla voidaan tunnistaa riskien ilmetessä soveltuvat arvonmääritykeinot yrityskauppaprosessiin. Tutkimuskysymyksiksi muodostuivat seuraavat:

TK1: Mitä riskejä yrityskauppaprosessiin sisältyy eri osapuolten näkökulmasta?

TK1.1: Miten nämä riskit vaikuttavat valittuihin arvonmääritysmenetelmiin?

Pää- sekä alatutkimuskysymykseen pyritään vastaamaan tutkimuksen aikana tehtyjen viiden haastattelun pohjalta. Päätutkimuskysymyksen tavoitteena on tunnistaa erilaiset yrityskauppaprosessiin liittyvät riskit, jotka tämän jälkeen pyritään luokittelemaan apututkimuskysymyksessä ostajia sekä myyjiä koskeviksi riskeiksi. Apututkimuskysymyksen tavoitteena on linkittää yrityskauppoihin liittyvät riskit käytettyyn arvonmääritysmenetelmään ja näin ollen tutkia riskien vaikutusta valittuihin menetelmiin. Haastatteluiden kautta kerättyä dataa pyritään tutkimuksessa validoimaan aikaisemman kirjallisuuden pohjalta. Näin ollen haastatteluiden kautta pyritään tunnistamaan riskejä, joita aiemmassa kirjallisuudessa ei ole ennen esitelty.

Tutkimus on rajattu saatavilla olleiden viiden haastatellun yrityksen mukaisiin ostajiin sekä myyjiin. Näin ollen samasta yrityskaupasta ei ole saatavilla kummankin osapuolen edustajaa. Kyseiset yritykset kuitenkin edustavat kumpaakin yrityskaupan osapuolta ja erilaisia toimialoja. Tutkimus ei ole näin ollen toimialaspesifi katsaus yrityskauppoihin vaan edustaa geneeristä mallia.

1.2 Tutkimuksen rakenne

Tutkimus koostuu johdannosta ja kuudesta tätä seuraavasta luvusta. Johdanto käsittelee tutkimuksen taustat, tavoitteet sekä tutkimusta koskevat rajoitteet. Lisäksi johdannossa esitetään tutkimuskysymykset.

Tämän tutkimuksen toinen ja kolmas luku muodostavat kirjallisuuskatsauksen, jossa käsitellään relevantti teoria tutkimuksen sekä käsiteltävän aihealueen ympäriltä. Kirjallisuuskatsauksessa tutkitaan yrityskauppaprosessia, arvonmääritysmenetelmiä ja yrityskauppoihin sisältyviä riskejä. Katsauksen aliluvut käsittelevät yrityskauppaprosessin alusta loppuun sekä eri vaiheisiin sisältyviä riskejä, jotka voivat estää yrityskauppaa onnistumasta. Lisäksi luvussa avataan tarkemmin erilaisia yrityskaupan arvonmääritykseen soveltuvien menetelmiä sekä laskukaavoja.

Neljännessä luvussa käsitellään tutkimusmetodologiaa sekä tutkimuksen toteutustapaa. Luvussa esitetään näkökulmat tutkimuksen takana sekä menetelmät tutkimusaineiston keruuseen. Luvun lopussa analysoidaan tutkimuksen reliabiliteettia ja validiteettia.

Viidennessä luvussa esitetään tutkimuksen tulokset sekä käsitellään näitä tuloksia yhdessä aikaisemman kirjallisuuden kanssa. Luku käsittelee yrityskaupoissa esiintyviä riskejä myyjän, ostajan sekä kummankin osapuolen osalta. Lisäksi luvussa käsitellään näiden riskien vaikutusta kohdeyrityksissä käytettyihin arvonmääritysmenetelmiin.

Tutkimuksen kuudennessa luvussa esitetään muodostuneet johtopäätökset ja arvioidaan tutkimuksen kykyä vastata tutkimuskysymyksiin. Lopuksi luvussa esitetään tutkimuksen rajoitteet ja tulevaisuuden jatkotutkimustarpeen aiheen ympärillä.

2 Yrityskauppa ja arvonmääritys

Yrityskaupat ovat yleistyneet merkittävästi kansainvälisessä kentässä viimeisten vuosikymmenten aikana. Yhdeksi merkittäväksi syyksi on tunnistettu siitä yritysjärjestelyitä seuraava positiivinen kehitys (Andrade et al., 2001). Yrityksen toiminnallisista uudelleenjärjestelyistä, kuten synergiaeduista, on tunnistettu arvonnousua ostajan lisäksi myös myyjän osakkeissa (Jarrell et al., 1988). Näin ollen yritysjärjestelyjen hyödyt auttavat usein kumpaakin yritystä jo lyhyellä aikavälillä.

Vaikka yritysjärjestelyt tarjoavat arvonluontimahdollisuuksia, ei niiden onnistuminen ole itsestään selvää. Yritysostojen epäonnistumisprosentti on usein puhuttu aihe ja sen todennäköisyys pyörii 50 prosentin molemmin puolin. Epäonnistumisten taustalla ovat usein ongelmat organisaatioiden yhteen sopimisessa sekä inhimillisten tekijöiden aliarvioinnissa. Inhimillisen tekijät yrityskaupan onnistumisen ja epäonnistumisen välillä voivat olla psykologisia, kulttuurillisia tai organisatorisia (Teerikangas, 2012). Tämän vuoksi niiden aliarvioiminen voi johtaa epäonnistumiseen yrityskaupan aikana eri kohdissa.

Yritysjärjestelyjä on tutkittu paljon myös akateemisissa julkaisuissa. Näiden tutkimusten painopiste on kuitenkin usein keskittynyt kaupan jälkeisiin osakekurssien kehitykseen. Tällöin yrityskauppojen vaikutukset organisaation laajempaan toimintaan sekä arvon muodostumiseen ovat jääneet pienemmälle huomiolle. (Meglio & Risberg, 2010) Näin ollen kokonaiskuvan tarjoaminen pelkän osakemarkkinareaktion kautta ei riitä luomaan kattavaa kokonaiskuvaa yrityskauppojen onnistumisesta.

Keskeinen osa yrityskauppaprosessia on yrityksen arvonmääritys, koska sen perusteella määritellään lähtökohdat neuvotteluille sekä kauppahinnalle. Katramo ym. (2013) korostavat systemaattisen ja perustellun arvonmäärityksen merkitystä kohdeyrityksen todellista arvoa kuvaavan kauppahinnan löytämiseksi. Kuitenkin arvonmääritykseinojen ja mallien monimutkaisuus sekä laajuus voivat vaikuttaa tuloksen luotettavuuteen. Kallunkin ja Niemelän (2004) mukaan yksinkertaisilla tunnusluvuilla voidaan saavuttaa hyviä tuloksia, mutta nämä ovat usein kehittyneitä teoreettisia malleja heikompia.

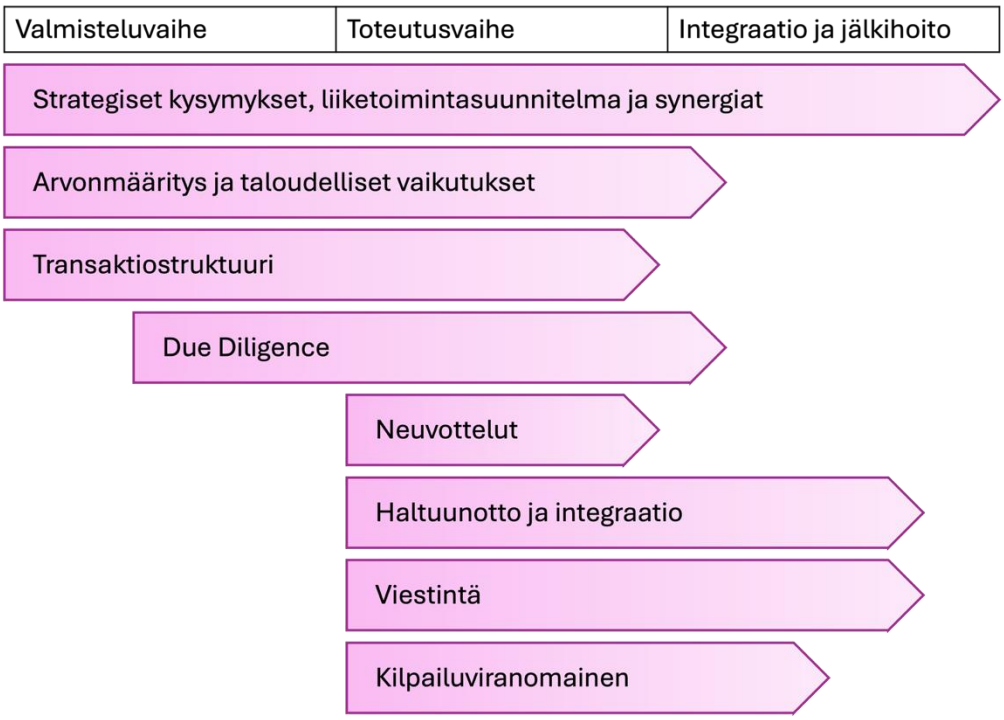
Kokonaisuudessaan yrityksen arvon katsotaan muodostuvan oman ja vieraan pääoman markkina-arvojen summasta. Näistä vieraan pääoman arvon määrittäminen on yleensä suoraviivaista tasepohjaisesti, sillä yrityksen taseeseen kirjattu vieraan pääoman kirjanpidollinen arvo vastaa usein vieraan pääoman markkina-arvoa. Puolestaan oman pääoman arvonmääritys on monimutkaisempaa ja siihen soveltuvat keinot ovat kehittyneet vuosien mittaan. Pitkään arvonmääritys ja siihen liittyvä

tutkimus pohjautuivat perinteiseen osinko- sekä kassavirtamalliin (Edwards & Bell, 1965), jonka oheen kehittyi 1990-luvun puolella yrityksen tuottaman lisäarvon malli (Ohlson, 1995). Kumpikin näistä malleista tuottaa tärkeää informaatiota tulevaisuuden tuloskehityksen ja tähän vaikuttavien epävarmuustekijöiden arviointiin (Kallunki & Niemelä, 2004).

Tässä tutkimuksessa arvonmääritystä tarkastellaan ulkopuolisten analyysien näkökulmasta. Tarkasteltavat analyysit tässä työssä ovat substanssiarvo, kassavirtaperusteiset mallit, lisäarvomalli sekä pääoman tuottovaatimus. Näiden analyysien kautta työ tarjoaa monipuolisen pohjan yrityskaupan taloudellisen arvioinnin ymmärtämiseen.

2.1 Yrityskauppa ja sen vaiheet

Yrityskaupan onnistumisen perusedellytyksenä on kohdeyrityksen liiketoiminnan syvällinen ymmärrys sekä kokonaisvaltainen arviointi. Yrityskauppaprosessi muodostuu kolmesta päävaiheeseen: valmistelusta, toteutuksesta ja integraatiosta sekä jälkihoidosta (Katramo et al., 2013). Onnistuneen lopputuloksen mahdollistamiseksi olennaisessa roolissa on huolellisuusvelvoite eli DD (Due Diligence). DD on tarkastus, jonka tarkoituksena on selvittää ennalta yritysjärjestelyyn liittyvät riskit ja vastuut. DD ulottuu läpi yrityskauppaprosessin alkaen ensimmäisistä valmistelutoimista ja jatkuen aina kaupan jälkeisiin toimenpiteisiin saakka. Tämä tarkastus tuo ostajalle tärkeää lisäinformaatiota kohteesta ja siihen liittyvistä mahdollisista riskeistä. DD muodostaman tiedon perusteella ostajalla on mahdollisuus neuvotella kauppaan liittyvistä ehdoista, niiden muuttamisesta tai jopa luopua kaupasta. (Katramo et al., 2013) Tämä kuitenkin vaatii merkittäviä poikkeamia alkuperäisistä oletuksista. Yrityskaupan vaiheet on esitetty kuvassa 1.



Kuva 1. Yrityskauppaprosessi, prosessin vaiheet ja näiden aikaiset tehtävät (Mukaillen, Katramo et al., 2013)

Kaupan onnistuminen vaatii monia edistäviä toimenpiteitä, jotka alkavat heti ensimmäisten neuvottelujen aikana. Myytävän ja ostavan organisaation integroituminen ja siinä onnistuminen on vahvasti liitännäistä ennen kaupan solmimista tapahtuviin toimenpiteisiin (Teerikangas, 2012). Huolellisesti hoidetun valmisteluvaiheen jälkeen voidaan siirtyä kaupan toteutusvaiheeseen. Toteutusvaiheessa määritellään kaupan lopulliset sopimusehdot ja laaditaan kauppasopimus. Tässä vaiheessa on tärkeää sopia myös kaupan voimaantulopäivän tilinpäätöksen tarkastuksesta, mahdollisista tarkastuksista DD-tarkastuksen perusteella, kaupan maksuehdoista ja verotuksellisista järjestelyistä. Näiden lisäksi ostajalla on mahdollisuus tehdä muutoksia ja päivittää voimassa olevia asiakassopimuksia yrityksen operatiivisella tasolla. (Katramo et al., 2013) Näin ollen toteutusvaiheessa valitun ostajan kanssa on tärkeää päästä yksimielisyyteen tärkeimmistä sovittavista tekijöistä, jotta integraation sekä jälkihoitojen aikaan ei tarvitse palata yhä uudelleen erilaisiin epäselkeisiin tai sopimatta jätettyihin asioihin.

Näiden lyhytaikaista onnistumista takaavien sopimusten jälkeen yrityskaupassa siirrytään integraation ja jälkihoidon vaiheeseen. Tässä prosessin vaiheessa onnistuminen takaa pitkäaikaiset hyödyt yrityskaupassa ostavalle osapuolelle. Integraatiossa onnistuminen on kuitenkin haastavaa, sillä sopeutumista uuteen tilanteeseen vaaditaan henkilöstön lisäksi asiakkailta, toimittajilta ja useilta muilta sidosryhmiltä. Näin ollen yksityiskohtaisen suunnitelman merkitys yrityksen resurssien, prosessien ja järjestelmien yhdistämisessä korostuu. Kuitenkin integroitumisen haasteet voivat

kohdistua prosessin eri vaiheisiin sekä sidosryhmiin. Etenkin yrityskulttuurin, mahdollisten maiden välisen kulttuurin ja teknisten järjestelmien eroavaisuudet voivat vaikuttaa henkilöstön asenteisiin sekä integraation toteutettavuuteen. (Katramo et al., 2013) Kulttuurin lisäksi eroja voi löytyä operatiivisesta toiminnasta, minkä vuoksi prosessien yhdentäminen voi olla hankalaa. Kuitenkin operatiivisen toiminnan, kulttuurillisten erojen ja asenteiden osalta kummankin yrityksen keskeisen henkilöstön rooli korostuu ja heidän vaikutuksensa yrityskauppaprosessin integraatiovaiheeseen on merkittävä. Kulttuurilliset haasteet kasvavat entisestään maantieteellisten ja kansallisten rajojen ylittyessä (Teerikangas, 2012).

Yrityskaupan tuottoon sekä ostajan kokemaan hyötyyn on havaittu merkittäväksi tekijäksi yrityskaupan rahoitusmuoto. Loughranin ja Vihjin (1997) tarkastelevat tutkimuksessaan yritysostoista seurannutta ylituottoa eri rahoitusmuotojen näkökulmasta. Heidän havaintojensa mukaan käteiskaupalla toteutettujen yrityskauppojen tuoma ylituotto viiden vuoden aikana on ostajille 18,5 %. Puolestaan velkarahoitteiset yrityskaupat ovat johtaneet jopa 25 % kokoiseen negatiiviseen tuottoon. (Loughran & Vijh, 1997)

Rahoitusmuotojen lisäksi ostettavan yrityksen maturiteetti ja kauppahinnassa oleva preemio vaikuttaa merkittävästi kaupan tuotto-odotuksiin. Kasvuyritysten kohdalla keskimääräiseksi tuotoksi on tunnistettu 17,3 % negatiivinen tuotto, kun puolestaan arvoyrityksillä vastaava luku on 7,6 % positiivista (Rau & Vermaelen, 1998). Yrityskaupan preemion osalta korkeamman preemion tapaukset ovat johtaneet ostavan yrityksen osakekurssin korkeampaan kehitykseen vuoden tarkastelujänteellä kaupan toteutumisesta. Pienempi preemio on puolestaan johtanut korkeaa preemiota useammin jopa negatiivisiin vaikutuksiin ostavan yrityksen osakekurssin kehityksessä. (Eccles et al., 1999) Yrityskaupan oikean preemion suuruutta on kuitenkin vaikea arvioida sillä eri ostajien näkemykset maksettavasta maksimihinnasta voivat vaihdella paljon.

Pitkän aikavälin tuottojen vertailu on kuitenkin haastavaa, sillä laskentamenetelmät tuotoille vaihtelevat eri laskentatapojen mukaan. Näin ollen tilastollinen merkittävyys voi jäädä eri tutkimuksissa kyseenalaiseksi tutkimusten systemaattisuuden tai otoskoon vuoksi.

2.2 Kauppahinta ja yrityskauppapreemio

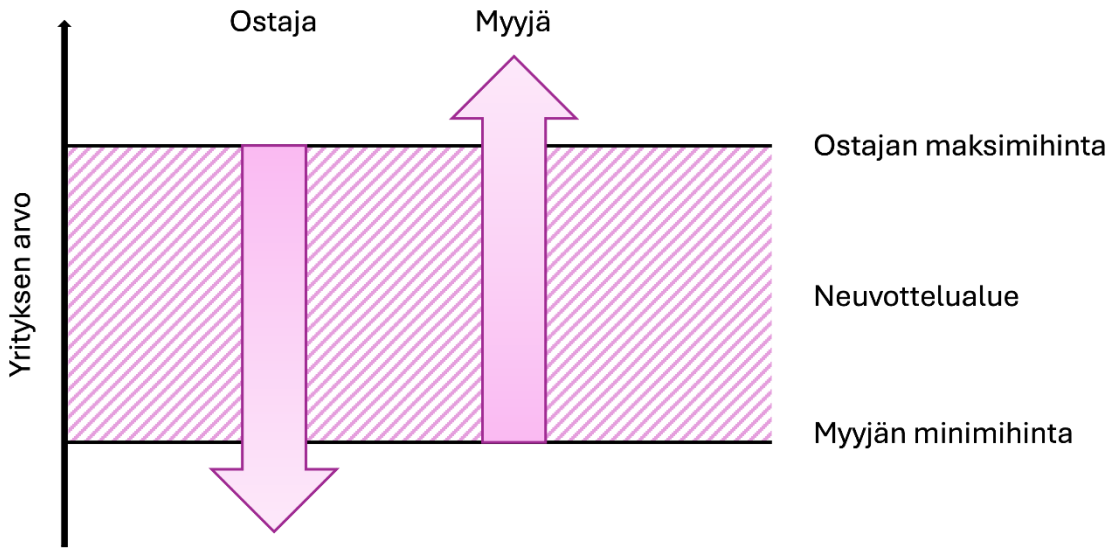
Yrityskauppa on monivaiheinen ja neuvotteluvetoinen prosessi, jonka onnistuminen edellyttää huolellista analyysia ja tarkkaa suunnittelua. Tämän prosessin keskeisimpiä ja haastavimpia vaiheita on hinnan määrittäminen eli hintapiste, jossa myyjä on valmis luopumaan omistuksestaan ja ostaja sitoutumaan osuuden tai koko yrityksen hankintaan (Rantanen, 2012). Pörssiyhtiöiden kohdalla

tämän hinnan näkee jatkuvasti osakekurssin mukaisesti. Listaamattomilla yrityksillä puolestaan markkina-arvoa ei ole vastaavalla tavalla määritetty, joten arvonmääritys on haasteellista. Tähän on kuitenkin syntynyt erilaisia teoreettisesti perusteltuja malleja (Kallunki & Niemelä, 2004).

Yrityksen arvon määritykseen vaikuttavia tekijöitä ei voida määrittää suoraan tilinpäätöksen pohjalta. Erilaiset tekijät kuten kilpailuasetelma, asiakassuhteet, tuotantokapasiteetti, operatiiviset prosessit ja toimitusketju ovat arvoon vaikuttavia vaikeasti kvantifioitavia tekijöitä. Edeltä mainittujen lisäksi esimerkiksi tase-erät, liiketoimintaan liittymättömät omaisuuserät, asiakkaiden sitouttamiskyky, mahdolliset verovelat ja juridiset vastuut ovat merkityksellisiä arvioitavia tekijöitä (Rantanen, 2012). Näiden seikkojen pohjalta voidaan lopulta määrittää listaamattoman yrityksen arvo luotettavasti.

