



**TURUN
YLIOPISTO**
Kauppakorkeakoulu

Arvonluonti private equity -strategioissa: arvostuskertoimien rooli leveraged buyouteissa

Laskentatoimen ja rahoituksen
kandidaatintutkielma

Laatija:
Eelis Välimaa

Ohjaaja:
KTT Sinikka Lepistö

11.12.2025

Pori

Opiskelijan lausunto tekoölyn 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.

Kandidaatintutkielma

Oppiaine: Laskentatoimi ja rahoitus

Tekijä: Eelis Välimaa

Otsikko: Arvonluonti private equity -strategioissa: arvostuskertoimien rooli leveraged buyouteissa

Ohjaaja: KTT Sinikka Lepistö

Sivumäärä: 41 sivua

Päivämäärä: 11.12.2025

Tiivistelmä

Tutkielman tavoitteena on analysoida arvostuskertoimien roolia leveraged buyout -järjestelyissä ja tarkastella, milloin arvostuskertoimien nousu heijastaa todellista arvonluontia ja milloin kyse on pikemminkin arvonsiirrosta. Taustalla on havainto siitä, että LBO-järjestelyissä tuotto rakentuu tyypillisesti käyttökateen kasvusta, velkavivun purkautumisesta ja arvostuskertoimien muutoksesta (ns. multiple expansion), mutta näiden suhteellista merkitystä ja taloudellista sisältöä ei aina erotella selkeästi. Tutkimuskysymykset ovat (1) mitkä tekijät vaikuttavat arvostuskertoimien nousun toteutumiseen leveraged buyout -kaupoissa ja (2) missä tapauksissa arvostuskertoimien nousu voidaan nähdä arvonsiirtona eikä arvonluontina.

Tutkimus toteutetaan käsitteanalyttisenä kirjallisuuskatsauksena. Aineistona käytetään kansainvälistä empiiristä tutkimusta buyout-kaupoista, teoreettista kirjallisuutta yrityksen arvonnäilytyksestä sekä ammatillisia lähteitä, joissa käsitellään private equity -rahastojen toimintaa ja LBO-strategioita. Kirjallisuuskatsaus jäsentää ensiksi yrityksen arvonnäilytyksen ja arvostuskertoimien (erityisesti EV/EBITDA-kertoimen) teoreettisen taustan, minkä jälkeen tarkastellaan leveraged buyout -rakenteen ominaispiirteitä, rahoitusta ja arvonluonnin kanavia. Tämän pohjalta analysoidaan, miten arvostuskertoimien muutosta on aiemmissa tutkimuksissa mitattu ja selitetty.

Tulosten perusteella arvostuskertoimien nousu selittää tyypillisesti noin 15–20 % buyout-sijoitusten kokonaisarvonluonnista, kun taas suurin osa arvonnäilytyksestä liittyy käyttökateen kasvuun ja velan lyhentämiseen omistuskauten aikana. Arvostuskertoimien nousu määräytyy neljän tekijäryhmän yhteisvaikutuksesta: markkinanäilytyksestä ja yleisestä arvostustasosta, rahoitusympäristöstä ja velkavivun määrästä, transaktion kokoluokasta ja käytetystä yritysostostrategiasta (kuten buy-and-build) sekä kohdeyhtiön ja toimialan profiilista. Esimerkiksi taantumassa hankitut kohteet, suotuisat luotto-olosuhteet, pienemmät transaktiot, joissa kertoimien nousu on suhteellisesti suurempi, sekä nopeasti kasvavat toimialat, kuten teknologia, luovat keskimäärin paremmat edellytykset multiple expansionille.