Arvonmäärityksen jälkeen kauppahintaan voidaan vielä vaikuttaa nostavasti tai laskevasti neuvotteludynamiikan pohjalta. Kiinnostuneiden ostajien määrä, yrityksen luoma kilpailuetu sekä yleinen markkinatilanne vaikuttavat merkittävästi myytävän yrityksen kauppahintaan. Useamman kiinnostuneen ostajan tilanteessa usein kilpailun seurauksena kauppahinta voi nousta määritettyä arvoa korkeammaksi. Puolestaan vähemmistöosuuksien, liiketoimintaan kuulumattomien varojen ja erilaisten sopimusriskien sisällyttäminen arvonmääritykseen ei ole aina mahdollista vaan saattaa vaatia erillishuomiointia. (Katramo et al., 2013) Tarvittavien tietojen esittäminen on pääasiallisesti myyjän vastuulla, sillä ostavalla yrityksellä ei ole usein yhtä tarkkaa kuvaa myytävän yrityksen liiketoiminnasta.

Näiden edellä mainittujen tekijöiden pohjalta syntyy lopullinen teoreettinen yritysarvo ja sitä seuraava mahdollinen neuvottelualue. Lopullinen kauppahinta määräytyy tämän jälkeen prosessin aikana käytävien neuvottelujen lopputuloksena ostajan ja myyjän kompromissipisteessä. (Katramo et al., 2013) Ostajan näkökulmasta on heidän tärkeää pitää kiinni määrittämästään maksimihinnasta ja pyrkiä neuvotteluiden kautta mahdollisimman lähelle myyjän minimihintaa. Myyjä pyrkii neuvotteluillaan puolestaan päinvastaiseen suuntaan. (Eccles et al., 1999; Leppiniemi, 1999) Yrityskaupan kauppahinnan neuvottelualue kuvattu kuvassa 2.

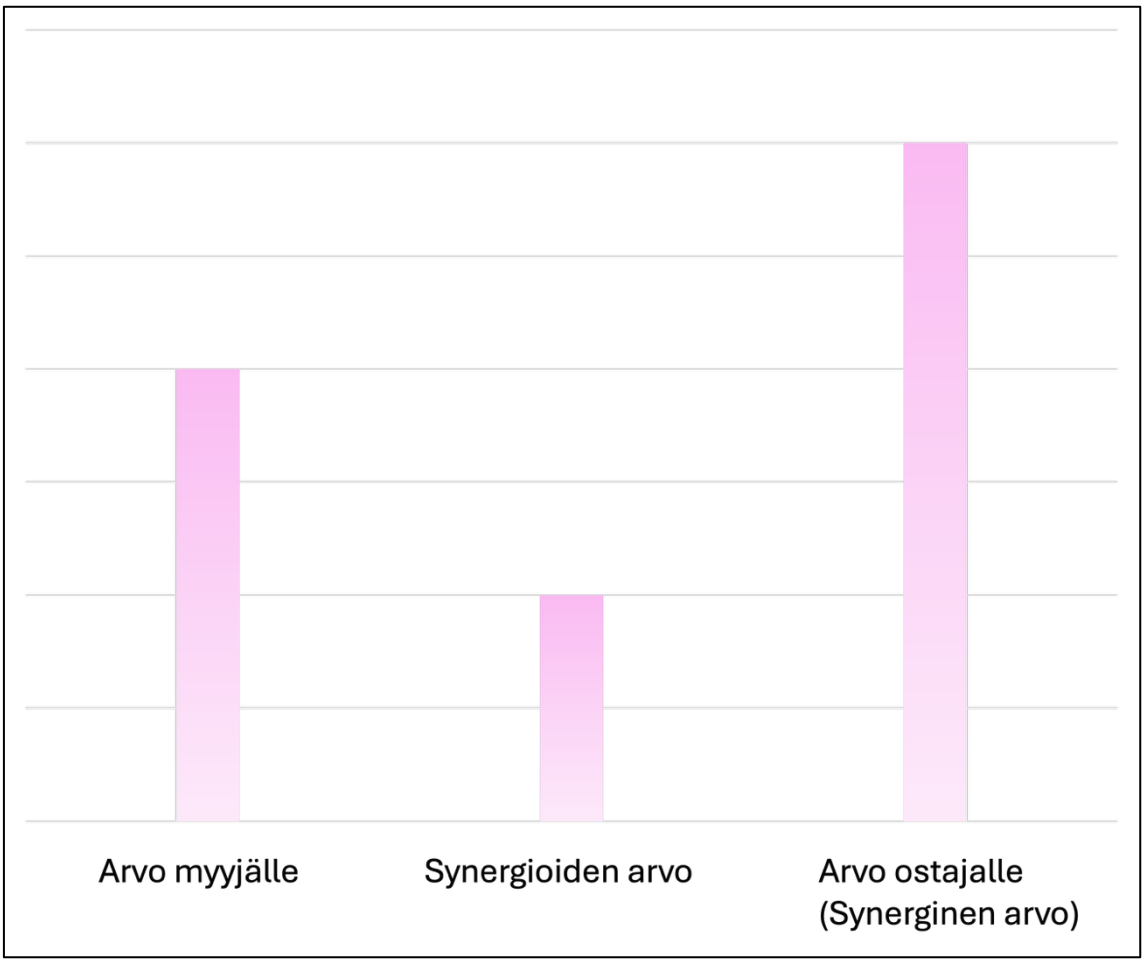


Kuva 2. Neuvottelualue lopulliselle kauppahinnalle yrityskaupassa (Mukaillen, Leppiniemi, 1999)

Yrityskauppapreemio muodostuu kauppahinnan ja oman pääoman arvon välisestä erotuksesta. Tällöin yrityskauppapreemio edustaa lisähintaa, jonka ostaja on valmis maksamaan saadakseen kohdeyrityksen liiketoiminnan haltuunsa. Pörssiyhtiöiden tilanteessa preemio lasketaan tyypillisesti markkina-arvon ja kauppahinnan erotuksena. (Leppiniemi, 1999) Pörssiyhtiöiden tilanteessa keskimääräinen tuotto yrityskaupan julkaisun jälkeisinä kolmena päivänä on ollut ostettavalle yritykselle noin 16 % ja pitkällä aikavälillä keskimäärin 24 % (Andrade et al., 2001). Tällöin kolmen päivän tuotto on vastannut tyypillisesti 16 kuukauden osaketuottoa.

Yrityskaupan on havaittu vaikuttavan pääasiallisesti myyjän markkina-arvoon, joka näkyy usein kaupan julkistuksen aikaisessa kuussa (Andrade et al., 2001; Danbolt, 2004; Datta et al., 1992). Ostavan yrityksen markkina-arvoon vaikutukset voivat olla hyvin vaihtelevat negatiivisesta positiiviseen (Andrade et al., 2001; Fuller et al., 2002). Heidän mukaansa suurimmat vaikuttavat tekijät ovat kaupan rakenne, maksutapa ja ostokohteen ominaisuudet. Myös markkinasentimentin vaikutukset preemioon ovat ilmeiset ja nousumarkkinoilla osakekurssin kehitys voi olla jopa hyvinkin nopeaa siinä missä laskumarkkinoilla vaikutukset voivat viivästyä tai olla jopa negatiivisia (Bouwman et al., 2009).

Yrityksen kokonaisarvonmuodostusta voidaan mallintaa tarkastelemalla myyjän kokemaa arvoa, yrityskaupasta seuranneiden synergioiden arvoa ja ostajan näkökulmasta muodostettua laskennallista arvoa (Katramo et al., 2013). Yrityksen arvonmuodostus esitetty kuvassa 3.



Kuva 3. Yrityksen arvo myyjälle sekä ostajalle (Mukaillen, Katramo et al., 2013)

Merkittävien synergiaetujen tilanteessa ostajalla on valmiutta maksaa selvästi korkeampaa kauppahintaa ja näin ollen kasvattaa yrityskauppapreemiota. Näin ollen kauppahinta edustaa korkeampaa arvoa, mitä myyjälle yrityksen arvo edustaisi. Näin ollen lopullisen hinnan muodostus jakautuu luontaiseen arvoon, markkina-arvoon, kauppahintaan ja synergia-arvoon.

2.3 Substanssiarvo

Yrityksille voidaan yrityskauppaprosessissa määrittää substanssiarvo eli varojen ja velkojen erotus. Tämä on käytännöllinen toimintamallin, kun yrityksen omaisuus halutaan realisoida markkinahinnoin ja tämän jälkeen kaikki velvoitteet maksetaan pois. Tällaisen puhtaan likvidaation jälkeen jäljelle jää substanssiarvo. (Tenhunen & Werner, 2000) Substanssiarvo ei itsessään riitä arvonmääritykseen, mutta tämä toimii kuitenkin hyvänä lähtöpisteenä (Leppiniemi & Puttonen, 2002). Kuitenkin tärkeä arvostukseen vaikuttava tekijä löytyy tulevaisuuden tuotto-odotuksista, joita substanssiarvoon ei sisälly. Yrityskaupan yhteydessä tehtävä sijoitus uuteen liiketoimintaan tai yritykseen on

usein niin mittava, että tulevaisuuden liiketoiminnan huomioiminen on järkevää ja siten tämä lisätään usein osaksi kauppahintaa.

Yrityksen arvon tarkastelussa tulee erottaa toisistaan liiketoiminnan arvo (enterprise value, EV) ja oman pääoman arvo (equity value). Liiketoiminnan arvo muodostuu koko yrityksen arvoa ennen velkojen vähennystä ja näin ollen kuvastaa yritysarvoa. Oman pääoman arvo kuvaa puolestaan yrityksen osakekannan arvoa ja se muodostuu laskennallisesti vähentämällä nettovelat liiketoiminta-arvosta. (Kallunki & Niemelä, 2012; Katramo et al., 2013)

Näin ollen käsitteiden välinen yhteys voidaan ilmoittaa seuraavasti:

- Liiketoiminnan arvo (EV) = Oman pääoman arvo + Nettovelat
- Oman pääoman arvo = Liiketoiminnan arvo (EV) - Nettovelat

Nettovelat yhtälöissä muodostuvat korollisten velkojen ja rahoitusomaisuuden erotuksesta. Näin ollen niiden määrittäminen voi vaatia tarkennuksia esimerkiksi liiketoimintaan kuulumattomien omaisuuserien ja taseen ulkopuolisten vastuiden osalta (Kallunki & Niemelä, 2012). Yrityksen lisäarvomallissa substanssiarvon rooli korostuukin, sillä oman pääoman kirjanpitoarvon kautta muodostetaan merkittävä osa kokonaisarvosta.

Koska yrityksen tuottoarvo omistajilleen pohjautuu pitkälti tuleviin kassavirtoihin, on tätä varten kehitetty erilaisia malleja, jotka huomioivat liiketoiminnan kannattavuuden ja sijoitetun pääoman tuottovaatimuksen (Leppiniemi, 1999).

2.4 Arvonmäärityksen malleja

Tässä työssä arvonmääritysmalleista tarkastelun alla ovat osinkoperusteinen malli, kassavirtaperusteinen malli, lisäarvomalli ja kerroinanalyysi. Arvonmääritys yrityskaupassa voi pohjautua yhteen menetelmään, mutta liiketoiminnan muodostuessa useista toisistaan poikkeavista kokonaisuuksista voi arvostus muodostua näiden osien summasta. Tällöin eri liiketoiminnan osissa voidaan hyödyntää erilaisia arvostusmenetelmiä.

2.4.1 Osinkoperusteinen arvonmääritysmalli

Osinkoperusteinen arvonmääritysmalli pohjautuu Millerin ja Modiglianin (1958) teoriaan osingonjaon ja osakearvon välisestä suhteesta. Mallin perusajatus on osakkeen arvon määräytyminen yrityksen tulevaisuudessa maksettavien osinkojen nykyarvona. Osinkojen edustaessa omistajille

maksettavaa tuottoa, voidaan niitä perustellusti käyttää oman pääoman arvon määrittämiseen (Kallunki & Niemelä, 2012; Katramo et al., 2013)

Osingon kasvumallissa osakkeelle määritetään arvo kaavan mukaisesti:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \cdots + \frac{D_n}{(1+r)^n}. \quad (1)$$

missä
P_0 = oman pääoman arvo,
D_t = osinkotuotto vuonna t,
r = oman pääoman tuottovaatimus,
t = vuosi (1, 2, 3…, n).

Oman pääoman sijoitusten ollessa ilman määräaikaa voidaan oman pääoman arvon perustuvan kaikkien tulevaisuuden osinkojen nykyarvoon. Osinkojen kasvaessa tasaisesti vauhdilla g, ovat vuoden t osingot D_t (Kallunki & Niemelä, 2004):

$$D_t = D_0 \times (1+g)^t. \quad (2)$$

Uudelleen sijoittamalla kaava 2 kaavaan 1 saadaan seuraava kaava (Kallunki & Niemelä, 2004):

$$D_t = D_0 \times \frac{1+g}{r-g} = \frac{D_1}{r-g}. \quad (3)$$

Kaavan mukaisesti yrityksen oman pääoman arvo on seuraavan vuoden osinkojen arvo jaettuna oman pääoman tuottovaatimuksen sekä osingon määrän kasvun erotuksella. Osinkoperustaisen arvonmäärityksen ongelmana on yritysten osingonjakopolitiikka, sillä tuloksesta vain osa päätyy osingonjakoon. Tämän osuuden koko on yrityksistä ja vuotuisista tuloksista riippuvaista. Osingon maksun ennustetta on vaikea arvioida pitkällä aikavälillä, joten näkyvyys vain maksimissaan muutamaan seuraavaan vuoteen on mahdollista. Tulosennusteiden muodostus seuraaville vuosille on merkittävästi helpompaa. Kuitenkin oheinen malli toimii vain osinkojen tasaisen kasvun tapauksessa, mikä ei kuitenkaan usein kuvaa todellista tilannetta. (Kallunki & Niemelä, 2004)

Tarkemmaksi malli voidaan saada arvioimalla kahden tai useamman erilaisen kasvuvauhdin jaksoa. Tällaisessa tapauksessa tulevaisuuden osingot arvioidaan vain vuosilta, joilla arvion tekeminen on luotettavaa. Tämän jälkeen arvio perustuu osinkojen kasvuvauhtiin (Kallunki & Niemelä, 2004).

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}. \quad (4)$$

Kunkin vuoden alussa osingon määrä saadaan diskonttaamalla osinkotuotot nykyarvoon. Tällöin kaava voidaan muokata muotoon

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{D_n(1+g)}{r-g}. \quad (5)$$

Käytännön arvonmäärityssovelluksiin sopii kaava 4 usein parhaiten (Kallunki & Niemelä, 2012).

Vahvuutena osinkoperusteisessa mallissa on kyseisen mallin selkeys. Osinkojen heijastellessa osakkeenomistajille jaettavaa kassavirtaa ovat nämä selkeä keino arvioida yrityksen omistajilleen tuottamaa arvoa. Lyhyellä aikavälillä osingot eivät kuitenkaan vaikuta yrityksen arvoon paljoa sillä pidempi aikaväli tuo malliin suuremman painoarvon. Näin ollen osinkoperusteinen malli soveltuu parhaiten yrityksille, jotka ovat sitoneet maksettavan osingon suuruuden pitkäaikaisesti yrityksen arvontuottokykyyn. Tällöin osinkojen ja tuloksen suhde on yrityksessä vakio. (Penman, 2001)

Mallin soveltuvuutta arvonmääritykseen haastavat Modiglianin ja Millerin (1958) tekemä tutkimus osinkojen maksun riippumattomuudesta yrityksen arvostukseen. Kaikki sijoittajat eivät heidän mukaansa suosi osingonmaksupolitiikkaa, sillä kyseinen pääoma voitaisiin vaihtoehtoisesti hyödyntää muihin investointeihin (Modigliani & Miller, 1958). Toisaalta osa sijoittajista tarvitsee käteistä ja täten osingoista saatavaa pääomaa. Yrityksen investoidessa voittojaan yrityksen liiketoimintaan osingonmaksun sijaan, voivat sijoittajat vapauttaa pääomiaan myymällä osakkeitaan yrityksestä. Yrityksen näkökulmasta osingon irtoamispäivä kuitenkin vaikuttaa osakkeen kurssiin laskevasti. Tämä lasku vastaa pääsääntöisesti osingon määrää, jolloin muutosta kokonaisarvontuotossa ei tapahdu. (Penman, 2001) Yrityksen voittojen hyödyntämisen mahdollisuuksien ja sijoittajien poikkeavien vaatimusten vuoksi voidaan osinkoperustaisen mallin soveltuvuutta kokonaisvaltaiseen arvonmääritykseen hieman kyseenalaistaa.

2.4.2 Kassavirtaperusteinen arvonmääritysmalli

Osinkoperusteinen malli on täysin riippuvainen kohdeyrityksen osingonmaksupolitiikasta. Tätä haastetta voidaan lähteä taklaamaan keskittymällä osinkojen sijaan yrityksen liiketoiminnan tuottamiin vapaisiin kassavirtoihin. Tällaisessa lähestymistavassa yrityksen osingonjakopolitiikka ei vaikuta arvonmääritykseen, vaan pääpaino on liiketoiminnan kyvyssä tuottaa rahavirtoja nyt sekä tulevaisuudessa. (Kallunki & Niemelä, 2004; Penman, 2001) Tässä mallissa kassavirta rakentuu

tulevien vuosien kassavirtaennusteista, diskonttauskorosta ja yrityksen liiketoiminnan jatkuvuudesta tulevina vuosina. Yleisin sovellusmuoto on vapaan kassavirran malli (Free Cash Flow, FCF), jossa arvonmääritys voidaan kohdistaa joko koko yritykselle (Free Cash Flow to Firm, FCFF) tai pelkästään omalle pääomalle (Free Cash Flow to Equity, FCFE) (Brealey et al., 1991).

Kassavirtaperusteinen arvonmääritys voidaan laskea seuraavasti (Brealey et al., 1991):

$$P_0 = \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{FCF_n}{(1+r)^n}, \quad (6)$$

missä

P_0 = oman pääoman arvo,
FCF_t = vapaa kassavirta vuonna t,
r = oman pääoman tuottovaatimus,
t = vuosi (1, 2, 3…, n).

Mikäli kassavirtaperusteisessa mallissa halutaan arvioida koko yrityksen arvoa käytetään diskonttauskorkona oman pääoman tuottovaatimuksen sijaan keskimääräistä pääoman kustannusta WACC:ia (Kallunki & Niemelä, 2004).

FCF:n laskenta perustuu operatiivisen liiketoiminnan kassavirtaan, johon lisätään tilikauden kassavirtoihin vaikuttamattomat poistot ja vähennetään pääomien käyttöön vaikuttavat bruttoinvestoinnit sekä muutokset nettokäyttöpääomassa. Nettokäyttöpääoman muutos voidaan laskea erittelemällä esimerkiksi vaihto-omaisuuden, myyntisaamisten sekä ostovelkojen muutokset. (Kallunki & Niemelä, 2004) Vapaat kassavirrat voidaankin esittää oheisen taulukon mukaisesti:

Taulukko 1. Yrityksen vapaan kassavirran laskenta (Mukaillen, Kallunki & Niemelä, 2004)

Liikevoitto
+ Osuus osakkuusyhtiöistä - Operatiiviset verot - Rahoituskulujen verovaikutukset = Operatiivinen kassavirta
+ Poistot = Bruttokassavirta
- Nettokäyttöpääoman muutos - Bruttoinvestoinnit = Vapaa operatiivinen kassavirta
+/- Muut verojen jälkeiset erät = Vapaa kassavirta

Laskentakaavan mukaisesti kasvava nettokäyttöpääoman tarve liiketoiminnan kasvaessa pienentää vapaita kassavirtoja ja pienentynyt nettokäyttöpääoman tarve vastaavasti vapauttaa liiketoimintaan sitoutuneita pääomia vapaan kasavirtana. Nettokäyttöpääoman muutos voidaan laskea seuraavasti (Kallunki & Niemelä, 2004):

+ Vaihto-omaisuuden muutos
+ Myyntisaamisten muutos
- Ostovelkojen muutos
= Nettokäyttöpääoman muutos

Osinkoperusteisen arvonmäärityksen tavoin kassavirtaperusteisessa mallissa on merkittävää arvioida tulevien vuosien vapaita kassavirtoja. Näitä kassavirtoja voidaan arvioida erilaisilla malleilla, joista yksi yleisimmistä on kahden kasvuvaiheen malli. Tässä mallissa painopiste on seuraavien 3–8 vuosien suorissa ennusteissa sekä tätä seuraavassa päätearvossa. Ensimmäinen kasvuvaihe voi perustua joko historialliseen kasvuun, markkinan kasvuun, tilauskirjan kehitykseen tai muuhun liiketoiminnan kehitystä keskipitkällä aikavälillä parhaiten perustelevaan tapaan. Päätearvo puolestaan perustuu tämän jälkeiseen pitkän aikavälin kasvuun ja näin ollen seuraa usein inflaatiotasoa. (Brealey et al., 1991; Kallunki & Niemelä, 2004) Vapaisiin kassavirtoihin perustuvassa mallissa nämä kasvuolettamat ovatkin merkittävin yksittäinen oletus, joiden seurauksena arvostus voi muuttua merkittävästi. Tällöin myös ostajan ja myyjän näkemyksen kasvusta voivat vaikuttaa eriäviin näkemyksiin hinnoittelusta.

2.4.3 Arvonmääritys lisäarvomallilla

Lisäarvomalli (residual income model) tarjoaa vaihtoehtoisen näkökulman kassavirta- ja osinkopohjaisille malleille. Sen lähtökohtana on yrityksen arvon koostuminen substanssiarvosta ja tulevasta omistajien tuottovaatimukset ylittävästä taloudellisesta tuotosta. (Edwards & Bell, 1965; Ohlson, 1995) Lisäarvomallissa lisävoiton muodostuessa tuoton ja sijoittajien tuottovaatimuksen erotuksesta ovat mallissa ennustevirheiden merkitykset aiemmin esiteltyjä bruttomääräisiä malleja vähäisemmät. (Kallunki & Niemelä, 2004; Katramo et al., 2013) Lisäarvomallissa oman pääoman arvo voidaan laskea seuraavalla tavalla (Penman, 2001):

$$P_0 = BVE_0 + \frac{AE_1}{(1+r)} + \frac{AE_2}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{AE_n}{(1+r)^n}, \quad (7)$$

missä

BVE_0 = oman pääoman kirjanpidollinen arvo,
AE_t = yrityksen tuottama lisäarvo vuonna t,
r = oman pääoman tuottovaatimus,
t = vuosi (1, 2, 3…, n).

Lisäarvo voidaan laskea tilinpäätöstiedoista seuraavalla kaavalla (Penman, 2001):

$$AE_t = NI_t - r \times BVE_{t-1}, \quad (8)$$

missä

NI_t = yrityksen nettotulos vuonna t,
BEV_{t-1} = oman pääoman kirjanpidollinen arvo edeltävänä vuonna.

Lisäarvomallissa taloudelliset lisäarvot edustavat taloudellista ylituottoa asetetun tuotto-odottaman päälle. Tähän lisättäessä oman pääoman arvostus ovat ennustevirheet merkittävästi diskontattavia osinkotuottoja tai vapaita kassavirtoja pienemmät. Tätä voidaankin pitää lisäarvomallin yhtenä etuna (Kallunki & Niemelä, 2004; Katramo et al., 2013). Tämä malli on kuitenkin hyvin teoreettinen ja harvemmin käytetty yrityskaupoissa.

2.4.4 Arvonmääritys kerroinanalyysillä

Yksi yrityskauppojen käytetty arvonmääritykseino on kerroinanalyysi. Kerroinanalyysissä yrityksen arvostus perustuu tietyn tunnusluvun kertomiseen julkisista lähteistä löytyvän verrokkikertoimen kautta. Julkisista lähteistä löytyvät kertoimet pohjautuvat tällöin tapahtuneisiin yrityskauppoihin

vastaavilla toimialoilla (Schueler, 2020). Näin ollen kohdeyrityksen liikevaihto, käyttökate tai liiketulos kerrotaan viimeaikaisten verrokkikaupoista löytyvällä kertoimella, mikä toimii hyvänä hinnoittelupiste.

Kerroinanalyysissä yleisiä käytettäviä kertoimia ovat EV/EBIT, EV/EBITDA ja EV/Sales. Näistä kussakin tarkastetaan toteutuneista transaktioista yrityksen liiketoiminnan arvo EV ja tämä suhteutetaan yrityksen liiketoiminnan avainlukuun. Liiketulokseen (Earnings Before Interests and Taxes, EBIT) ja käyttökatteeseen (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations, EBITDA) suhteutetut kertoimet ovat liiketoiminnan kannattavuuteen sidottuja kertoimia, kun taas liikevaihtopohjaisessa kerroinanalyysissä kannattavuutta ei tarkastella (Schueler, 2020). Puolestaan poistojen ja arvonalentumisten huomioiminen on tyypillistä investointien osalta raskaan liiketoiminnan yrityksissä, joissa käyttökate antaa suurten poistojen vuoksi hyvin eriävän tuloksen. Tämän tilanteen tarkastaminen on mahdollista sekä tuloslaskelman poistoista, että taseen korkeasta arvostuksesta.

Kerroinanalyysi ei ole kovinkaan akateeminen lähestymistapa, mutta sen käyttö pohjautuu mallin helppouteen asettaa liiketoiminta oikealle skaalalle. Vaikka hinnan lopullinen määritys ei olisikaan kerroinpohjainen, toimii menetelmä usein hyvänä tarkastuspisteenä ja validointitapana muille käytetyille arvostusmenetelmille (Schueler, 2020).

2.5 Tuottovaatimus pääomalle

Pääomalle asetettu tuottovaatimus kuvaa pääoman kustannusta ja on näin ollen keskeinen osa eri arvonmääritysmalleja. Pääoman tuottovaatimus toimii laskennassa tulevien kassavirtojen diskonttauskorkona. Aiempien lukujen mukaisesti tämä diskonttauskorko vaikuttaa merkittävästi yrityksen arvon määrittymiseen. Yksi yleisimmin käytetyistä malleista pääoman tuottovaatimuksen määrittämiseksi on rahoituksessa yleisesti hyväksytty keskimääräinen pääoman kustannus (Weighted Average Cost of Capital, WACC) (Leppiniemi, 1999). Keskimääräinen pääoman kustannus muodostuu oman ja vieraan pääoman kustannusten painotetusta keskiarvosta. Tämä voidaan esittää seuraavasti (Brealey et al., 1991; Penman, 2001):

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times R_E + \frac{D}{E+D} \times R_D \times (1 - T), \quad (9)$$

missä

E = oman pääoman markkina-arvo,
D = vieraan pääoman markkina-arvo,

R_E = oman pääoman tuottovaatimus,
R_D = vieraan pääoman tuottovaatimus,
T = yrityksen marginaaliverokanta.

Oman pääoman markkina-arvo saadaan esimerkiksi pörssiyhtiöiden osalta suoraan osakkeen markkina-arvosta, kun taas vieraan pääoman arvo voidaan johtaa vieraan pääoman rahoittajien sopimuksista ja korkokannoista, kuten pankkilainoista tai joukkovelkakirjoista (Kallunki & Niemelä, 2004). Yrityskaupoissa pääoman tuottovaatimusta voidaan tarkastella myös oman pääoman tuottovaatimusmallin (Capital Asset Pricing Modelin, CAPM) mukaisesti. Tällöin oman pääoman tuottovaatimukseksi saadaan laskettua korkokanta, joka toimii tuottovaatimuksena ostetun yrityksen omalle pääomalle (Sharpe & Cooper, 1972). Tämän korkokannan laskeminen suoraan tilinpäätöstiedoista ei kuitenkaan ole mahdollista, mikä tekee sen määrittämisestä usein melko haastavaa. CAPM on kuitenkin käytetyimpiä oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämisen malleja (Kallunki & Niemelä, 2004; Katramo et al., 2013).

CAPM voidaan esittää seuraavasti (Kallunki & Niemelä, 2004; Soffer & Soffer, 2003):

$$R_E = R_f + \beta_i(R_m - R_f), \tag{10}$$

missä

R_E = oman pääoman tuottovaatimus,
R_f = riskitön markkinatuotto pääomalle,
β_i = beetakerroin yritykselle i,
R_m = Keskimääräinen tuotto-odottama markkinaportfoliolle.

Lausekkeessa $R_m - R_f$ kuvastaa markkinariskin hintaa tai riskipreemiota, eli sijoituskohteen riskitekijöiden kautta syntyvää tuottoa ylituottoa suhteessa riskittömään tuottoon. Näin ollen CAPM muodostama kokonaisriski on kahden osatekijän summa. Nämä tekijät ovat markkinariski eli systemaattinen ei hajautettavissa oleva riski sekä yrityskohtainen riski eli epäsystemaattinen hajautettavissa oleva riski. Systemaattisen riskin kokoon vaikuttaa kuitenkin beetakerroin, mihin hajauttamisen kautta ei voida vaikuttaa. Epäsystemaattisen riskin poistaminen tai pienentäminen on mahdollista sijoittamalla pääomia useampaan yritykseen. (Kallunki & Niemelä, 2012; Katramo et al., 2013) Riskittömän tuoton taso on yleisimmin pitkien valtion joukkovelkakirjojen korkotaso. Näin ollen esimerkiksi viiden vuoden keskimääräinen korkotaso soveltuu hyvin osakemarkkinoiden arvonmääritykseen, sillä riskitön tuotto kuvastaa pitkän aikavälin riskitöntä tuottoa pääomille (Koller et al.,

2010). Markkinaportfolion tuotto vastaavasti voidaan arvioida pörssi-indeksien kuten OMXH25-indeksin eli Helsingin pörssin 25 vaihdetuinta osaketta seuraavan indeksin kautta (Katramo et al., 2013). Kuitenkin omanpääoman tuottovaatimuksen on todettu vaikuttavan hyvin vähän lisäarvomallin laskennalliseen lopputulokseen, joten yrityskauppatilanteessa kaikille tarkastelun alla oleville yrityksille voidaan käyttää samaa kiinteää tuottovaatimusta vaikuttamatta merkittävästi lopputulokseen (Frankel & Lee, 1998).

Beetakerroin mallissa on kuitenkin yksi olennaisimmista rahoitusteorian parametreista. Tämä kuvastaa yritykseen liittyvän riskin suuruutta suhteessa markkinaportfolioon. Markkinaportfolion kerroin on aina 1, jolloin markkinaportfoliota riskittömämmät beetakertoimet ovat tätä pienempiä ja suuremmat vastaavasti suurempia kuin 1. Beetakertoimen ollessa 2 on yritykseen kohdistuva riski siis kaksinkertainen. Joissain tapauksissa on perusteltua käyttää yrityskohtaisen beetakertoimen sijaan toimialakohtaista kerrointa. Tällainen on perusteltua etenkin osakkeen vähäisen vaihdannan tai saatavilla olevan informaation vähäisyyden tilanteissa. (Katramo et al., 2013) Toimialakohtaista beetakerrointa käytettäessä kuitenkin huomioidaan vain liiketoimintariski, mutta yritykseen kohdistuva rahoitusrakenteesta johtuva riski jää kuitenkin huomioimatta.

Beetakerroin voidaan määrittää laskennallisesti kahdella tapaa. CAPM muodostamat teoreettiset olettamat voivat aiheuttaa yrityskauppatilanteessa ongelmia beetakertoimen määritykseen etenkin listaamattomien yritysten kohdalla. Rahoituksen teoriassa yleinen tapa on markkinamalliin pohjautuva regressioanalyysi, jossa beetakerroin lasketaan osakekurssista regressioanalyysillä. Regressioanalyysissä määritetään osakkeen sekä verrattavan indeksin riippuvuussuhteita ja pyritään selvittämään osakkeen riskipitoisuutta suhteessa tähän markkinaindeksiin. Malli voidaan esittää seuraavalla tavalla (Brealey et al., 1991; Kallunki & Niemelä, 2004):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \,, \tag{11}$$

missä

R_{it} = osakkeen i tuotto hetkellä t,
α_i = vakiotermi osakkeelle i,
β_i = osakkeen i beetakerroin,
R_{mt} = yleisindeksin tuotto hetkellä t,
ε_{it} = tilastollinen virhetermi.

Beetakertoimen laskeminen voidaan toteuttaa myös ilman regressioanalyysia laskemalla osakkeen sekä yleisindeksin varianssi- sekä kovarianssitermit seuraavalla tavalla (Kallunki & Niemelä, 2004; Katramo et al., 2013):

$$\beta_i = \frac{cov(R_i,R_m)}{var(R_m)}, \tag{12}$$

missä

$cov(R_i, R_m)$ = osakkeen ja markkinoiden yleisindeksin tuoton välinen kovarianssi eli yhteisvaihtelu
$var(R_m)$ = markkinoiden yleisindeksin varianssi eli kokonaisvaihtelu.

Näin ollen yksittäisen yrityksen beetakerroin on sidottu yleisindeksin yhteisvaihteluun. Markkinaportfolion heilahtelua seuraavan osakkeen kohdalla siis korrelaatio on suurta ja tällöin beetakerroin on pieni (Brealey et al., 1991; Katramo et al., 2013). Beetakerroin voi kuitenkin vääristää laskelmaa, mikäli osakkeen päivittäisten transaktioiden määrä on vähäistä tai puuttuu. Tällöin osake ei heilahtele, vaikka markkinassa tapahtuu muutoksia.

Toinen tapa beetakertoimen määritykseen on toimialakohtainen beetakerroin, jolloin toimialalle voidaan määrittää beeta vastaavalla menetelmällä. Tämä on toimiva menetelmä esimerkiksi vähän vaihdettujen ja listaamattomien yritysten kanssa. Tällöin beetakerroin ei kuitenkaan huomioi yritysten välisiä eroja pääomarakenteissa, joten toimialan keskiarvoisten kertoimien suhteuttaminen tulisi tehdä keskimääräiseen oman pääoman suhteeseen. (Katramo et al., 2013) Tällöin kohde yrityksen pääomarakenteesta voidaan johtaa kohdeyritykselle sovellettava beetakerroin.

2.6 Epävarmuustekijät yrityskauppaprosessissa ja kaupan epäonnistuminen

Yrityskauppojen suuri toteutunut epäonnistumisprosentti viittaa onnistumiseen johtavien tekijöiden moninaisuudesta sekä niiden vaikutuksista. Näin ollen ostava yritys ei koe joka kerralla odottamaansa taloudellista kehitystä yritysoston jälkeen vaan positiiviset hyödyt saattavat näkyä jopa kymmenen vuotta kaupan jälkeen (Andrade et al., 2001). Yritysjärjestelyiden yleisyydestä ja pitkästä historiasta huolimatta pitkäaikaiseen onnistumiseen johtavia tekijöitä on tutkittu melko vähän. Tämän vuoksi myös kattava kuva onnistuneisiin ja epäonnistuneisiin yrityskauppoihin johtavista tekijöistä on vielä saavuttamatta (Andrade et al., 2001).

Markkinoiden epävarmuus ja suhtautuminen yrityskauppoihin on johtanut keskimäärin 3,8 % laskuun ostavan yrityksen osakekurssissa (Andrade et al., 2001). Tähän viittaa myös Katramon ym. (2013) tekemä arvio yrityskauppojen todennäköisyydestä epäonnistua 50-70 % tapauksista.

Vastaavaa tilastoa on arvioitu paljon myös kansainvälisissä tutkimuksissa, joissa on havaittu jopa 44 % todennäköisyys epäonnistumisista seuraaville uudelleenmyynneille (Kaplan & Weisbach, 1992).

Vaikka yrityskauppa olisi suunniteltu ja toteutettu huolellisesti, ei kaikkia epävarmuustekijöitä voida koskaan täysin poistaa. Nämä tekijät ovat usein jopa yrityksen vaikutusvallan ulkopuolisia, jolloin poissulun mahdollisuudet voivat olla jopa rajalliset. Siirtyminen vanhasta uuteen aiheuttaa usein ennalta odottamattomia haasteita ja erilaisia epäjatkuvuuskohtia toiminnassa (Katramo et al., 2013). Epäonnistumiset voivat olla seurausta esimerkiksi riittämättömästä tiedon hankinnasta, yritysjohdon ja työntekijöiden asenteista, negatiivisten tunteiden aliarvioinnista ja integraatiovaiheen pitkittymisestä.

Riittämätön tiedonhallinta voi johtaa epäsopivan hinnan maksamiseen, virheelliseen johtopäätökseen tai huonoon ajoitukseen. Tiedon puute ja vajavaisuus eivät ole usein seurausta tiedon puuttumisesta vaan enemmänkin ostajan vähäisestä ajankäytöstä sekä ostettavan yrityksen tutkimisesta (Katramo et al., 2013). Esimerkiksi yritysten toimintakulttuurien ja organisaatiorakenteiden yhteensopivuuden arviointi voi jäädä monessa tilanteessa vajavaiseksi. Usein DD vaiheessa näiden tekijöiden analysointi olisi mahdollista ja tarvittava tieto olisi saatavilla, mutta niiden hyödyntäminen saattaa jäädä tarvittavaa vähäisemmäksi. Tiedon keruu ja analysointi ei rajoitu vain DD vaiheeseen, vaan integraation aikana on myös tärkeää seurata yritysten suoriutumista raportoinnin merkeissä. Tällöin ostavalla yrityksellä on kyky reagoida kohdeyrityksen ongelmiin nopealla aikavälillä ja näin ollen ennaltaehkäistä mahdollisia epäonnistumiseen johtavia tekijöitä. Tarpeellisen tiedon puuttuminen sekä riittämätön hyödyntäminen voivat edellä mainittujen tekijöiden lisäksi olla seurausta yritysjohdon kiireistä ja ajan puutteesta. (Katramo et al., 2013) Tämän vuoksi vastuuttamisen ja priorisoinnin merkitys korostuu integraatioprosessissa loppuun saakka.

Monien yrityskauppojen on tunnistettu epäonnistuneen yritysjohdon subjektiivisten näkemysten vuoksi. Johtajat voivat kiintyä ajatukseen yrityskaupasta ja näin ollen kohteen ja kaupan objektiivinen analysointi voi jäädä puutteelliseksi tai se saatetaan sivuuttaa täysin (Bower, 2001; Eccles et al., 1999). Menestymisen halu, kilpailuhenkisyys ja epäonnistumisen pelko voivat tällöin yrityskaupan epäonnistuessa johtaa haluttomuuteen myöntää virheitä tai puutteellista valmistautumista. Tällöin virheeseen johtaneiden tekijöiden löytäminen saattaa jäädä haastavaksi.

Vaikka analyysit sekä tiedon hyödyntäminen olisi toteutettu oikein, voi yrityskaupan epäonnistuminen olla seurausta työntekijöiden tai johdon asenteista, emotionaalisista reaktioista tai yritys- sekä maakulttuurien välisten erojen vuoksi. Tällaisten tuntemusten sivuuttaminen onkin usein hyvin

vaarallista ja voi johtaa heikkoon operatiiviseen suorituskykyyn, kulttuuriristiriitoihin, työtyytymättömyyteen tai jopa taloudellisiin tappioihin. (Teerikangas, 2012) Tällaisissa tilanteissa yrityskauppojen lopputuloksena syntyvä kokonaisuus voi olla huonosti toimiva eikä se ylitä lopputuloksena osiensa summaa. Negatiivisten tuntemusten aliarviointi voi johtaa merkittäviin haasteisiin ja uuden yrityksen johdon tulee vakuuttaa ostavan yrityksen henkilöstö. Ostetun yrityksen henkilöstön emotionaalinen reaktio ostopäätöksestä vaikuttaa yrityksen henkiseen tilaan ja halukkuuteen integraation aikana. Emotionaalista reaktiota ja tilaa voidaan kuitenkin parantaa selkeällä viestinnällä ja ostoprosessin aikaisella käyttäytymisellä. Lisäksi henkilöstön sekä yrityksen aiemmat kokemukset yrityskaupoista lieventävät reaktioita ja vaikuttavat suhtautumiseen (Teerikangas, 2012). Emotionaaliset reaktiot saattavat vaihdella myös ostettavan yrityksen toimipisteiden ja tiimien välillä.

Vaikka emotionaaliset tunteet olisi kohdattu ammattimaisesti ja viestintä yrityskaupasta olisi ollut selkeää, voivat ongelmat syntyä myös integraation aikana. Pitkittynyt integraatioprosessi voi lisätä tai synnyttää epäluottamusta uuteen tilanteeseen sekä yritysjohtoon (Katramo et al., 2013). Näihin ongelmiin voidaan kuitenkin vaikuttaa huomioimalla kummankin yrityksen toimintatavat ja luomalla näiden välille yhtäläisyyksiä. Puolestaan ostajan toimintatapojen välitön tuominen ostettuun organisaatioon voi johtaa konflikteihin ja ongelmiin sopeutumisessa (Katramo et al., 2013).

3 Yrityskauppaan sisältyvät riskit

Yrityskauppaprosessiin sisältyy monia riskejä ja nämä riskit vaihtelevat prosessin eri vaiheiden välillä. Kuitenkin riskejä tunnistamalla voidaan varautua mahdollisiin epäonnistumiseen johtaviin tekijöihin, jotta yrityskaupan onnistumisen todennäköisyys olisi mahdollisimman korkea. Tässä luvussa avataan akateemisessa kirjallisuudessa tunnistettuja riskejä yrityskaupan eri vaiheissa.