Arvostuskertoimien nousu voidaan tulkita arvonluonniksi silloin, kun se seuraa yrityskohtaisista parannuksista, jotka muuttavat pysyvästi yhtiön riskiprofiilia, kasvunäkymiä tai strategista asemaa: esimerkiksi koon kasvu, hallinnon ja raportoinnin vahvistuminen tai hajanaisen toimialan konsolidointi suuremmaksi ja integroiduksi kokonaisuudeksi. Arvonsiirrosta on sen sijaan kyse, kun kertoimien nousu perustuu ennen kaikkea ulkoisiin tekijöihin, kuten suotuisaan suhdanteeseen, löysään luottomarkkinaan tai likviditeettialennuksen purkautumiseen, ilman että kohdeyhtiön fundamentit muuttuvat olennaisesti. Kirjallisuuskatsaus korostaa, että multiple expansion on olennainen, mutta taloudelliselta sisällöltään moniselitteinen osa LBO-arvonnäilytyksestä. Lisäksi arvonluonnin ja arvonsiirron erottaminen edellyttää aina vastaoletusta siitä, miten yhtiö olisi kehittynyt ilman pääomasijoittajan omistusta.

Avainsanat: Private Equity, leveraged buyout, arvostuskertoimet, multiple expansion, arvonluonti, arvonsiirto, yrityskaupat

SISÄLLYS

1	Johdanto	6
1.1	Tutkimuksen aihepiiri ja taustoja	6
1.2	Tutkimuskysymykset ja rajaukset	7
1.3	Tutkimuksen rakenne ja menetelmät	7
2	Yrityksen arvonmääritys ja arvostuskertoimet	9
2.1	Yrityksen arvon muodostuminen	9
2.2	Arvostuskertoimet ja niiden tulkinta	11
2.3	Yrityskauppojen arvostus ja transaktiokertoimet	13
3	Private equity ja leveraged buyout -strategiat	15
3.1	Private equity -rahastot ja toimintamalli	15
3.2	Private equity -rahastojen arvonluonnin mekanismit	16
3.3	Leveraged buyout -järjestelyn rakenteellinen ja taloudellinen kokonaisuus	17
3.3.1	Ominaispiirteet	17
3.3.2	Rahoitus ja velkavipu	19
3.3.3	Arvonluonnin kanavat LBO-strategioissa	20
4	Arvonluonti, arvonsiirto ja multiple expansion	22
4.1	Arvonluonti ja arvonsiirto LBO-kontekstissa	22
4.2	Multiple expansionin merkitys arvonmuodostuksessa	23
4.3	Mikä nostaa arvostuskertoimia LBO-kaupoissa	26
4.3.1	Markkinasykli ja arvostuskertoimet	26
4.3.2	Rahoitusympäristö ja velkavipu	27
4.3.3	Transaktion kokoluokka ja yritysostostrategia	28
4.3.4	Yritys- ja toimialaprofiili	29
5	Johtopäätökset	31
5.1	Johtopäätökset ja havainnot	31
5.2	Jatkotutkimus	34
	Lähteet	36
	Liitteet	40
	Liite 1 Selvitys tekoälyn käytöstä	40

1 Johdanto

1.1 Tutkimuksen aihepiiri ja taustoja

Private equity (PE) ja erityisesti leveraged buyout (LBO) -järjestelyt muodostavat keskeisen tutkimuskohteen, kun tarkastellaan omistajuuden ja arvonluonnin dynamiikkaa rahoitusmarkkinoilla. Ne eivät ole pelkkiä yksittäisiä transaktiomalleja, vaan rakenteita, jotka ohjaavat yritysten hallintoa, pääomarakennetta ja strategisia valintoja. 1980-luvulta lähtien LBO-järjestelyt ovat olleet yksi merkittävimmistä PE-strategioista, jossa velkavivun, omistuksen keskittämisen ja johdon kannustimien avulla on pyritty parantamaan kohdeyhtiöiden suorituskykyä ja luomaan arvoa sijoittajille (Kaplan & Strömberg 2009, 121–122). Buyout-rahastot ovat 1990- ja 2000-luvuilla tuottaneet sijoittajilleen selvästi paremmin kuin julkiset markkinat, erityisesti verrattaessa S&P 500 tuottoihin. Rahastot ovat keskimäärin tuottaneet noin 20 % enemmän koko rahaston elinkaaren aikana, mikä vastaa vähintään noin 3 % vuosittaista ylituottoa. (Harris ym. 2014, 1880.)