3.1 Riskitekijät ennen yrityskauppaneuvotteluja

Ennen yrityskauppaneuvotteluiden aloitusta havaittavat riskit kulminoituvat tarjousprosessin valmisteluun sekä tarjolla oleviin ehdokkaisiin. Riskien tarkastelua voidaan ennen neuvotteluiden alkua tarkastella sekä ostajien että myyjien näkökulmasta. Kriittisimmät riskit tässä vaiheessa koskevat neuvotteluun valittavien ehdokkaiden valintaan, verotuksellisiin tekijöihin sekä osapuolten sitoutumiseen kaupan osalta.

3.1.1 Tarjousprosessi ja ehdokkaiden valinta

Yrityskauppaneuvottelujen kannalta tilanne on joustavin silloin, kun prosessissa on mukana vain yksi ostaja ja yksi myyjä. Tällöin neuvotteluissa eteneminen on usein suoraviivaisempaa yrityskauppaprosessin eri vaiheissa ja aikataulujen yhteensovittaminen on helpompaa. Suorien neuvotteluiden tilanteessa keskustelut aukeavat usein ostajan aloitteesta, mutta tämä ei ole aina suotuisaa myyjän neuvotteluaseman näkökulmasta (Katramo et al., 2013). Kilpaillun markkinan tilanteissa avoimet sekä rajoitetut tarjouskilpailut ovat yleistyneet.

Rajoitetussa tarjouskilpailussa ostajakandidaatteja valitaan vain rajallinen määrä ja kukin kandidaatti täyttää jo ennalta määritellyt kriteerit. Näistä kandidaateista seuraavaan vaiheeseen valikoituva joukko määräytyy jätettyjen hintatarjousten pohjalta. Tällöin sekä rakenne että aikataulu ovat tarkasti määriteltyjä. Avoimessa hintakilpailussa puolestaan kaikki kiinnostuvat pääsevät asettumaan mukaan tarjouskilpailuun. (Katramo et al., 2013) Koska kummassakin tilanteessa tarjouskilpailu on kovaa ja vain yhden toimijan kanssa eteneminen on mahdollista, on ennakkositoumusten saaminen myyjän näkökulmasta välttämätöntä.

Ilman sitovaa sitoumusta epäonnistumisen riski kasvaa merkittävästi, sillä ostajan valinnan jälkeen muut toimijat jättäytyvät pois tarjouskilpailusta. Tällöin kaupan epäonnistuessa ostajaehdokkaiden saaminen ei toistamiseen ole usein mahdollista. Epäonnistumisen riskiä kasvattaa merkittävästi myös yrityskaupan transaktiokustannukset, jotka voivat lopulta kasvaa jopa 10 % arvoon yrityskaupan kokonaisarvosta. (Wright et al., 2007)

Yrityskaupoissa suurten pääomaerien vuoksi ostajalla oman ja vieraan pääoman suhde voi vaihdella merkittävästi ja hankittavat osuudet voivat edustaa enemmistö- tai vähemmistöosuutta yrityksestä. Tällöin ennakkositoumuksessa kauppahinnan lisäksi myytävästä osuudesta ja enemmistön menettämisestä tai pitämisestä on tärkeää varmistua (Wright et al., 2007). Enemmistöosuudesta luopuminen tarkoittaa samalla luopumista päätäntävallasta yritystä koskevissa asioissa.

Koska sitovien tarjousten keruun jälkeen uutta mahdollisuutta ostajan valintaan ei välttämättä tule, on myyjän hyvä tarjousten sisältöjen lisäksi varmistua ostavasta tahosta. Tällöin ostajien maine, taloudellinen tilanne, maksukyky ja tarjouksen uskottavuus ovat kriittisessä osassa. Uskottavuuteen voivat vaikuttaa muun muassa ostavan yrityksen koko, pääomarakenne ja yritysoston strateginen merkitys. Toisaalta aiemmat näytöt onnistuneista yritysostoista voivat luoda hyvän kuvan ostavasta tahosta. (Wright et al., 2007) Näin ollen ostajan valintaa ei tehdä aina pelkän tarjoussumman perusteella.

3.1.2 Verotus

Yritysjärjestelyjen rakenteellinen toteutus voi kohdata merkittäviä haasteita, kun huomioon otetaan eri sijoittajien sekä kohdeyrityksen näkökulmasta verotukselliset, oikeudelliset ja liiketoiminnalliset tekijät. Sijoittajien näkökulmasta yrityskaupan toteutuksessa keskeisin tavoite on onnistunut irtautuminen kokonaan tai osittain yrityksestä varmistaen, että kaupan sopimusehdot sekä rakenne ovat myös potentiaalisen ostajan hyväksyttävissä (Wright et al., 2007). Koska rahasummat voivat olla hyvinkin merkittäviä on verovaikutusten huomioiminen tärkeää ostajan sekä myyjän näkökulmasta. Tätä riskiä ja sen vaikutuksia voidaan edesauttaa hyvällä verotuksen suunnittelulla jo neuvottelujen aikana.

Verosuunnittelu yrityskaupoissa alkaa kohdeyrityksen nykyisten veroetujen hyödyntämisen tarkastelusta. Veroetujen hyödyntäminen on eri maiden lainsäädännön mukaisesti toisistaan poikkeavaa. Mikäli ostettavan yrityksen kohdalla havaitaan käyttämättömiä mahdollisuuksia veroetujen hyödyntämiseen, on liiketoiminnan uudelleenjärjestely tai siirto toiseen oikeudelliseen ympäristöön mahdollista. Myös yrityskaupan mukana siirtyvät velvoitteet, varat ja velat voivat mahdollistaa ostavalle yritykselle hyödyntää mahdollisia tappioita tai verohyvityksiä omassa liiketoiminnassaan. Merkittävimpiä veroetuja voidaan havaita korkomenojen vähennysoikeudessa velkaantuneen liiketoiminnan kohdalla. (Meyerowitz, 2009) Etenkin yksityishenkilöiden irtautuessa myynnin aikaan omistuksestaan on myös henkilökohtaisella verotuksella merkitystä.

Koska verotuksen suunnittelu mahdollistaa hyötyjä sekä yrityksen että omistajien taholla, voi eri osapuolten näkemysten yhteensovittaminen yrityskauppaprosessin aikana olla haastavaa. Huonon suunnittelun lopputulokset voivat näkyä suoraan sijoittajien tyytymättömyydessä ja haluttomuudessa edistää yrityskauppaa heille epäsuotuisin ehdoin (Meyerowitz, 2009). Etenkin yksityishenkilöiden toimiessa omistajina voivat intressit poiketa neuvottelujen vastapuolella olevan ostajayrityksen intresseistä.

Etenkin kansainvälisissä transaktioissa integraation jälkeinen verotuksen suunnittelu ostavalle yritykselle voi aiheuttaa merkittäviä liiketoiminnallista järjestelyä. Toimipisteiden ja henkilöstön sijoittelu voivat vaikuttaa tarpeeseen maksaa eri maihin veroja ja näin ollen liiketoiminnan voittojen keskittäminen saattaa osoittautua verotuksellisesti järkeväksi. (Wright et al., 2007) Kuitenkin näiden tekijöiden suunnittelu ennalta on tärkeää, ettei integraation aikana jouduta toteuttamaan merkittäviä suunnitelmien ulkopuolisia muutoksia ostetussa yrityksessä. Pahimmassa tapauksessa suunnittelemattomuus verotuksen parissa voi johtaa yrityskaupan kannattamattomuuteen (Wright et al., 2007).

Vaikka verosuunnittelu ei useinkaan ole ainoa motiivi yritysostolle, se voi olla yksi olennaisimmista tekijöistä erityisesti velkarahoitteisissa yrityskaupoissa, joissa yritysten pääomarakenteet muuttuvat merkittävästi. Tällöin verotukselliset aiheet ja kysymykset selvitetään usein jo ennen neuvottelujen aloitusta. (DePamphilis, 2019) Laajan tiedon saatavuuden vuoksi tämän riskin ratkaiseminen ennalta onkin usein mahdollista.

3.1.3 Osapuolten sitoutuminen

Kun yrityskauppaprosessissa siirrytään neuvotteluvaiheeseen ja osapuoli on valittu, on tämän kummankin osapuolen sitoutumisesta oltava varmoja. Kuten aiemmin todettu, muut osapuolet eivät usein hylkäyksen saatuaan ole kiinnostuneita yrityskaupasta jatkoneuvotteluiden mennessä pieleen. Jotta kummankin osapuolen sitoutumisesta voidaan varmistua, on kummankin osapuolen tärkeää ymmärtää kohdeyrityksen arvostuksen alustava taso (DePamphilis, 2010). Näin ollen virallisten kauppakirjaneuvotteluiden alkaessa osapuolet ovat ankkuroituneet aiemmin esiteltyyn neuvottelualueeseen.

Ennen virallisiin neuvotteluihin siirtymistä ostaja ja myyjä solmivat usein aiesopimuksen ja laativat yrityskaupan ehtosopimuksen (term sheet) (Damodaran, 2008). Näiden sopimusten avulla kumpikin osapuoli sitoutuvat prosessiin kirjallisesti ja näin ollen sitoutumiseen liittyvää riskiä voidaan pienentää. Kuitenkin mahdollisten sopimusrikkeiden ja poikkeamien kohdalla ostaja voi vetäytyä

sopimusten allekirjoituksen jälkeen ja näin ollen yrityskauppa voi epäonnistua, vaikka virallisiin kauppaneuvotteluihin olisi päästy siirtymään (Damodaran, 2008).

3.2 Riskitekijät yrityskauppaneuvotteluiden aikana

Kun ostaja ja myyjä siirtyvät yrityskauppaprosessissa neuvotteluvaiheeseen, on paljon toimenpiteitä ehtinyt jo tapahtua ja näihin liittyvät riskit on saatu vältettyä. Kuitenkin neuvotteluiden aikana voidaan edelleen havaita useita riskejä, jotka voivat pahimmillaan estää kaupan onnistumisen. Nämä neuvotteluiden aikaiset riskit kulminoituvat aiemman kirjallisuuden pohjalta sopimusteknisiin riskeihin, neuvotteluihin valmistautumiseen ja rahoitusmuodon valintaan.

3.2.1 Sopimustekniset riskit

Yksi keskeisimmistä yritysjärjestelyiden aikana laadittavista asiakirjoista on kauppakirja (acquisition agreement), joka määrittää myyjän sopimusvelvoitteen luovuttaa kohdeyhtiö ja vastaavasti ostajan velvoitteen hankkia tämä yhtiö. Kauppakirjan sisältöön vaikuttaa merkittävästi yrityskaupan luonne eli onko kyse osakekaupasta vai liiketoimintasiirrosta. Kuitenkin kummassakin tilanteessa järjestelyiden jälkeen toiselle osapuolelle siirtyy omistusosuus yhtiöstä ja toiselle osapuolelle järjestelyistä riippuen sovittu korvaus. (Speechley, 2008) Sekä osakekauppaan että liiketoimintasiirtoon liittyy erilaisia sopimusteknisiä riskejä.

Osakekauppasopimus sisältää useita olennaisia ehtoja, kuten siinä määriteltävän osapuolten välisen sitoumuksen kohdeyhtiön osakkeiden myyntiin ja ostoon. Tämän lisäksi sopimus sisältää neuvotteluissa määritellyn yrityskaupan kauppahinnan, joka on tapauksen mukaan määritetty jollakin arvonmääritysmenetelmällä. Kuitenkaan kaikki sopimukseen liittyvät riskit eivät ole vain ostajan ja myyjän välisiä, koska osassa yrityskaupoista tarvitaan hyväksyntää kilpailuviranomaisilta. (Speechley, 2008) Kilpailulainsäädäntö on hyvin poikkeavaa maakohtaisittain, minkä vuoksi yrityskaupan yhteydessä on tärkeää tunnistaa maa, jonka oikeusjärjestystä noudatetaan. Kilpailuviranomaisten kokiessa kaupan olevan alueellista kilpailua merkittävästi haittaava, voi kauppa heidän toimestaan vielä estyä. Näin ollen mahdollisten kilpailuun liittyvien riskien tunnistaminen on tärkeää koko neuvottelujen ajan.

Sopimusteknisesti yrityskauppa voi toteutua välittömästi tai jonkin ennalta sovitun ajan jälkeen. Mikäli kauppa toteutuu vasta myöhemmin, liittyy liiketoiminnan jatkuvuuteen ostajan näkökulmasta merkittäviä riskejä. Näin ollen kauppasopimuksessa on tärkeää määrittää konkreettiset vaatimukset kaupan loppuunsaattamisesta. (Speechley, 2008) Näiden vaatimusten ymmärtäminen ja

seuraaminen korostuvat etenkin suurissa ja monimutkaisissa yrityskaupoissa. Näissä tapauksissa siirtoprosessi voi olla kaksivaiheinen, jolloin ostajalla on mahdollisuus vetäytyä siirron eri vaiheiden aikana myyjän jättäessä sovittuja ehtoja täyttämättä (Speechley, 2008). Esimerkiksi liiketoiminnan jatkamisesta sopiminen siirtopäivään saakka voi aiheuttaa kaupan purun, sillä ilman vastaavanlaista mahdollisuutta myyjällä olisi mahdollisuus laskea yrityksen arvostusta merkittävästi tänä ajanjaksona.

Yritysoston yhteydessä kilpailukiellon määrittäminen on hyvin tärkeää, jotta ostaja voi varmistua siitä, ettei vastapuoli aloita uutta vastaavaa ja kilpailevaa toimintaa. Tämä koskee sekä myytävän yrityksen yrittäjiä että suuremman konsernin liiketoiminnan yhteydessä loppua konsernista. Tällaisessa kilpailukiellossa voidaan esimerkiksi rajoittaa käyttöä kaupalliseen nimeen, brändiin, asiakassuhteisiin sekä olemassa olevaan henkilöstöön. (Speechley, 2008) Näin ollen myyjän mahdollisuutta viedä yrityksen avainhenkilöstöä ja -asiakkaita voidaan turvata ja ostaja hallitsee kauppaan liittyviä riskejään.

Yhteenvetona voidaan todeta, että yrityskauppasopimuksen neuvotteluissa eri osapuolten on tunnistettava ja hallittava useita eri riskejä. Yrityskauppaneuvottelut voivat kestää pitkään ja prosessin aikana olosuhteet voivat muuttua moneen kertaan. Tämän vuoksi on niistä tärkeää käydä avointa keskustelu osapuolten välillä, jotta kummallakin osapuolella on ymmärrys omista sekä vastapuolen kantamista riskeistä.

3.2.2 Valmistautuminen neuvotteluihin

Yrityskauppaprosessi moninaisuutensa sekä riskiensä vuoksi vaatii huolellista suunnittelua sekä valmistautumista. Neuvotteluiden alkaessa moni valmistautuminen perustuu usein ostajan mahdollisiin tarkentaviin kysymyksiin sekä myyjän perusteluihin oman asemansa takaamiseksi. Koska ostajan on hyvin tärkeää tuntea ostettava liiketoiminta tulevien investointitarpeiden sekä olemassa olevan pääomarakenteen vuoksi, korostuu myyjän kirjanpitokäytänteet ja raportoinnin asema merkittävänä tekijänä. (Katramo et al., 2013) Ilman selkeää kokonaiskuvaa on ostajan vaikeaa arvioida osaltaan tulevaisuuden liiketoimintapotentiaalia ja ostajalle kohdistuu merkittävä riski informaation puutteesta.

Neuvottelutilanteessa ostaja ja myyjät eivät aina ole tasavertaisessa asemassa, sillä myyjän heikko taloudellinen tilanne saattaa pakottaa yrityksen uudelleenjärjestelyyn. Tällöin ostajalla on neuvotteluissa merkittävää taloudellista etua. Puolestaan myyjän ollessa hyvin kannattava ja ostoehdokkaiden määrän ollessa korkea, on myyjällä ostajia korkeampi neuvottelupositio. (Katramo et al., 2013)

Sekä tasapuolisen että asymmetrisen neuvotteluvalta-asetelman tilanteissa on neuvottelu tarpeen käydä osakkeiden myyntiin liittyvää päätäntävaltaa omaavien henkilöiden välillä. Näin ollen myyjän edustajalla on oltava osakkeenomistajien valtuutus neuvotella kaupan ehdoista sekä allekirjoittaa tarvittavat sopimukset (Katramo et al., 2013). Usein tähän kuuluu yhtiön johdon sekä hallituksen edustajia. Mikäli osapuolilla ei ole vaadittavaa toimintavaltaa on vastaosapuolella riski prosessin venymisestä sekä tiedon jakamisesta väärille tahoille.

Neuvotteluun valmistautumisen riskiä pienennetään merkittävästi kattavalla aiemmin käsitellyllä yrityskauppaprosessin Due diligence (DD) -tarkastuksella. DD:n laadun varmistamiseksi ostaja voi vaatia lakimiehen ja tilintarkastajan osallistumista tarkastukseen (DePamphilis, 2010). Tällöin hyvän ja kattavan tarkistuksen kautta ostajalle kertyy oikeusturvaa mahdollisissa kaupan jälkeisissä selvityksissä. Kattavalla DD-selvityksellä voidaan varmistua monista kilpailullisista, rahoituksellisista ja kauppahintaan liittyvistä riskeistä. Lisäksi ostaja varmistuu ostettavan yrityksen mukana siirtyvistä vastuista ja velvollisuuksista. (Katramo et al., 2013) Tämän pohjalta yrityskaupan onnistumisen sekä epäonnistumisen arviointi vuosia myöhemmin on mahdollista.

3.2.3 Rahoitusmuodon valinta

Kuten aiemmin todettua, yrityskaupoissa rahoitus voi tapahtua omalla sekä vieraalla pääomalla. Tämä rahoitusmuodon valinta aiheuttaa pääomaan liittyvän riskin ostajalle. Ostajan näkökulmasta myyjän velvoitteet kuten velat siirtyvät ostajalle ja näin ollen erinäiset velkaantumiseen liittyvät ongelmat siirtyvät (Katramo et al., 2013). Näin ollen ostaja ostaa usein samalla taseriskiä. Myös ostajan taloudellinen tilanne ja maksukyky vaikuttavat ostajan mahdollisuuksiin maksaa omalla pääomalla sekä hakea lainaa järkevin lainaehdoin. Tämän lisäksi yrityskauppa voidaan tehdä eri pääomaerien sekoituksena. Suuremmat rahoitusvaikeudet sopimuksista huolimatta voivat kaataa kaupan ja estää yrityskauppaprosessin viimeistelyssä (Katramo et al., 2013).

Vieraan pääoman tilanteessa ostajalle kohdistuu usein pankin tai joukkovelkakirjojen laskun yhteydessä maksettavien takauksien merkeissä riskiä. Tällöin ostajalla tulee olla mahdollisuus sitoa pääomaa takauksiin lainan nostamiseksi, minkä jälkeen ostajalla tulee säilyä maksukykyisenä vieraan pääoman korot sekä takaisinmaksu huomioiden (Speechley, 2008). Oman pääoman osalta riskit kulminoituvat ostajaan ja tämän kykyyn maksaa kauppa ilman ulkoista rahaa. Tällöin kuitenkin korkeiden korkojen aikaan kasvavat lainanhoitokustannukset eivät tuo merkittävää kannattavuusriskiä. Puolestaan rajallisen oman pääoman käyttö johtaa tilanteisiin, joissa oman pääoman vaihtoehtoiskustannus on korkea ja tuottovaatimus saattaa olla merkittävästi vierasta pääomaa korkeampi (Speechley, 2008).

Vieraan pääoman tilanteessa ostajalla on olemassa tietty velkakapasiteetti, mikä perustuu tämän takaisinmaksukykyyn lyhennysten sekä korkojen osalta. Takaisinmaksukykyyn vaikuttaa yrityksen tai konsernin käyttökate (EBITDA), investoinnit sekä käyttöpääoman optimointimahdollisuudet. Operatiivisen toiminnan lisäksi maksukykyä voidaan parantaa omaisuuserien myynnillä ja uudelleenrahoituksilla. (Rizzi, 2007) Vieraan pääoman suosio viimeisten vuosikymmenten aikana on perustunut yritysten mahdollisuuteen vähentää korkomenoja verotuksessaan ja näin ollen vaikuttaa verotettavaan tilikauden tulokseen. Näin ollen saman kohteen kilpailun alla on usein vierasta pääomaa käyttävällä ostajaehdokkaalla kyky tarjota korkeampaa kauppahintaa kuin omaan pääomaan tukeutuvalla (Bartlett III, 2007). Myös tuottovaatimus ostettavalta kohteelta tällöin pienenee.

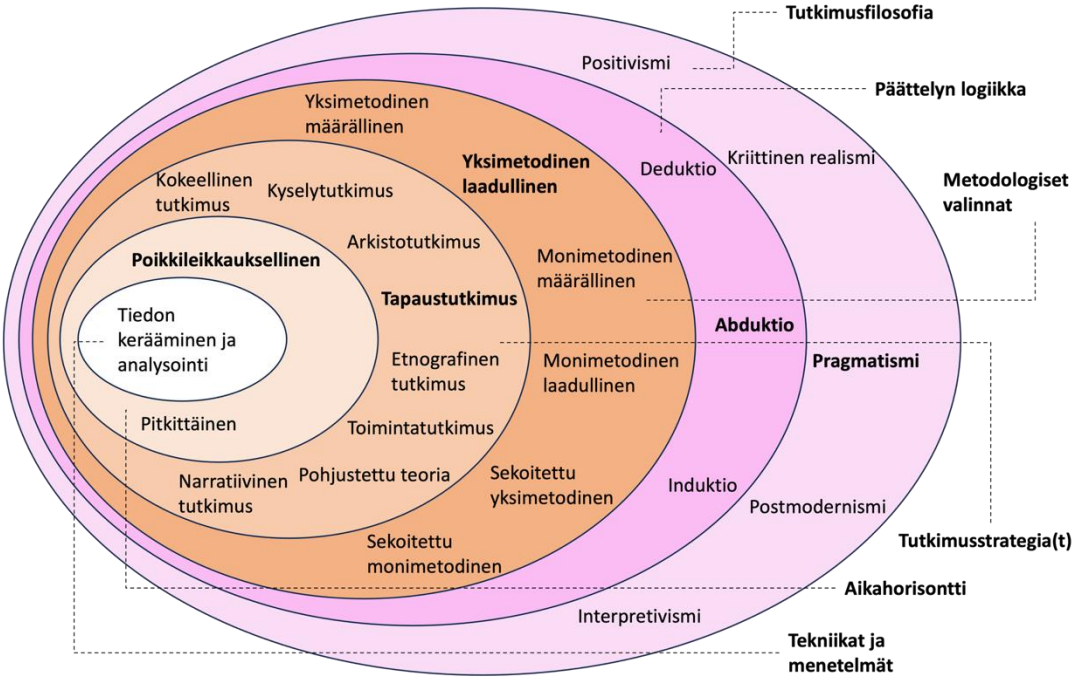
Velkavivun tarjotessa verotuksellisia etuja, ei se aina luo parhaita edellytyksiä onnistuneelle yrityskaupalle. Myyjän näkökulmasta yrityksen liiketoiminnan tehostuminen ja jatkuminen ovat keskiössä. (Bartlett III, 2007) Näin ollen ostajan velkakapasiteetti voi rajoittaa pääomasijoittajaa heikompaan tarjouksen ja näin ollen velan kautta liiketoiminta ei tehostu maksimaalisesti eikä ostohinta ole korkein.

Optimaalisin rahoitusmuoto ja näin ollen ostajan riskit minimoiva ratkaisu voi usein sisältää omaa ja vierasta pääomaa oikeassa suhteessa. Tällöin rahoitukseen liittyvät riskit voidaan ostajan näkökulmasta minimoida. Aiemmin esitetyn keskimääräisen pääoman kustannuksen (WACC) kautta voidaan analysoida kohdeyrityksen ja markkinan näkökulmasta sopivin rakenne kokonaispääomalle. Pääomakustannusten minimointi takaakin yrityksen arvon maksimoinnin (Damodaran, 2008). Väärinarvioitu velkakapasiteetti ja ylisuuret pääomanhoitokustannukset voivat ajaa yrityksen lopulta maksuvaikeuksiin tai jopa konkurssiin. Tällaisen riskit kuitenkin realisoituvat usein kauan yrityskauppaprosessin päätyttyä vaikkakin päätös tehdään neuvotteluiden aikana.

4 Tutkimusmetodologia

4.1 Tutkimusote ja menetelmät

Tutkimuksen aikana tehdyt valinnat pohjautuvat systemaattiseen ja tähän työhön valittuun tutkimusmetodologiaan. Tässä tutkimuksessa metodologiset valinnat pohjautuvat Saundersin ym. (2019) kehittämään sipulimalliin, jonka mukaan eri tutkimuksen metodologiset mallit tulee määrittää sipulin eri kerrosten mukaisesti. Tämän mallin mukaan valinnat aloitetaan ulkokehältä ja valinnoissa edetään kerros kerrokselta kohti ydintä. Sipulin kerrokset ovat seuraavat: tutkimusfilosofia, teorian kehittämisen lähestymistapa, lähestymistapa tutkimukseen, tutkimusstrategia, aikahorisontti, aineiston hankinta- ja analyysimenetelmät. (Saunders et al., 2019) Kyseinen malli sekä mallin valintavaihtoehdot on esitetty kuvassa 4. Tähän tutkimuksessa käytetyt valinnat ovat korostettuna.



Kuva 4. Tutkimusmetodologian sipulimalli (Mukaillen, Saunders et al., 2019)

4.1.1 Tutkimusfilosofia

Viidestä akateemisen tutkimuksen tutkimusfilosofiasta tälle työlle soveltuvimmaksi osoittautui pragmatismi. Pragmatistisen tutkimuksen on tyypillistä hyödyntää tietoa tietyssä ennalta määritetyssä kontekstissa ja täten tunnistaa tästä tiedosta seuraavia seuraamuksia (Saunders et al., 2019). Koska tämän tutkimuksen tavoitteena on tunnistaa yrityskauppoihin liittyviä riskejä sekä ostajan että myyjän näkökulmasta ja arvioida näiden riskien vaikutuksia valittuun arvostusmenetelmään, osoittautui kyseinen tutkimusfilosofia parhaaksi. Teoreettinen taustatieto tutkimukseen etsittiin

aikaisemman akateemisen kirjallisuuden pohjalta. Empiirinen tutkimus ja aineiston keruu pohjautuu tutkimuksen aikana toteutettuihin haastatteluihin.

Epistemologisesti pragmaattisessa tutkimuksessa on keskeistä ymmärtää sekä prosessoida tietoa tutkimuksen kontekstissa, ongelmanratkaisutaidot ja kyky kehittää olemassa olevia käytänteitä muodostetun ymmärryksen pohjalta (Saunders et al., 2019). Tutkimuksen näkökulmasta aihealuetta koskevat teoriat ja niissä esiintyvät keskeisimmät käsitteet ohjaavat ajattelua ja toimivat tutkimuksen suorittamisen aikaisena tukena. Tutkijalta pragmatismi vaatii refleksiivisyyttä, sillä tutkijan arvomaailma sekä aiempi ymmärrys ohjaavat tutkimusta.

4.1.2 Päättelyn logiikka

Päättelyn logiikka voi tutkimuksessa pohjautua kolmeen eri vaihtoehtoon: induktiiviseen, deduktiiviseen ja abduktiiviseen päättelyyn. Näistä ensimmäinen pohjautuu havaintoihin ja niiden pohjalta muodostettavaan uuteen teoriaan. Tällöin teoria ei ole aina ennalta rakennettua, vaan tutkimus pohjautuu laajempiin käsityksiin, joita uusi aineisto voi tutkimuksen kautta kumota. Deduktiivisessa päättelyssä lähtökohtana on olemassa olevaan teoriaan ja tämän pohjalta voidaan testata uusien havaintojen soveltuvuutta tähän valmiiseen teoriaan. Abduktiivinen päättely on puolestaan kahden edellä mainitun päättelyn logiikan yhdistelmä, jossa tutkimuksen aikaiset havainnot ohjaavat aiemman teorian etsimiseen. Lopulta havaintoja testataan teoriaan, mikä voi johtaa teorian lisävalidointiin tai muokkaukseen.

Tässä tutkimuksessa päättelyn logiikka oli abduktiivinen, koska tutkimuksessa pyrittiin ensin deduktiivisesti löytämään aiempaa teoriaa yrityskauppoihin liittyviä riskejä ja tämän jälkeen induktiivisesti testaamaan hinnoittelumallien valintaan liittyviä ilmiöitä olemassa olevaan teoriaan. Yrityskaupan riskeihin liittyvää teoriaa lähdettiin tutkimuksessa testaamaan havaintojen pohjalta ja näiden havaintojen soveltuvuutta aiempaan teoriaan tutkittiin. Haastattelujen kautta pyrittiin myös löytämään uusia riskejä, joita aiemman kirjallisuuden pohjalta ei löydetty. Lopulta tunnistettujen riskien, arvostusmenetelmien ja näiden välisten suhteiden kautta pyrittiin muodostamaan uutta ymmärrystä arvonmääritykseen.

4.1.3 Metodologiset valinnat

Tämä tutkimus on yksimenetelmällinen laadullinen tutkimus ja se toteutettiin haastattelututkimuksena. Tutkimus toteutettiin haastattelemalla viiden eri yrityksen edustajia jo tapahtuneista yrityskaupoista. Kolme haastateltavista edustivat yrityskaupassa ostajaa ja kaksi myyjää. Keskusteluiden

kautta yritysten edustajat kertoivat näkemyksiään kohdatuista riskeistä neuvotteluiden aikana ja näin ollen tarjosivat mahdollisuuden ymmärtää sekä ostajan että myyjän näkökulmia yrityskauppaprosessin aikana. Tutkimuksen pää- sekä sivututkimuskysymyksiin vastataan tässä tutkimuksessa sekä haastatteluiden että aiemman tutkimuksen pohjalta.

4.1.4 Tutkimusstrategia

Tässä tutkimuksessa toteutettiin monitapaustutkimus haastattelemalla useamman organisaation edustajaa. Näin ollen yhden yrityskaupan sijaan havainnot sekä johtopäätökset pohjautuvat viiteen eri yrityskauppaprosessiin. Monitapaustutkimus mahdollistaa yksittäistapaustutkimusta merkittävästi laajemman otannan ja poistaa yksittäiseen tapaukseen liittyvää riskiä subjektiivisista näkemyksistä (Voss et al., 2002). Yksittäistapaustutkimus toisaalta mahdollistaa syvemmän tarkastelun aiheen parissa.

Tapaustutkimusten parissa tutkimukset voivat pohjautua neljään erilaiseen tyyppiin. Nämä tutkimustyypit ovat teoriaa testaava, teoriaa luotaava, teoriaa rakentava ja teoriaa jalostava tutkimus. Teoriaa testaava tutkimus pyrkii testaamaan olemassa olevan teorian toimivuutta kerätyn aineiston pohjalta. Teoriaa luotaava tutkimus puolestaan pyrkii tutkimaan jotakin täysin uutta ja tutkimatonta aihealuetta. Mikäli teoriassa havaitaan jokin puute, voidaan sitä täydentää teoriaa rakentavalla tutkimuksella. Teoriaa jalostava tutkimus pyrkii soveltamaan olemassa olevaa teoriaa uusilla tutkimusalueilla ja täten muodostaa uusia tutkimusaihetta koskevia johtopäätöksiä. (Voss et al., 2002) Tämä tutkimus on toteutettu teoriaa jalostavana tapaustutkimuksena, sillä tavoitteena on tunnistaa mahdollisia puutteita teoriassa sekä muodostaa uutta tietoa uusien havaintojen esiintyessä.

4.1.5 Tutkimuksen aikahorisontti

Tämä tutkimus toteutettiin poikkileikkauksellisena tutkimuksena, joten aineiston keruu tapahtui lyhyellä aikavälillä yhden kunkin organisaation kanssa järjestetyn haastattelun kautta. Haastattelu toteutettiin laaja-alaisena ja sisältäen paljon ennenaikaista keskustelua toimialasta sekä liiketoiminnasta. Kussakin tilanteessa yrityskaupan neuvotteluiden päättymisestä ja näin ollen arvonmääritysmenetelmän valinnasta oli kulunut vähintään puoli vuotta, joten yrityksen edustajilla oli haastattelujen aikaan jo kertynyt näkemystä yrityskauppaprosessista, sen onnistumisesta ja mahdollisista realisoituneista riskeistä. Kuitenkin kaikki tapaukset olivat alle kolme vuotta vanhoja, joten muistikuvat neuvotteluista ja riskeistä olivat edelleen tuoreina mielessä. Lisäksi muistiinpanot yrityskauppaneuvotteluista olivat haastateltavilla käytettävissä, mutta niihin ei tutkimuksen tekijällä salassapitosopimusten vuoksi ollut pääsyä.

4.1.6 Tutkimusaineiston keruu- ja analysointimenetelmät

Kuten aiemmin todettu, tutkimuksen aineisto kerättiin haastatteluilla, joissa käsiteltiin yrityskauppaprosessia sekä myyjien että ostajien näkökulmasta. Haastattelujen etuna on kerätä laadullista aineistoa useista eri tapauksista, jolloin otoskoko kasvaa (Saunders et al., 2019). Lisäksi kerätty data on kyselyn lähettämistä laadukkaampaa, sillä vastaajat varaavat valmistautumiseen sekä haastatteluun aikaa ja pääsevät pohjustamaan vastauksiaan. Tutkimuksen aikana haastateltujen henkilöiden neuvotelurooli, yrityskaupan toimiala, haastattelujen ajankohta ja kesto on esitetty taulukossa 2.

Taulukko 2. Tutkimuksessa haastatellut yritysten edustajat, toimialat, ajankohdat ja kestot

Tunniste	Rooli	Toimiala	Ajankohta	Kesto
O1	Ostaja	Vakuutustoiminta/ varallisuuden hoito	18.6.2025	1,5 h
O2	Ostaja	Terveydenhoito	24.6.2025	2 h
O3	Ostaja	Infrastruktuuri	8.7.2025	2 h
M1	Myyjä	Energia	23.6.2025	1,5 h
M2	Myyjä	Kuluttajaelektroniikka	26.6.2025	2 h

Jokainen haastattelu käsitteli tutkimuksen tutkimuskysymyksiä, mutta rakenteeltaan olivat strukturoimattomia. Näin ollen teemat olivat ennalta määriteltyjä, mutta haastattelukysymykset eivät. Haastattelut itsessään sovittiin noin viikko aikaisemmin virtuaalisesti ja kalenterikutsuissa ilmoitettiin haastattelun aiheet. Näin ollen haastateltavilla oli mahdollisuus valmistautua haastatteluun ennalta ja ajankäytöllisestä tehokkuudesta varmistuttiin. Haastatteluiden dokumentaatio tallennettiin haastattelijan toimesta vihkoon. Vihkoon kerättiin kirjallisena muistiinpanona kunkin haastateltavan kommentit keskustelun aikana. Näin ollen lainaukset eivät olleet suoria, mutta tärkeimmät kohdat kustakin aiheesta dokumentoitiin. Kirjallisen dokumentaation pohjalta muodostettiin haastattelujen jälkeen lista kunkin haastatellun henkilön tärkeimmistä huomioista.

Kerätyn dokumentaation sekä tämän pohjalta muodostetun listan kautta analysoitiin haastattelujen tuloksia. Analyysi tapahtui temaattisella analyysillä, joka dokumentoitiin tutkijan toimesta Excel-tiedostoon. Temaattisessa analyysissä tunnistettiin haastatteluissa esiin nousseita tärkeimpiä teemoja, joiden pohjalta tutkittiin samojen teemojen toistumista muissa haastatteluissa. Tällöin laadullisen tutkimuksen tulokset voitiin pukea yleistettävään muotoon ja ilmiöiden esiintymistä kyettiin tarkastelemaan viiden yrityksen otannalla.

Vaikka haastatteluissa saatava aineisto on laadukasta ja haastateltavat avaavat liiketoimintaansa sekä toteutunutta yrityskauppaa, sisältyy siihen myös haasteita. Haastateltavilla henkilöillä voi oman asemansa sekä yrityksen viestinnän näkökulmasta olla merkittäviä intressejä korostaa yrityskaupan onnistumista, jotta yrityksen sekä heidän asemansa näkyisivät paremmassa valossa. Näin ollen kukin haastateltava saattaa lisätä subjektiivisuutta vastauksiinsa (Saunders et al., 2019). Näin ollen haastattelijan roolissa on tärkeää havainnoida argumentaatiota sekä elekieltä, jotta vastauksien laadusta varmistutaan. Tämä elementti puolestaan puuttuu lähetetystä kyselystä, mikä puoltaa tämän tutkimuksen toteutusta haastattelun keinoin.

4.2 Tutkimuksen reliabiliteetti ja validiteetti

Reliabiliteetti ja validiteetti auttavat tutkimuksen tulosten arvioinnissa. Näistä ensimmäinen viittaa tutkimuksen aikaiseen sisäiseen sekä ulkoiseen johdonmukaisuuteen. (Saunders et al., 2019) Tutkimuksissa, joissa reliabiliteetti on korkealla tasolla, voidaan tutkimustulosten todeta olevan oikeat eikä sattumanvaraisuutta ole tapahtunut. Tällöin vastaavanlaisessa ympäristössä tulokset ovat toistettavissa ja johtopäätökset samat (Hirsjärvi, 2022). Tutkimuksen sisäiseen reliabiliteettiin voidaan vaikuttaa esimerkiksi tutkijoiden määrällä. Suurempi tutkijoiden määrä mahdollistaa johtopäätösten muodostamisen monen henkilön yhteisistä johtopäätöksistä, jolloin yksittäisen tutkijan asenteet, aiemmat näkemykset sekä subjektiivisuus vaikuttaa vähemmän tutkimuksen tuloksiin. Ulkoinen reliabiliteetti vastavuoroisesti viittaa aineiston keruun ja analysoinnin systemaattisuuteen sekä johdonmukaisuuteen. (Saunders et al., 2019) Edellä mainittujen tekijöiden lisäksi tutkijoiden omat ennakkoluulot, tutkimusvirheet ja virheelliset olettamat vaikuttavat tutkimuksen reliabiliteettiin.

Validiteetti tutkimuksessa viittaa puolestaan tarkoituksenmukaisuuteen. Tällöin tutkimuksen aikainen mittaaminen ja analysointi korostuvat. Korkean validiteetin tutkimuksissa mittauksen kohteena ovat mitattavaksi tarkoitetut asiat sekä ilmiöt. Tämän lisäksi tehdyt analyysit ovat tarkkoja ja näin ollen tulokset ovat yleistettävissä. (Hirsjärvi, 2022; Saunders et al., 2019) Tutkimuksen validiteettiin heikentävästi vaikuttavat tapahtumat, joiden vuoksi tutkijoiden tai osallistujien näkemyksiin tai käyttäytymiseen vaikutetaan kesken tutkimustilanteen (Saunders et al., 2019).

Haastattelututkimuksessa tulosten luotettavuuteen vaikuttavat merkittävästi haastattelutilanteet ja niiden toteutus (Hirsjärvi, 2022). Sopimalla tapaamiset hyvissä ajoin sekä antamalla haastateltaville mahdollisuuden ehdottaa heille parhaiten sopivia aikoja, voidaan haastatteluun valmistautumisesta sekä muihin kiireisiin sovittamisesta varmistua. Usein haastateltava kokee olevansa valmiimpi haastatteluun, kun tämä tietää ennalta lukitun ajankohdan sekä keskusteltavat aihealueet. Tällöin myös aikaa voidaan varata riittävästi eikä ainutkertainen haastattelumahdollisuus keskeydy

aikataulullisten rajoitteiden vuoksi. Haastattelut painottuivat tutkimuksessa aamupäiviin, mikä lisää tutkimuksen luotettavuutta (Saunders et al., 2019). Usein haastateltavien vireystila on korkeampi ja täten tulokset luotettavimpia. Myös alkuviikosta toteutetut haastattelut usein lisäävät vireystilaa, koska tällöin työviikon rasitus ei vaikuta väsyttävästi haastateltaviin. (Saunders et al., 2019) Tässä tutkimuksessa kaikkia haastatteluja ei kuitenkaan saatu ajoitettua haastateltavien kiireiden vuoksi alkuviikkoon. Palaverin kuvauksen lisäksi jokaisen palaverin alussa tutkimuksen aihe ja tavoitteet esiteltiin, jotta kumpikin osapuoli osasi keskustella samoista aiheista. Tutkimuksen validiteettia parantaa tutkijan sitoutumattomuus kohdeyrityksiin ja näin ollen kyky täysin objektiiviseen tarkasteluun. Myös haastateltavien vahva osaaminen sekä täysimääräinen osallisuus yrityskauppaan parantaa aineiston luotettavuutta. Muistiinpanojen keruun kannalta kaikki haastatteluissa käyty keskustelu ei ollut tarpeellista ja keskustelu sivusi usein haastattelun alkuvaiheissa yrityksen liiketoimintaa sekä taustaa. Näin ollen tutkijan rooli dokumentaation osalta korostui. Tämä voi kuitenkin aiheuttaa tutkimuksessa vinoumaa, mikäli muistiinpanot ja tulkinnat kriittisestä informaatiosta ovat virheellisiä.