LBO-järjestelyt ovat vahvasti sidoksissa makrotaloudellisiin olosuhteisiin, erityisesti luottomarkkinoiden likviditeettiin ja korkotasoon, mikä tekee niistä herkästi syklisiä. Tutkimusaiheen merkityksellisyys korostuu siinä, että PE-toimijoiden arvonluonti ei perustu ainoastaan operatiivisiin parannuksiin, vaan myös rahoitusrakenteen ja arvostuskertoimien muutoksiin. Arvostuskertoimet (multiples), kuten EV/EBITDA (yritysarvo/käyttökate), toimivat hinnoittelun keskeisinä ankkureina sekä sisäänmeno- että irtautumishetkellä. Niiden muutosta omistuskauden aikana (ns. multiple expansionia) pidetään yhtenä arvonluonnin päämekanismeista LBO-strategioissa (Achleitner ym. 2011, 147–148).

Sijoittajan kannalta keskeistä on erottaa, kuinka suuri osa arvosta syntyy kohdeyhtiön todellisesta suorituskyvyn paranemisesta ja kuinka paljon markkinoiden hinnoittelumuutoksista. Juuri tämä tekee arvostuskertoimista erityisen kiinnostavan tutkimuskohteen. Arvostuskertoimien kautta voidaan analysoida arvonmuodostuksen eri komponentteja, esimerkiksi operatiivisen kehityksen, rahoitusteknisten ratkaisuiden ja markkinaolosuhteiden vaikutusta. Kertoimien rooli on myös ajankohtainen, sillä 2020-luvun korkojen nousu ja velkamarkkinoiden kiristyminen ovat muuttaneet LBO-kauppojen logiikkaa, sekä aiemmin korkeita arvostustasoja tukeneet edulliset luottoehdot ovat heikentyneet (Bain & Company 2025).

Aiheen valinta perustuu sekä teoreettiseen että käytännölliseen merkitykseen. Teoreettisesti arvostuskertoimet linkittävät yhteen LBO:n keskeiset arvonluonnin mekanismit: käyttökateen kasvun, velan takaisinmaksun ja arvostuskertoimien muutokseen (Pignataro 2014, 195–199).

Käytännöllisesti ne tarjoavat mittarin, jonka avulla voidaan arvioida LBO-strategioiden onnistumista ja erotella omistajavetoista arvonluontia puhtaasta arvonsiirrosta. Tutkimus pyrkii vastaamaan sekä akateemisesti merkittävään kysymykseen arvomuodostuksen logiikasta että käytännön sijoitusmaailmaa kiinnostavaan teemaan siitä, millä ehdoilla LBO-strategiat voivat jatkossakin luoda arvoa sijoittajille. Tämä motivoi tutkimusta sekä talousteorian että pääomasijoittamisen käytännön kannalta.

1.2 Tutkimuskysymykset ja rajaukset

Tämän tutkimuksen tavoitteena on analysoida arvostuskertoimien roolia leveraged buyouteissa ja selvittää, milloin niiden nousu heijastaa todellista arvonluontia ja milloin kyse on arvonsiirrosta. Tutkimus pyrkii lisäämään ymmärrystä siitä, miten eri tekijät vaikuttavat kertoimien muutokseen, kuten markkinaolosuhteet, kohdeyhtiön operatiivinen kehitys ja sijoittajan strategiset toimenpiteet omistuskauden aikana.

Tutkimuskysymykset:

Mitkä tekijät vaikuttavat arvostuskertoimien nousun toteutumiseen leveraged buyouteissa?

Missä tapauksissa arvostuskertoimien nousu voidaan nähdä arvonsiirtona eikä arvonluontina?