Haastateltavien henkilöiden toimialojen poikkeavuus sekä otantakoon pienuus ovat validiteettia heikentäviä tekijöitä. Kuitenkin yrityskauppojen yleisyys sekä haastateltavien vahva kokemus yrityskaupoista korostavat osaamista. Näin ollen tutkimus on toistettavissa helposti vastaavanlaisella haastateltavien yritysten otannalla. Toimialakohtaisuus tai pelkkään ostajaan tai myyjään kohdistuva haastattelu voisi toisaalta tuoda tutkimukseen fokusoivampaa näkökulmaa tämän tutkimuksen tulosten jäädessä hyvin korkealle ja yleiselle tasolle.

5 Tutkimustulokset ja tarkastelu

Tässä luvussa käsitellään tutkimuksen empiirisessä vaiheessa kerättyjä tuloksia. Pohjana tuloksille toimivat tutkimuksen aikana tehdyt haastattelut ja näiden pohjalta kerätty dokumentaatio. Tutkimuksen aikana tehdyt haastattelut sekä haastatteluissa nousseet havainnot yhdessä yrityskaupassa käytettyjen arvostusmenetelmien kanssa on esitetty taulukoissa 3–7. Taulukot 3–5 kuvaavat kunkin ostajan haastatteluissa esiin nousseita teemoja järjestyksessä alkaen ostajasta 1. Taulukot 6 ja 7 kuvaat kummankin myyjän haastattelussa esiin nousseita seikkoja alkaen myyjästä 1. Jokainen taulukko sisältää yhden haastattelun dokumentaatiosta poimitut tärkeimmät huomiot. Haastateltavista käytetään taulukossa 2 esitettyjä tunnisteita, joissa O kuvastaa ostajaa ja M myyjää. Numerointi viittaa taulukossa 2 esitettyyn järjestykseen sekä toimialaan.

Taulukko 3. Ostaja 1 - Haastatteluiden havainnot ja käytetyt arvostusmenetelmät

Tunniste	Havainnot
O1	Arvostusmenetelmät • Osinkoperusteinen arvostus • Edelliset transaktiot (kerroinpohjainen arvonmääritys) • Julkiset verrokit (kerroinpohjainen arvonmääritys) • Eri liiketoimintojen osien summa Riskit yrityskaupassa • Potentiaalisia ostettavia kohteita monta ja vain yhden ostaminen mahdollista taloudellisen tilanteen ja kasvustrategian vuoksi • Varallisuudenhoidossa yritysostojen vaikutus osakekurssiin merkittävät • Liiketoiminta hyvin osinkokeskeistä, joten osinkopohjainen arvostus uudesta liiketoiminnasta järkevä tapa valuaation määritykseen • Ostettavan kohteen liiketoiminnat hyvin toisistaan poikkeavia ja kaikkien liiketoimintojen arvostus samalla menetelmällä ei ollut mahdollista • Kaikkien liiketoimintojen tarpeellisuuden arviointi kriittistä, sillä tarpeettomista liiketoimista maksaminen ei järkevää • Käyvän arvon määrittäminen haastavaa ja ylihinnan maksaminen heikentää merkittävästi kannattavuutta • Vastaavista yrityskaupoista oli löydettävissä julkista dataa lähivuosilta, joten edellisiin transaktioihin peilaaminen oli mahdollista • Yrityksen omat edelliset kaupat toivat neuvottelukykyä arvostustason määrittämiseen • Edelliset transaktiot vähensivät arvostukseen liittyvää riskiä • Myyjällä tunnistettiin merkittäviä pitkäaikaisia sitoumuksia, jotka siirtyvät kaupan yhteydessä • Sitoumuksiin liittyvät riskit vaikuttivat ostajan halukkuuteen ostaa ja arvostaa verrokkien tasolle • Myyjällä merkittävää neuvotteluvaltaa ja halukkuus myydä ei ollut ilmeinen, vaikutti myyjän sitoutumiseen • Pitkäaikaiset sitoumukset vaativat useita sopimuksia ja vaikuttivat neuvotteluiden aikaiseen valmistautumiseen • Paljon pääomia sisältävän yrityksen ostaminen toi mukanaan velkaa sekä velvoitteita, rahoituksen muodon valinta sekä velkaantumiskapasiteetti vaati tarkkaa analyysia

Taulukko 4. Ostaja 2 - Haastatteluiden havainnot ja käytetyt arvostusmenetelmät

Tunniste	Havainnot
O2	Arvostusmenetelmät • Kassavirtaperusteinen arvostus • Edelliset transaktiot (kerroinpohjainen arvonmääritys) Riskit yrityskaupassa • Käyvän arvostuksen määrittäminen oli haastavaa ja yhteisymmärrykseen pääseminen vaati paljon neuvottelua • Edelliset transaktiot auttoivat kerrointen määrittämiseen, mutta julkisten verrokkien puute hankaloitti arvonmääritystä • Ostaja aloitti neuvottelut ainoana ostajana ja myyjän halukkuus liiketoiminnan myymiseen oli vähäinen • Myyjän sitoutuminen prosessiin oli kyseenalainen ja vaikutti prosessin etenemiseen • Integraation toteuttaminen kallis ja vaikea • Kilpailulliset kysymykset ja kansainvälinen politiikka loi riskin kaupan epäonnistumisesta • Suuret kustannukset prosessin aikana etenkin lakiteknisestä työstä • Ostettavassa yrityksessä henkilöstö avainasemassa ja avainhenkilöiden poistuminen merkittävä riski, ilman avainhenkilöitä arvostus merkittävästi matalampi • Kilpailukieltosopimusten määrittäminen ja avainhenkilöstön sitouttaminen sopimusteknisesti kriittistä • Epäonnistuneen yrityskaupan ja avainhenkilöstön poistumisen vaikutukset brändiin merkittävät

Taulukko 5. Ostaja 3 - Haastatteluiden havainnot ja käytetyt arvostusmenetelmät

Tunniste	Havainnot
O3	Arvostusmenetelmät • Kassavirtaperusteinen arvostus • Edelliset transaktiot (kerroinpohjainen arvonmääritys) • Julkiset verrokit (kerroinpohjainen arvonmääritys) Riskit yrityskaupassa • Käyvän arvon määrittäminen hankalaa, kun infrasijoittajan portfolio laaja • Ostossa yhtiön vastuut ja sitoumukset siirtyvät, jolloin riskit vaikeista sopimuksista siirtyvät • Ostettavalla yrityksellä merkittävästi lainaa ja korkea tasearvo tarkoittaa taseriskin ostamista • Ostettavalla yrityksellä infrassa paljon uutta keskeneräistä teknologiaa, joten riski teknologiasta ja tämän vaikutuksista brändiin suuret • Infran mukana merkittävää poliittista riskiä teknologiaa koskevasta lainsäädännöstä • Arvokkaassa infraostossa rahoitusmuodon sekä velkaantumiskapasiteetti kannattavuuden kannalta tärkeä analysoida • Yrityksen liiketoiminnat poikkesivat merkittävästi toisistaan ja ostohalukkuus koski vain yhtä liiketoiminnan osa-aluetta • Myyjän halukkuus vain yhden liiketoiminta-alueen myyntiin kohtalainen

Taulukko 6. Myyjä 1 - Haastatteluiden havainnot ja käytetyt arvostusmenetelmät

Tunniste	Havainnot
M1	Arvostusmenetelmät • Kassavirtaperusteinen arvostus • Edelliset transaktiot (kerroinpohjainen arvonmääritys) • Julkiset verrokit (kerroinpohjainen arvonmääritys) Riskit yrityskaupassa • Julkisten verrokkien löytyminen auttoi arvioimaan hintatasoa • Ei myyntipainetta, joten varmistuminen hintatasosta tärkeää • Pitkät näkymät kassavirroista puolsivat julkisten kertoimien käyttöä • Ostajaehdokkaita monta, joten lopullisen ostajan valinta haastavaa • Ostajien sitoutumisessa eroavaisuuksia • Ostajien taustat ja historialliset onnistumiset vaikuttivat päätökseen • Yrityksellä pitkäaikaisia velvoitteita, joiden kanssa yrityksen myyminen ja hinnoittelu haastavaa • Yrityskaupan ja omistajamuutoksen kautta liiketoiminnan jatkuvuus ja avainhenkilöiden pysyminen huolestutti • Sopimusteknisesti avainhenkilön ja omistajan sitouttaminen oli keskeistä • Kilpailijoille vuotava tieto arvostuksesta, liiketoiminnasta ja tuotteista yrityskauppaprosessissa riskialtista • Teknologista ja poliittista riskiä uuden energiateknisen innovaation kanssa • Ostajalla vahva halu velkarahoitukseen, mutta tuotekehityksen vuoksi matalilla tuotoilla velanhoitokulujen maksukyky heikko

Taulukko 7. Myyjä 2 - Haastatteluiden havainnot ja käytetyt arvostusmenetelmät

Tunniste	Havainnot
M2	Arvostusmenetelmät • Kassavirtaperusteinen arvostus • Edelliset transaktiot (kerroinpohjainen arvonmääritys) • Julkiset verrokit (kerroinpohjainen arvonmääritys) Riskit yrityskaupassa • Useampi ostajaehdokas, joten valinta vaikea • Myyntipainetta rahoitustilanteen vuoksi, joten neuvottelukyky rajallinen • Arvostuksen löytäminen vaikeaa, koska kassavirta-analyysin pohjalta arvostus erosi julkisista verrokeista • Yrityksen portfolio laaja ja halu myydä kaikki liiketoiminta-alat • Integraation onnistuminen huolestutti, koska yritys startup-henkinen ja ostajan maturiteetti korkea • Alkuperäisen brändin säilyttäminen tärkeää • Yritysosto ei kovin suuri arvoltaan, mutta rahoitukseen useita eri vaihtoehtoja • DD aikana tehdyt asiakasreferenssit sekä liiketoiminnan kehitysennusteet ovat merkittäviä liiketoimintasalaisuuksia • Verotuksen kautta vieraalla pääomalla saavutettiin suurempi kauppahinta • Liiketoiminta hyvin syklistä ja arvostuksen laskennan näkökulmasta vaikea määrittää laskettavan syklin kohta ja syklien tulevaisuuden kehitys

5.1 Yrityskaupoissa tunnistetut riskit

Haastatteluiden osalta yrityskaupoissa on tunnistettavissa merkittäviä riskejä prosessin eri vaiheissa. Nämä tekijät eroavat osittain ostajien ja myyjien välillä, mutta yhtäläisyyksiä näiden väliltä löytyy myös. Haastatteluissa tunnistettuja riskejä voidaan verrata aiempaan tutkimukseen ja näin ollen muodostaa synteesi tutkimustulosten pohjalta.

5.1.1 Ostajien tunnistamat riskit

Ostajien näkökulmasta on selvästi tunnistettavissa riskejä, jotka koskevat kaikkia kolmea tapausta. Lisäksi yrityskaupan ostajaa edustavat henkilöt nostivat riskejä, joita voidaan havaita vain yhdessä

tai kahdessa tapauksessa. Ostajapuolen haastatteluiden pohjalta voidaan muodostaa temaattisen analyysin avulla taulukko 8 esiin nousseista riskeistä.

Taulukko 8. Yrityskaupassa ostajien tunnistamat riskit

Tunnistettu riski	Ostaja 1	Ostaja 2	Ostaja 3
Ehdokkaiden valinta	x		
Sopivan kauppahinnan määrittäminen	x	x	x
Myyjän halukkuus myydä	x	x	x
Ostokohteen liiketoimintaportfolio (toisistaan merkittävästi poikkeavat liiketoiminnat)	x		x
Ostokohteen pitkäaikaiset sitoumukset ja velvoitteet (ostetaan taseriskiä)	x		
Avainhenkilöiden poistuma		x	
Integraation onnistuminen		x	
Brändin säilyminen yritysoston myötä		x	x
Rahoitusmuoto	x		x
Teknologinen riski			x
Poliittiset riskit		x	x
Suuri pääoman panostustarve			x

Taulukossa esitettyjen havaintojen mukaan kaikki kolme ostajaa tunnistivat haastatteluissa yrityskaupassa *hinnanmäärityksen* olleen riski osana yrityskauppaprosessia. Hinnanmäärityksen kriittisyys osana kauppaa oli haastattelujen pohjalta ilmeinen, sillä neuvotteluiden aloittaminen vaati ensimmäistä konsensusta neuvotteluissa keskusteltavasta neuvottelualueesta ja hintahaarukasta. Hinnanmääritykseen vaikuttavia muuttujia oli haastattelun pohjalta havaittavissa useita, mutta pääsääntöisesti ostajan halukkuus maksaa ylihintaa oli kaikissa tilanteissa minimaalinen. Näin ollen kaupan voittaminen ilman merkittävästi suurempaa tarjousta vaatii yrityksiltä kattavaa ja perinpohjaista arvonmääritystä. Kuitenkin käyvän arvon määrittämisessä ostajien aiempi kokemus yrityskaupoista mahdollisti selvästi kyseisen riskin minimoinnin, sillä omien aiempien transaktioiden tai julkisten verrokkikauppojen kautta ensimmäisen hintahaarukan löytäminen keskusteluiden pohjaksi oli mahdollista. Tällöin myös ymmärrys kauppojen vaikutuksesta kannattavuuteen voitiin varmistua. Lisäksi yhdessä tapauksessa (O1) ostajalla oli *mahdollisuus tarkastella useampaa yhtiötä* ja valita näistä sopivin. Tällöin ostajalla oli käytettävissään neuvottelukykyä ja mahdollisuus siirtyä seuraavaan kauppahinnan neuvotteluvälin ollessa myyjän näkökulmasta virheellinen.

Tämän lisäksi kahdessa tapauksessa ostettavan yrityksen *liiketoimintaportfolion laajuus ja poikkeavuus toisistaan* osoittautui merkittäväksi riskiksi (O1 ja O3). Tällöin toisistaan poikkeavat liiketoiminnat jouduttiin arvottamaan eritavoin ja lopputulokset summaamaan. Tällöin virhearviot voivat

kertaantua arvostuksia määrittäessä. Lisäksi ostajien näkökulmasta kaikkien liiketoimintojen tarpeellisuuden arviointi vaikutti halukkuuteen ostaa kaikkia liiketoimintoja vain tiettyjen valikoitujen liiketoimien sijaan.

Arvonmäärityksen lisäksi kaikissa tilanteissa *myyjän halukkuus myydä* osuuttaan korostui huomattavana riskinä. Koska kohdetapauksissa myyjien halukkuus myyntiin oli epäselvä, osoittautui näiden sitoutumiseen yritysostoprosessiin olevan vajavainen. Myyjän haluttomuuteen myydä tunnistettiin kuitenkin monia eri syitä. Kahdessa tapauksessa myyjän neuvotteluvaltti oli hyvin korkea sillä myyntipainetta yrityksellä ei ollut. Toisessa tilanteessa neuvotteluvaltti pohjautui suureen kokoon (O1) ja kannattavuuteen, kun taas toisessa ostajan omaan aloitteeseen yritysostosta (O2). Kuitenkin yhdessä tilanteessa ostajan halukkuus kohdistui vain muutamaan liiketoiminnan alaan, jolloin myyjän halukkuus luopua yhdestä keskeisestä liiketoiminnastaan ei ollut ilmeistä (O3). Myyjän haluttomuus ja matala sitoutumisen aste vaikutti selvästi prosessin etenemiseen kaikissa tapauksissa, jolloin ostajalle koituvat kulut kasvavat ja paine kaupan onnistumisesta paisui.

Kahdessa tapauksessa (O2 ja O3) yritysostojen lopputuloksen ja integraation tunnistettiin vaikuttavan onnistuessaan merkittävästi yrityksen *brändiin*. Näin ollen nykyisen brändin ja tunnettavuuden säilyttäminen sekä ostettavassa liiketoiminnassa sekä nykyisissä liiketoiminnoissa oli välttämätöntä, jotta kannattavuus säilyy vaaditulla tasolla. Brändiin vaikuttaviksi tekijöiksi riskien näkökulmasta tunnistettiin sekä avainhenkilöiden poistuma ja näiden merkitys asiantuntijuuteen asiakasrajapinnassa (O2) että uuden innovaation sisällyttämiseen liittyvät teknologiset riskit (O3). *Avainhenkilöiden motivaatioon* yritysostossa vaikuttaa merkittävästi uuden yrityksen toimintaympäristö ja *integraatiovaiheen onnistuminen*. Pitkittynyt integraatio ja liian hierarkkinen toimintaympäristö voivat ajaa avainhenkilöt tilanteeseen, jossa töiden hakeminen muualta alkaa kiinnostamaan. Tällaisen ilmiön vaikutus ostettavan yrityksen arvostukseen on merkittävä etenkin, kun kyse on asiantuntijuutta tarjoavasta yrityksestä (O2). Näin ollen työntekijöiden sitouttamiseen panostaminen aiheuttaa yrityskauppaprosessissa neuvotteluvaiheen aikaista sopimista ja sopimusten valmistelua.

Edellä mainittujen riskien lisäksi kahdessa ostotilanteessa *poliittiset riskit* sekä *rahoitusmuoto* aiheuttivat paljon epävarmuutta yrityskauppaan ja sen onnistumiseen. Poliittisen riskin vaikutukset korostuivat sekä lainsäädännön muutosten (O3) että kilpailukiellon (O2) näkökulmasta. Lainsäädännön vaatimukset voivat EU:n säätelyn takia muuttua merkittävästi ja tällöin etenkin uutta teknologiaa sisältävien infrahankkeiden osalta kyseiseen teknologiaan, sen toimivuuteen ja säätelyyn liittyvät riskit ovat suuria. Puolestaan terveydenhuollon alalla suuret kilpailijat ovat vallanneet

merkittävästi markkinaa, joten kilpailulainsäädäntö on alkanut rajoittaa jo isoimpia yritysostoja. Näin ollen kustannukset lakiselvityksistä ja riskit kaupan toteutumiseen ovat merkittäviä.

Rahoitusmuodon valinta vaikutti merkittävästi ostajan taloudelliseen kykyyn maksaa yrityksestä sekä tuottovaatimukseen kaupan jälkeen. Yritysten nykyiset *velkaantumisasteet* ja mahdollisuudet velkaantua entisestään vaikuttivat kahden yrityksen velkaantumiskapasiteettiin, joten oikean rahoitusmuotojen yhdistelmän analysointiin vaadittiin paljon työtä (O1 ja O3). Oikeaan rahoitukseen päätyminen kyseisissä tapauksissa vaikuttivat sekä ostettavan liiketoiminnan maturiteetti ja kannattavuus. Kannattavalla liiketoiminnalla velkarahoituksen kulujen kattaminen oli lyhyelläkin aikavälillä mahdollista (O1), kun puolestaan hyvin aikaisen vaiheen teknologian kehitys vaatii *paljon kehityspääomia* ilman omaa kassavirtaa (O3). Valittavaan rahoitusmalliin näiden edellä mainittujen tekijöiden lisäksi vaikuttivat *ostettavan yrityksen velvoitteet sekä vastuut*. Velvoitteiden ja vastuiden kautta yritysoston mukana näiden siirtyminen tarkoittaa ostavalle yritykselle taseriskiä, jonka hinnoittelu ja arviointi osana yrityskauppaa on huomioitava. Näiden riskien realisoituminen voi johtaa hyvin merkittäviin kustannuksiin myöhemmin.

5.1.2 Myyjien tunnistamat riskit

Myyjien näkökulmasta muutamat riskit korostuivat kummassakin haastattelussa. Näiden lisäksi yrityskaupan myytävän yrityksen edustajat nostivat riskejä, joita voidaan havaita vain toisessa näistä kahdesta tapauksesta. Ostajapuolen haastatteluiden pohjalta voidaan muodostaa temaattisen analyysin avulla taulukko 9 esiin nousseista riskeistä.

Taulukko 9. Yrityskaupassa myyjien tunnistamat riskit

Rooli	Myyjä 1	Myyjä 2
Ehdokkaiden valinta	x	x
Sopivan kauppahinnan määrittäminen	x	x
Ostokohteen liiketoimintaportfolio (toisistaan merkittävästi poikkeavat liiketoiminnat)		x
Ostokohteen pitkäaikaiset sitoumukset ja velvoitteet (ostetaan taseriskiä)	x	
Avainhenkilöiden poistuma	x	
Integraation onnistuminen	x	x
Informaation jakaminen kilpailijoille ostoprosessin aikana	x	x
Brändin säilyminen yritysoston myötä		x
Rahoitusmuoto	x	x
Teknologinen riski	x	
Poliittiset riskit	x	
Liiketoiminnan syklisyyden vaikutus arvostukseen		x

Kummankin myyjän tilanteessa tunnistettiin *ehdokkaiden valinnan* olevan merkittävä riski, koska tällöin kunkin ostajaehdokkaan analysointi tarkoin oli tarpeellista. Lisäksi ehdokkaan hylkäämisen tunnistettiin johtavan tilanteeseen, jossa kyseisen ostajan kiinnostus jatkossa olisi hyvin minimaalinen tai täysin nolla. Ehdokkaiden valinnassa kuitenkin riskiä voitiin pienentää tarkastelemalla taustoja ja aikaisempia yrityskauppoja sekä näiden onnistumista. Tällöin hinta yksinään ei toiminut ratkaisevana tekijänä vaan varmuus liiketoiminnan säilymisestä sekä laadukkaasta johtamisesta oli tärkeää. Ehdokkaiden valinnassa myös valmisteltavat sopimukset ja niiden viimeistely ennen virallista kauppakumppanin valintaa oli tarpeen, mikä kasvatti myös merkittävästi transaktiokustannuksia. Ostajaehdokkaiden ollessa yrityksen näkökulmasta huonoja on riski liiketoiminnan jatkuvuuteen suuri etenkin myytävän yrityksen ollessa taloudellisesti heikossa asemassa ja näin ollen myynti- tai lisärahoituspakon alla (M2).

Kauppahinta ja tämän määrittämisen tunnistettiin kummassakin tapauksessa sisältävän merkittävää riskiä, mikä näin ollen vaikutti merkittävästi ostajan valintaan. Ilman myyntipainetta kauppahinnan koon ja ostajan laadun pohjalta voitiin päättää kaupan toteutumisesta (M1). Vaikka neuvottelukyky kyseisessä tapauksessa oli korkea, vaikuttivat yrityksen *pitkäaikaiset sitoumukset* arvostukseen ja neuvottelukykyyn laskevasti. Kummassakin tapauksessa arvonmääritykseen voitiin hyödyntää ostajien edellisiä toteutuneita yrityskauppoja sekä julkisesti löytyviä verrokkeja, joten kerroinpohjaisesti oikean arvostustason ankkurointi oli mahdollista. Tällöin hinnoitteluun liittyviä riskejä voitiin minimoida kummankin osapuolen näkökulmasta. Kuitenkin kummassakin tapauksessa kassavirtoihin

pohjautuvan arvostuksen kautta voitiin kertoimien toimivuutta validoida ja lopulta perustella vastaavien kertoimien käyttöä. Tämän pohjalta toisessa tapauksessa (M2) kassavirtaperusteinen arvonmääritys antoi täysin poikkeavan tuloksen, jolloin riskit myyjälle alihintaan myynnistä kasvoivat. Kuitenkin ostajan näkökulmasta syklisen liiketoiminnan arvostukseen liittyi merkittäviä riskejä, koska näkymät syklin laskuvaiheen alkamisesta puolsivat tulevien kassavirtojen pienenemistä seuraavien vuosien aikana myyjän mallia enemmän.

Kummassakin ostajien sitoutumisessa oli tunnistettavissa selviä eroavaisuuksia. Toisessa tapauksista tämä tuotti merkittäviä riskejä, sillä *ostajien halukkuudet koskivat pääsääntöisesti vain osaa yrityksen liiketoiminnoista* (M2). Myyjän lisärahoitustarve ja myyntipaine kuitenkin kosketti kaikkia liiketoiminnan aloja ja näin ollen ostajan oli sitouduttava kaikkiin liiketoimintoihin. Tällöin prosessin pitkittymisen ja kasvavan myyntipaineen vuoksi neuvottelukyky oli jatkuvasti heikkenevä. Kuitenkin ostajien sitoutuminen on tärkeää, sillä kummankin haastattelun pohjalta yrityskauppaprosessissa laadittava DD sisältää paljon *liiketoimintakriittistä tietoa ja näin ollen sen vuotaminen kilpailijoille* voi olla kohtalokasta. Tämän vuoksi ostajaehdokkaiden kanssa laaditut salassapitosopimukset ja kauppaan liittyvän tiedon yksityisyys on koko yrityskauppaprosessin ajan sekä tämän jälkeen tärkeää.

Kummankin haastattelun pohjalta tunnistettiin *yrityskaupan jälkeisen integraation* sisältävän paljon riskejä. Integraation nopeus ja onnistuminen nähtiin merkittävänä tekijänä *avainhenkilöiden pysymiseen* uudessa organisaatiossa (M1). Tämän lisäksi toinen myyjistä koki yrityskulttuurin muutoksen startup henkisestä korkeaan maturiteettiin olevan suuri riski liiketoiminnalle, asiakkaiden ongelmien ratkaisulle ja henkilöstön motivaatiolle (M2). Muuttunut yrityskulttuuri ja toimintatavat *voivat heikentää merkittävästi yrityksen ja tämän tuotteiden rakentamaa brändiä* markkinoilla (M2). Henkilöstöön liittyviä riskejä voitiin kuitenkin lieventää määrittämällä kannusteita ja sitoumuksia henkilöstölle.

Kummassakin tapauksessa *rahoitusmuodon valinta* sisälsi riskejä ja vaikutti lopulliseen kauppahintaan. Vaikka yritysostojen arvot olivat hyvin eri suuruisia, olivat riskit silti samankaltaisia. Myytävien yritysten kassavirta sekä tuotekehitys vaikuttivat velkaantumiskykyyn. Kuitenkin myyjien näkökulmasta ostajien halukkuus ja mahdollisuudet erilaisiin rahoitusmuotoihin olivat merkittävässä roolissa ja täten riski kulminoitui pääsääntöisesti ostajalle. Kuitenkin toisessa tapauksessa myyjän toiminta-alue yhdessä ostajan verotuksen kanssa mahdollistivat vieraalla pääomalla *veroetuuksia* ja täten parempaa hinnoittelukykyä (M2).

Verotuksen lisäksi alueittain *poliittinen riski* luo epävarmuutta myyjien mahdollisuuksiin liiketoimintansa kauppaamiseen. Etenkin *uusien innovaatioiden* kohdalla poliittiset päätökset voivat nopeallakin aikavälillä estää tuotteen myynnin suurillakin markkina-alueilla, mikä kasvattaa ostajalle koituvaa riskiä sekä halua maksaa yrityksestä (M1). Kuitenkin uusi teknologia voi avata ostajalleen myös merkittäviä uusia synergiaetuja ja käyttökohteita, jolloin ostajan kokema arvo voi olla merkittävästi myyjän arvoa suurempi. Uusiin innovaatioihin liittyvät riskit eivät kuitenkaan aina ole poliittisia vaan niiden skaalautuvuus ja kypsyys vaikuttavat ostajan kiinnostukseen sekä kokeman riskin tasoon (M1).

5.1.3 Synteesi

Haastatteluissa tunnistetut riskit voivat koskea kumpaakin osapuolta tai vastavuoroisesti vain ostajaa tai myyjää. Taulukossa 10 on esitetty haastatteluiden pohjalta tunnistetut riskit ja luokiteltu ne koskemaan kumpaakin osapuolta (O&M), ostajaa (O) tai myyjää (M).

Taulukko 10. Tunnistettujen riskien vaikutus yrityskaupan osapuoliin

Tunnistettu riski	Osapuoli
Ehdokkaiden valinta	O&M
Sopivan kauppahinnan määrittäminen	O&M
Myyjän halukkuus myydä	O
Ostokohteen liiketoimintaportfolio (toisistaan merkittävästi poikkeavat liiketoiminnat)	O&M
Ostokohteen pitkäaikaiset sitoumukset ja velvoitteet (ostetaan taseriskiä)	O&M
Avainhenkilöiden poistuma	O&M
Integraation onnistuminen	O&M
Brändin säilyminen yritysoston myötä	O&M
Rahoitusmuoto	O&M
Teknologinen riski	O&M
Poliittiset riskit	O&M
Suuri pääoman panostustarve	O
Informaation jakaminen kilpailijoille ostoprosessin aikana	M
Liiketoiminnan syklisyyden vaikutus arvostukseen	M

Haastattelujen pohjalta on tunnistettavissa yrityskauppoihin liittyviä riskejä, jotka koskettavat kaupan molempia osapuolia. Kuitenkaan kaikki riskit eivät ole tällaisia, joten on tärkeää tunnistaa kumman osapuolen kannettavaksi riskit jäävät. Riskeistä merkittävin kulminoituu arvonmäritykseen kauppahinnan osalta. Arvonmääritykseen liittyvät riskit nousivat kaikissa viidessä haastatteluissa ja

näin ollen koskevat yrityskaupoissa kumpaakin osapuolta. Arvonmäärityksen kannalta merkittävimmät riskit koskevat haastattelujen perusteella oikean hinnan löytämistä, jotta kauppa on kummankin osapuolen kannalta houkutteleva ratkaisu. Kuitenkin hinnan lopullisen määräytymisen kannalta osapuolten neuvottelukyky vaikuttaa lopulliseen kauppahintaan. Hinnan määritykseen riskiä tunnistettiin lisäävän liiketoimintaportfolion laajuus, jolloin eri liiketoimintojen arvostus saattaa olla toisistaan hyvin poikkeava ja myyjän tai ostajan intresseihin ei välttämättä kuulu jokaisen liiketoiminnan ostaminen tai myyminen. Tämän on tunnistettu olevan riski myös aikaisemmassa kirjallisuudessa, sillä hinnan määritys on kummankin osapuolen näkökulmasta kaupan toteutumisen osalta kriittisimpiä yksittäisiä vaiheita koko yrityskauppaprosessissa (Katramo et al., 2013).

Haastatteluiden pohjalta hyvin merkittäviksi riskeiksi nousivat myös ehdokkaiden valinta, yrityskaupan rahoitusmuodon valinta, poliittiset riskit ja brändin säilyminen. Nämä riskit ilmenivät kolmessa tai useammassa haastattelussa vähintään kerran kummankin osapuolen haastatteluissa. Ehdokkaiden valintaan liittyvät riskit haastatteluiden pohjalta perustuvat valinnan vaihtoehtoon, joten yksittäisen myyjän tai ostajan tilanteessa toisella osapuolella ei ollut valittavaa. Kuitenkin useamman myyjä- tai ostajakandidaatin tilanteessa oikean tahon valinta vaatii aikaa sekä analyysia, jotta lopullinen kauppa palvelee kumpaakin osapuolta optimaalisesti. Ehdokkaiden valinnan kautta kumpaakin osapuolta kiinnostavana tekijänä esiin nousi brändi ja sen säilyminen yritysoston jälkeen. Näin ollen kauppakumppania valitessa on tärkeää tunnistaa osapuolen kyky sekä halukkuus kehittää luotua brändiä. Tämän osapuolten sitoutumiseen liittyvän riskin on aikaisemman kirjallisuuden pohjalta tunnistettu koskevan molempia osapuolia ja riskin merkitys sekä kustannusten että tulevaisuuden mahdollisuuksien osalta on tunnistettu hyvin merkittäväksi etenkin valmisteluvaiheessa (Katramo et al., 2013).

Rahoitusmuodon valinnan merkitys korostuu haastattelujen pohjalta ostajalle ja tämän kykyyn kattaa rahoituksen kustannuksia lyhyellä sekä pitkällä aikavälillä. Kuitenkin rahoituksen huolet esiintyivät myös myyjien kohdalla, koska rahoituskustannusten merkitys liiketoiminnan jatkuvuudelle on ilmeinen. Lisäksi yhden haastattelun kohdalla myyjän mukaan kauppahinnan suuruuteen pystyttiin vaikuttamaan rahoitusmuodon valinnalla, sillä verotuksellisesti vieraan pääoman käyttö oli kyseisessä tilanteessa edullisinta. Aiemmassa kirjallisuudessa rahoitusmuodon valintaan on tunnistettu liittyvän paljon riskejä, jotka kuitenkin kohdistuvat ostajan tekemään valintaan rahoituksen toteuttamisesta (Bartlett III, 2007; Damodaran, 2008; Katramo et al., 2013; Rizzi, 2007; Speechley, 2008).

Poliittisen riskin merkitys kummallekin osapuolelle on haastattelujen pohjalta merkittävä. Lainsäädännön kautta tulevat vaatimukset ja mahdolliset pakotteet voivat kasvattaa ostoon sisältyvää riskiä

heikentäen samalla myyjän neuvotteluvalttia. Poliittinen riski korostui etenkin uusien teknologioiden tilanteessa, joissa teknologian sääntely ei ole vielä valmista ja tulevaisuuden näkymät ovat epäselvät. Poliittiseen riskiin tunnistettiin kuuluvan näiden lisäksi kilpailulliset tekijät. Poliittisessa kentässä yrityskaupan toteutumista voidaan säädellä liian vähäisen kilpailun tilanteessa, jolloin ostajan sekä myyjän näkökulmasta kauppa voi epäonnistua hinnasta riippumatta. Aiemmassa kirjallisuudessa kilpailulainsäädännön vuoksi poliittisen riskin merkitystä on korostettu hyvin kriittisenä riskinä etenkin vähäisen kilpailun alueilla (Speechley, 2008).

Vain kerran kummankin osapuolen kohdalla tunnistettiin yrityskauppaan sisältyvän riskiä pitkäaikaisista sitoumuksista, avainhenkilöiden poistumasta, integraation onnistumisesta ja teknologisesta riskistä. Myytävän yrityksen pitkäaikaiset sitoumukset ja näihin liittyvät riskit vaikuttavat haastattelujen pohjalta merkittävästi yrityksen hinnoitteluun ja näin ollen luovat kummallekin osapuolelle kaupan toteutumiseen liittyviä riskejä. Lisäksi avainhenkilöiden poistuminen yhdessä integraation toteutuksen kanssa korostuivat kummankin osapuolen haastatteluissa. Ostettavan liiketoiminnan perustuessa asiantuntijoihin ja avainhenkilöstöön, korostuu heidän arvonsa osana yrityskauppaa. Näin ollen kummankin osapuolen intresseissä on tämän henkilöstön jatkaminen ja sitouttaminen uuteen organisaatioon. Tähän voi kuitenkin sitouttamisen lisäksi vaikuttaa integraatio ja sen toteutus. Pitkittynyt integraatio ja huono johtaminen voivat haastattelujen mukaan vaikuttaa avainhenkilöstön motivaatioon ja jatkoon. Lisäksi pitkittynyt integraatio luo kustannuksia ja voi vaikuttaa liiketoiminnan jatkuvuuteen. Aiemman kirjallisuuden mukaan integraatiovaiheen onnistuminen ja siihen vaikuttavat riskit ovat pääsääntöisesti taloudellisia, koska tässä vaiheessa kauppa itsessään on jo toteutunut (Katramo et al., 2013). Kuitenkin riskin realisoituminen voi joissain tapauksissa johtaa kaupan purkuun (Katramo et al., 2013).

Teknologiset riskit perustuvat haastatteluiden pohjalta uusien innovaatioiden merkitykseen ostajan näkökulmasta sekä kykyyn rahoittaa tätä kehitystä sekä integraatiota osaksi omaa tarjoamaa. Uuden teknologian hankkiminen voi koitua ostajalle kalliiksi ilman tulevaisuuden tuottoja vaikuttaen samalla myyjän mahdollisuuksiin kaupata keskeneräistä liiketoimintaa. Kuitenkin uuden teknologian kautta saavutettavat hyödyt voivat ostajalle näyttäytyä myyjän odotuksia korkeampana. Uuden teknologian osalta aiemmassa kirjallisuudessa on tutkittu yrityksen arvoa myyjälle ja ostajalle (Katramo et al., 2013). Tällöin uuden teknologian kautta saatava arvo voi olla ostajalle merkittävästi myyjää suurempi ja näin ollen synergioiden arvot huomioiden riskit etenkin kauppahintaan liittyen voivat osapuolille pienentyä (Katramo et al., 2013).

Yrityskauppoihin kohdistuu haastattelujen pohjalta vain ostajia koskevia riskejä. Tällaisiksi osoittautuivat myyjän halukkuus myydä ja suuri pääoman tarve kaupan jälkeen. Mikäli myyjän halukkuus yrityskauppaan on vähäinen, heikkenee ostajan neuvottelukyky kauppaa kohtaan. Tällöin kauppahinta ja kannattavuus voivat kärsiä. Lisäksi myyntiprosessin tunnistettiin usein venyvän, mikä johtaa kasvaviin transaktiokustannuksiin yrityskauppaprosessin aikana. Suuri pääoman tarve yrityskaupan jälkeen kulminoitui haastatteluissa uuteen teknologiaan, jonka rahoitus ilman suoraa kassavirtaa on tarpeen myös yrityskaupan jälkeen. Osapuolten sitoutumisen on tunnistettu aikaisemmassa kirjallisuudessa koskevan kumpaakin osapuolta eikä näin ollen aiemmin ole kulminoitunut vain ostajiin (Katramo et al., 2013). Puolestaan pääomatarpeet ovat aiemmassa kirjallisuudessa käsitelleet pääsääntöisesti rahoitusmuodon valintaa sekä yrityskaupan kauppahinnan maksamisessa, integraation toteutuksessa ja kaupan jälkeisessä liiketoiminnan jatkuvuuden takaamisessa (Damodaran, 2008; Rizzi, 2007; Speechley, 2008).

Myyjien näkökulmasta yrityskaupan aikana merkittävimmiksi riskeiksi osoittautuivat informaation jakaminen kilpailijoille ostoprosessin aikana sekä liiketoiminnan arvostus syklisessä liiketoiminnassa. Koska myyjä valmistelee liiketoimintansa läpileikkaavan raportin (DD) osana yrityskauppaa, on tämän kilpailijoiden näkökulmasta hyvin arkaluontoista. Näin ollen yrityskaupan epäonnistuminen sekä tietojen vuotaminen voi vaikeuttaa yrityksen liiketoimintaa jatkossa merkittävästi. Syklisen liiketoiminnan osalta haastatteluissa havaittiin arvostuksen olevan vaikeaa. Myyjän intressien mukaan kauppahinnan määräytymisen on tärkeää pohjautua syklin huippuun, ja ostajat korostavat usein syklin laskuja. Näin ollen yhteisymmärryksen ja lopullisen hinnan löytäminen on haastavaa. Aikaisemmassa kirjallisuudessa yrityskaupan epäonnistumiseen liittyvät riskit ovat keskittyneet uuden potentiaalisen ostajan löytämiseen eikä niinkään yrityskriittisen tiedon vuotamiseen (Katramo et al., 2013).

5.2 Kohdeorganisaatioiden yritysostoissa käyttämät arvonmääritysmenetelmät

Haastattelujen perusteella yrityskaupoissa käytettävät arvonmääritysmenetelmät poikkesivat toisistaan tapauskohtaisesti. Kuitenkin jokaisen haastattelun yhteydessä havaittiin arvonmäärityskeinojen muodostuvan useammasta kuin yhdestä. Eri kaupoissa käytetyt arvonmäärityskeinot on esitetty taulukossa 3. Kuten taulukosta huomataan, kaikissa tutkimuksessa haastatelluissa tapauksissa yrityskauppojen referenssipiste voitiin asettaa edellisten transaktioiden pohjalta, jonka vuoksi toimijoilla oli ymmärrystä kerroinanalyysin osalta väliin, johon hinta lopulta päätyy. Muutoin ostajien osalta käytettävät menetelmät poikkesivat toisistaan, mutta myyjien tilanteessa arvostusmenetelmät olivat samat.

Kummankin myydyn yhtiön kohdalla arvonmääritykseen käytettiin kassavirtaperusteista mallia sekä hyödynnettiin edellä mainittujen edellisten transaktioiden lisäksi julkisia verrokkeja. Sekä edellisten transaktioiden löytyminen että julkiset verrokit tuovat yhdessä selvyyttä myyjälle kauppahinnan oikeellisuudesta vähentäen riskiä alihintaan myymisestä. Käytettävien kertoimien haarukan löytämisen jälkeen kassavirtaperustaisella mallilla voitiin kaupassa vielä vahvistaa neuvottelualueen oikeellisuutta, jonka jälkeen lopullinen hinta lukkiutui neuvotteluiden aikana.

Ostajien osalta ensimmäisessä tapauksessa hyödynnettiin osinkoperustaista mallia sekä liiketoimintojen osien summaa, jolloin eri liiketoimintojen arvostukset tapahtuivat erilaisin tavoin. Näiden kautta voitiin validoida edellisten transaktioiden sekä julkisten verrokkien luomaa kuvaa oikeellisesta neuvottelualueesta. Ostajien 2 ja 3 tapauksessa kummassakin hyödynnettiin kassavirtaperusteista mallia yhdessä edellisten transaktioiden kanssa. Tämän lisäksi ostajan 3 tapauksessa julkisia verrokkeja oli löydettävissä ja näin ollen riskit hinnanmääritykselle olivat pienemmät.

5.3 Riskitekijöiden vaikutus valittuun arvonmääritysmenetelmään

Aikaisemmin käsiteltyjen riskitekijöiden joukosta voidaan tunnistaa haastatteluiden pohjalta tekijät, jotka vaikuttivat valittuun arvonmääritysmenetelmään. Riskit esitetty taulukossa 11.

Taulukko 11. Arvonmääritysmenetelmään vaikuttavat riskit

Tunnistettu riski	Riskin perusteella valittu arvostusmenetelmä
Sopivan kauppahinnan määrittäminen	Edelliset transaktiot ja julkiset referenssit (Kerroinpohjainen arvonmääritys) ja jokin toinen hintaa tukeva menetelmä
Myyjän halukkuus myydä	Edelliset transaktiot ja julkiset referenssit (Kerroinpohjainen arvonmääritys)
Ostokohteen liiketoimintaportfolio (toisistaan merkittävästi poikkeavat liiketoiminnat)	Tarve useammalle arvonmääritysmenetelmälle
Ostokohteen pitkäaikaiset sitoumukset ja velvoitteet (ostetaan taseriskiä)	Edelliset transaktiot ja julkiset referenssit (Kerroinpohjainen arvonmääritys) ja kassavirtaperustainen arvonmääritys
Teknologinen riski	Edelliset transaktiot ja julkiset referenssit (Kerroinpohjainen arvonmääritys)
Suuri pääoman panostustarve	Edelliset transaktiot ja julkiset referenssit (Kerroinpohjainen arvonmääritys)
Liiketoiminnan syklisyyden vaikutus arvostukseen	Kassavirtaperustainen arvonmääritys syklin eri vaiheiden kautta

Haastattelujen pohjalta kaikissa tapauksissa suurin arvonmäärityksen valintaan vaikuttava riski liittyy sopivan kauppahinnan määrittämiseen. Tämä riski esiintyi kaikissa tapauksissa sekä myyjien

että ostajien kohdalla. Oikeellisen kumpaakin osapuolta miellyttävän kauppahinnan varmistamiseksi tunnistettiin aiempien yrityskauppojen sekä julkisten referenssitapausten merkitys. Tällöin olemassa oleva informaatio oikeellisesta kerronpohjaisesta arvostuksesta on kummankin osapuolen tiedossa, ja odotukset kauppahinnasta asettuvat oikealle tasolle. Näin ollen riski yli- tai alihintaan myymisestä pienenevät. Kuitenkaan oikean arvonmääritys ei missään kohdeyritysten tapauksessa perustunut pelkästään aiempiin transaktioihin, vaan muitakin arvostusmenetelmiä käytettiin vahvistamaan kertoimilla määritetyn arvon oikeellisuutta. Näin ollen useamman käytetyn menetelmän kautta voitiin validoida kauppahinnan oikeellisuutta sekä pienentää tähän liittyvää riskiä.

Kaikkien ostajien tapauksessa epävarmuus myyjän halukkuudesta myydä johtivat tilanteisiin, joissa edellisten transaktioiden ja julkisten referenssien hyödyntäminen takasi vankat perusteet myyjälle kauppahinnan tasosta sekä neuvottelualueesta. Näin ollen myyjän kiinnostuksen herättäminen toteutuneiden yrityskauppojen kautta loi houkuttelevaa näkymää yrityskaupan toteutukselle. Ilman aikaisempia yrityskauppoja tai julkisia referenssejä yksittäisen määritysmenetelmän, kuten kassavirtaperustaisen mallin, hyödyntäminen ei välttämättä herätä myyjän kiinnostusta ilman houkuttelevan kokoista kauppahintaa. Tämä ei puolestaan haastateltujen yritysten tilanteissa kuulunut ostajien tavoitteisiin, joten arvostuskertoimien käyttö osoittautui tarpeelliseksi.

Ostokohteiden liiketoimintaportfolioiden poikkeavuus johti yrityskaupoissa haasteisiin arvonmäärityksestä. Näin ollen koko yrityksen oikeellinen arvonmääritys vaati näissä tapauksissa erilaisia arvonmääritysmenetelmiä. Ostajan 1 tapauksessa osinkoperustaisella mallilla sekä kertoimilla voitiin arvottaa eri liiketoiminnan osa-alueet ja lopulta kokonaiskauppahinta saatiin muodostettua näiden osien summasta. Osinkoperustainen arvonmääritys oli kyseisessä tapauksessa kuitenkin seurausta osinkojen kehityksen ja yrityksen tuloksen kehitysten välisestä suhteesta eikä niinkään yrityskauppaan linkittyvistä riskeistä. Lisäksi ostajan 3 ja myyjän 2 tilanteissa toisistaan poikkeavat liiketoiminnat vaikuttivat kassavirtaperusteisen validoinnin tarpeeseen, sillä eri liiketoimintojen kassavirrat poikkesivat merkittävästi toisistaan.

Ostokohteen pitkäaikaisiin sitoumuksiin liittyvät riskit vaikuttivat merkittävästi tarpeeseen hyödyntää sekä kassavirtaperustaista sekä aikaisempien kauppojen arvostustietoa, koska ostettavan taseriskin huomioiminen hinnassa on muutoin hankalaa. Sekä ostajan 1 että myyjän 1 tilanteessa kaupan kohteelta löytyi taseriskiä, jonka ostaja halusi huomioida kauppahinnassa vaikuttavana tekijänä. Näin ollen aikaisempien toteutuneiden kauppojen kautta voitiin tunnistaa tällaisen taseriskin suhteellista vaikutusta kauppahintaan sekä vahvistaa kassavirtaperustaisella mallilla näiden sitoumusten vaikutusta tuleviin kassavirtoihin.

Teknologisen riskin vaikutus käytettyihin arvostusmenetelmiin huomattiin ostajan 3 ja myyjän 1 tilanteissa, joissa uuden teknologian tulevaisuuden potentiaali sekä arvostus olivat vaikeammin määriteltävissä. Tällöin riski ylihinnan maksamisesta ostajalle ja toisaalta alihintaan myymisestä myyjälle olivat korkeita. Pelkän kassavirtaperusteisen mallin avulla hinnan määritys pohjautuu hyvin paljon tulevan myynnin hypoteettisiin kehitysnäkymiin, joten tämän lisäksi vastaavien yrityskauppojen avulla voitiin kummassakin tilanteessa vahvistaa kauppahintaa kumpaakin osapuolta miellyttäväksi.

Ostajan 3 kohdalla myös suuri pääoman panostustarve ostettavaan yritykseen perusteli aiempien referenssien hyödyntämistä. Koska yrityskauppa vaatii myös jatkossa merkittävää sitoutumista ostettuun liiketoimintaan, löytyi ostajalta tarve huomioida tämä kauppahinnassa. Oikean huomioinnin taso voitiin löytää julkisten referenssien kautta. Lisäksi suuri pääoman panostustarve vaikutti merkittävästi myyjän neuvottelukykyyn, sillä lisärahoituksen tarve oli kyseisessä tapauksessa kriittinen. Näin ollen arvostuskertoimissa päätyminen ostajan kannalta suotuisaan päähän neuvottelualuetta oli perusteltua.

Myyjän 2 osalta liiketoiminnan syklisyyden tunnistettiin vaikuttavan valittuihin arvostusmenetelmiin. Syklisyyden vuoksi kassavirtaperustainen malli laadittiin syklien eri vaiheiden osalta ja näin ollen tunnistettiin tulevaisuuden kannalta syklisyyden parhaiten huomioiva kauppahinta. Lisäksi julkisten verrokkien löytyminen auttoi huomioimaan arvostuskertoimien osalta oikeat syklin vaiheet sekä mahdollisti näiden kautta lopullisen kauppahinnan määrittämisen kumpaakin osapuolta miellyttäväksi.

6 Johtopäätökset

Tässä luvussa vastataan tutkimuskysymyksiin ja pyritään näin ollen esittämään tutkimuksessa muodostetut johtopäätökset. Tutkimuskysymysten avulla muodostetaan ymmärrys yrityskauppoihin liittyvistä riskeistä ja niiden vaikutuksista käytettäviin arvonmääritysmenetelmiin. Tämän lisäksi luvussa käsitellään rajoitteet tutkimukseen liittyen sekä aiheen kannalta merkittävät jatkotutkimustarpeet.

6.1 Tutkimuskysymyksiin vastaaminen

Tutkimuksessa tarkasteltiin yrityskauppaan liittyviä riskejä kaupan eri osapuolille ja näiden riskien vaikutusta valittuun arvonmääritysmenetelmään. Tutkimuksen tavoitteena oli tunnistaa riskit, jotka koskevat vain toista osapuolta tai molempia sekä ymmärtää mitkä riskit vaikuttavat valittuihin arvonmääritysmenetelmiin. Tämä tehtiin vastaamalla tutkimuskysymyksiin.

TK1: Mitä riskejä yrityskauppaprosessiin sisältyy eri osapuolten näkökulmasta?

Ensimmäiseen tutkimuskysymykseen vastattiin tehtyjen haastatteluiden avulla sekä jalostamalla tätä tietoa aiemman akateemisen kirjallisuuden avulla. Työssä havaittiin, että yrityskauppoihin liittyy paljon erilaisia riskejä, joista monet koskevat kumpaakin osapuolta, mutta jotkin vain toista. Nämä riskit eroavat yrityskauppaprosessin eri vaiheiden mukaan ja vain osa riskeistä vaikuttaa lopulta valittuun arvonmääritysmenetelmään. Kuitenkin riskeistä kaikki vaikuttavat kaupan toteutumiseen lopulta kumpaakin osapuolta miellyttävin ehdoin. Eri osapuolia koskevat riskit on esitetty taulukossa 6. Kuitenkin suurin ja yrityskaupan toteutumisen kannalta merkittävimmäksi riskiksi osoittautui kauppahinnan määritys, jotta kumpikaan osapuoli ei luopuisi kokemaansa arvo merkittävästi poikkeavalla summalla omistuksestaan. Tätä löydöstä puoltaa myös tutkimuksen kirjallisuuskatsauksessa esitetty aiempi akateeminen kirjallisuus.

TK1.1: Miten nämä riskit vaikuttavat valittuihin arvonmääritysmenetelmiin?

Tutkimuksessa huomattiin, että kaikki riskit eivät vaikuta valittuun arvonmäärityskertoimeen. Lisäksi arvonmäärityksen tapahtuessa osana kauppaneuvotteluita, eivät tämän vaiheen jälkeen ilmenevät riskit vaikuta enää määriteltyyn kauppahintaan. Kauppahinnanmäärityksen osoittautuessa yleisimmäksi yrityskauppoja koskevaksi riskiksi on arvonmääritysmenetelmän valinta hyvin kriittistä. Kuitenkin haastatteluiden pohjalta huomattiin arvonmäärityksen tapahtuneen kaikissa tutkimuksen kohdetapauksissa useamman menetelmän kautta, jolloin riski väärinhinnoitteluun kummankin osapuolen näkökulmasta pienenee. Etenkin aiempien kauppojen sekä julkisten referenssien kautta

asetetulla neuvottelualueella tunnistettiin riskienhallinnan pienenevän merkittävästi. Muutoin ostettavaan yritykseen liittyvä epävarmuus, taseriski ja liiketoimintaportfolion laajuus osoittautuivat vaikuttavan arvostusmenetelmän valintaan. Yrityskauppoihin liittyvien riskien vaikutus valittuun arvonmääritysmenetelmään on esitetty taulukossa 7.

6.2 Tutkimuksen rajoitteet

Tutkimuksen kannalta merkittävimmät rajoitteet liittyvät haastateltavien otoskoon pienuuteen, sillä vain viiden yrityksen otannalla pyritään selittämään eroja ostajan sekä myyjän kohtaamien riskien välillä. Lisäksi yritysten toiminta eri toimialoilla luo haasteita tutkimustulosten yleistämiselle. Toisaalta useamman toimijan ollessa samalla toimialalla, eivät tulokset olisi yleistettävissä kaikille toimialoille.

Tutkimuksen tuloksia vahvistaa tutkijan täysi sitoutumattomuus kohdeyrityksiin, jolloin aiemmat ajatukset, kokemukset tai ihmissuhteet eivät vaikuta havaintoihin tai tuloksiin. Toisaalta aiempi kokemus haastateltavista yrityksistä mahdollistaisi laajemman tarkastelun tarkemman tiedon sekä ymmärryksen vuoksi.

Aikataulun osalta tutkimuksen toteuttamiseen käytettävissä aika oli hyvin rajallinen, joten tutkimuksen haastattelut sekä tulosten analysointi toteutettiin nopealla aikataululla. Näin ollen otoskoon kasvattamiselle ei ollut enempää aikaa käytettävissä. Haastattelut toteutettiin aikataulupaineen vuoksi vain kerran, joten tarkentaville kysymyksille ja mahdollisille epäselvyyksille haastattelun jälkeen ei jäänyt mahdollisuutta. Näin ollen tulokset pohjautuvat kunkin organisaation kohdalla vain yhteen haastattelukertaan ja tämän perusteella tehtyihin havaintoihin.

6.3 Jatkotutkimusehdotukset

Tutkimuksessa tutkittiin yrityskauppoihin liittyviä riskejä ja näiden vaikutusta valittuihin arvonmääritysmenetelmiin usean eri toimialan kontekstissa. Löydösten näkökulmasta olisi mielenkiintoista tutkia näitä riskejä tietyn valitun toimialan parissa. Tätä tarkastelua ei tässä tutkimuksessa voitu toteuttaa tiukan aikataulun vuoksi saatavilla olevien kohdeyritysten kanssa. Täten tutkimuksen löydösten testaaminen eri toimialoille olisi tutkimuksen validiteetin vahvistamisen näkökulmasta tärkeää.

Lisäksi jatkotutkimuksen osalta olisi mielenkiintoista tutkia todella laajalla otannalla, esimerkiksi kyselytutkimuksen tavoin, yrityskauppoihin liittyvien riskien eroavaisuuksia ostajien ja myyjien välillä. Tällöin laajemman tutkimuksen kautta voitaisiin validoida tämän tutkimuksen löydöksiä ja

tunnistaa paremmin riskejä, joita kummankin osapuolen on tärkeä yrityskaupan aikana huomioida. Näin ollen riskien realisoituessa kumpikin osapuoli voisi vahvistaa arvonmäärityksen tarvittavilla lisämenetelmillä. Tällainen lisätutkimus mahdollistaisi akateemisen arvon lisäksi lisäarvoa yritys-kauppoihin osallistuville osapuolille valmistautumisvaiheeseen.

Lähteet

Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, *15*(2), 103–120.

Bartlett III, R. P. (2007). Taking Finance Seriously: How Debt Financing Distorts Bidding Outcomes in Corporate Takeovers. *Fordham L. Rev.*, *76*, 1975.

Bouwman, C. H., Fuller, K., & Nain, A. S. (2009). Market valuation and acquisition quality: Empirical evidence. *The Review of Financial Studies*, *22*(2), 633–679.

Bower, J. (2001). Not All M&A are Alike-and that Matters/I Harvard Business Review. *March*, *200*, 93–101.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (1991). Principles of corporate finance. McGraw-Hill. *Inc., USA*.

Damodaran, A. (2008). The Anatomy of an LBO: Leverage, Control and Value. *Control and Value (June 30, 2008)*.

Danbolt, J. (2004). Target company cross-border effects in acquisitions into the UK. *European Financial Management*, *10*(1), 83–108.

Datta, D. K., Pinches, G. E., & Narayanan, V. K. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis. *Strategic Management Journal*, *13*(1), 67–84.

DePamphilis, D. (2010). *Mergers and acquisitions basics: Negotiation and deal structuring*. Academic Press.

DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press.

Eccles, R. G., Lanes, K. L., & Wilson, T. C. (1999). Are you paying too much for that acquisition? *Harvard Business Review*, *77*, 136–148.

Edwards, E. O., & Bell, P. W. (1965). *The theory and measurement of business income*. University of California Press.

Frankel, R., & Lee, C. M. (1998). Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, *25*(3), 283–319.

Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*, *57*(4), 1763–1793.

García-Nieto, M., Bueno-Rodríguez, V., Ramón-Jerónimo, J. M., & Flórez-López, R. (2024). Trends and Risks in Mergers and Acquisitions: A Review. *Risks*, *12*(9), 143.

Hirsjärvi, S. (2022). Tutkimushaastattelu: Teemahaastattelun teoria ja käytäntö. In *Tutkimushaastattelu: Teemahaastattelun teoria ja käytäntö* (2nd ed.). Gaudeamus Helsinki University Press.

Jarrell, G. A., Brickley, J. A., & Netter, J. M. (1988). The market for corporate control: The empirical evidence since 1980. *Journal of Economic Perspectives*, *2*(1), 49–68.

Kallunki, J.-P., & Niemelä, J. (2012). Osakkeen arvonmääritys: Onnistunut sijoituspäätös. *Helsinki: Talentum*.

Kallunki, J.-P., & Niemelä, J. E. (2004). *Uusi yrityksen arvonmääritys*. Talentum.

Kaplan, S. N., & Weisbach, M. S. (1992). The success of acquisitions: Evidence from divestitures. *The Journal of Finance*, *47*(1), 107–138.

Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svennas, K., & Wilkman, N. (2013). *Yrityskauppa* (Vol. 2). Sanoma Pro Oy.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. John Wiley & Sons.

Leppiniemi, J. (1999). Omaisuuden arvo. *Kauppakaari*.

Leppiniemi, J., & Puttonen, V. (2002). Yritysrahoitus. *Alma Insights*.

Loughran, T., & Vijh, A. M. (1997). Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions? *The Journal of Finance*, *52*(5), 1765–1790.

Meglio, O., & Risberg, A. (2010). Mergers and acquisitions—Time for a methodological rejuvenation of the field? *Scandinavian Journal of Management*, *26*(1), 87–95.

Meyerowitz, S. A. (2009). Structuring Private Equity Transactions. *Banking LJ*, *126*, 193.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, *48*(3), 261–297.

Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, *11*(2), 661–687.

Penman, S. H. (2001). On comparing cash flow and accrual accounting models for use in equity valuation: A response to Lundholm and O'Keefe (CAR, Summer 2001). *Contemporary Accounting Research*, *18*(4), 681–692.

Potynska, Y. (2024). *Current Trends in Processes of Mergers and Acquisitions in the Global Business Environment*.

Rantanen, J. (2012). Arvonmääritys yrityskaupassa. *Suomen Yrittäjien Sypoint*.

Rau, P. R., & Vermaelen, T. (1998). Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, *49*(2), 223–253.

Rizzi, J. V. (2007). How Much Debt Is Right for Your Deal. *Com. Lending Rev.*, *22*, 13.

Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2019). *Research Methods for Business Students* (8th ed.). Pearson Education.

Schueler, A. (2020). Valuation with multiples: A conceptual analysis. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, *15*(1), 20190020.

Sharpe, W. F., & Cooper, G. M. (1972). Risk-return classes of New York stock exchange common stocks, 1931–1967. *Financial Analysts Journal*, *28*(2), 46–54.

Soffer, L. C., & Soffer, R. J. (2003). Financial statement analysis: A valuation approach. *Prentice Hall*.

Speechley, T. (2008). Acquisition Finance. *Business Law Review*, 119.

Teerikangas, S. (2012). Dynamics of acquired firm pre-acquisition employee reactions. *Journal of Management*, *38*(2), 599–639.

Tenhunen, L., & Werner, R. (2000). *Yrityskaupan käsikirja*. Tietosanoma.

Voss, C., Tsikriktsis, N., & Frohlich, M. (2002). Case research in operations management. *International Journal of Operations & Production Management*, *22*(2), 195–219.

Wright, M., Weir, C., & Burrows, A. (2007). Irrevocable commitments, going private and private equity. *European Financial Management*, *13*(4), 757–775.

Liitteet

Liite 1 Selvitys tekoälyn käytöstä

Tässä tutkimuksessa on käytetty ChatGPT:n tarjoamaa tekoälyä tutkimuskysymysten määrittämisessä ja muotoilussa. Tutkijan mielenkiinnon sekä tavoitteiden pohjalta tekoälyn kanssa etsittiin mielenkiintoisia pro gradu -tutkielmalle soveltuvia aiheita, joista lopulta valittiin kyseisen tutkimuksen aihe. Tämän jälkeen etsittiin soveltuvia tutkimuskysymyksiä ja viimeisteltiin niiden kirjallista asua soveltumaan kyseiselle työlle. Näiden lisäksi tekoälyä on hyödynnetty haastatteluihin valmistautumisessa kyselemällä haastattelujen kannalta relevantteja keskustelun aiheita ja kysymyksiä. Täten tutkija pystyi valmistautumaan paremmin ja lisäämään omien kysymystensä joukkoon muita oleellisia ja huomiotta jääneitä keskustelun aiheita.