Tutkielman keskiössä ovat buyout- ja erityisesti leveraged buyout -strategiat, joissa arvostuskertoimien tasolla ja niiden muutoksella on keskeinen rooli arvomuodostuksessa. Tutkielma rajautuu buyout-sijoitukseen ja jättää venture-, growth- ja development capital -strategiat tarkastelun ulkopuolelle, koska niiden arvonluonti perustuu ensisijaisesti orgaaniseen kasvuun eikä kertoimien dynamiikkaan. Samoin empiirinen rahastotasoinen tuottovertailu jätetään tutkimuksen ulkopuolelle. Arvostusmenetelmistä tarkastellaan erityisesti yritysarvoon perustuvia tulospohjaisia kertoimia, kuten EV/EBITDA ja EV/EBIT, kun taas muut menetelmät (esimerkiksi P/E tai kassavirtapohjainen arvonnäyttö) toimivat taustakehyksenä. Maantieteellisesti tarkastelu painottuu Pohjois-Amerikkaa ja Länsi-Eurooppaa koskevaan buyout-tutkimukseen, koska suurin osa transaktiotasoisesta tutkimusnäytöstä on peräisin näiltä markkinoilta.

1.3 Tutkimuksen rakenne ja menetelmät

Tutkielma toteutetaan käsitteanalyttisenä kirjallisuuskatsauksena. Kirjallisuuskatsauksen tavoitteena on muodostaa jäsennelty ja kriittinen kokonaiskuva siitä, miten arvostuskertoimet ja erityisesti multiple expansion kytkeytyvät arvonluontiin ja arvonsiirtoon leveraged buyout -järjestelyissä.

Menetelmä mahdollistaa sen, että tutkielmassa voidaan yhdistää aiempaa teoreettista tutkimusta yrityksen arvonnäilytyksestä ja arvostuskertoimista, empiirisiä LBO-tutkimuksia sekä ammatillisia lähteitä yhtenäiseksi analyysiksi. Koska tutkielma ei sisällä omaa kvantitatiivista aineistoa, kirjallisuuskatsaus tarjoaa luontevan tavan koota aiempaa tutkimusnäyttöä ja tarkastella kriittisesti, millä tavoin arvostuskertoimien muutoksia on aiemmissa tutkimuksissa selitetty.

Tässä tutkielmassa käytetään termejä buyout ja leveraged buyout (LBO) osin rinnakkaisesti kuvaamaan pääomasijoittajan enemmistöomistukseen johtavia, tyypillisesti merkittävällä velkavivulla rahoitettuja yritysostoja. Buyout-järjestelyt voidaan jaotella useisiin alatyyppeihin, kuten johdon yritysostoihin (management buyout, MBO), ulkopuolisen johdon vetämiin yritysostoihin (management buy-in, MBI), institutionaalisiin buyouteihin (institutional buyout, IBO). Empiirisissä tutkimuksissa nämä alatyypit niputetaan kuitenkin usein yhteen, eikä velkavivun tarkkaa tasoa tai ostajaprofiilia aina erotella. Koska tarkastellut lähteet eivät yleensä raportoi tuloksia systemaattisesti alatyypeittäin, tässä työssä buyoutit käsitellään yhtenä kokonaisuutena. Analyysi kohdistuu buyout-markkinaan laajasti, ei yksittäisiin MBO-, MBI- tai IBO-malleihin. Tämä rajausta noudattaa empiirisen kirjallisuuden käytäntöä ja mahdollistaa eri lähteiden vertailun keskenään.

Tutkielma jakautuu viiteen päälukuun. Luvussa 2 esitellään yrityksen arvon muodostumista ja arvostusmenetelmiä sekä tarkastellaan arvostuskertoimia ja niiden tulkintaa yrityskauppa- ja arvostusmenetelmiä sekä tarkastellaan arvostuskertoimia ja niiden tulkintaa yrityskauppa- ja arvostusmenetelmiä sekä tarkastellaan arvostuskertoimia ja niiden tulkintaa yrityskauppa- ja arvostusmenetelmiä. Luvussa 3 syvennytään private equity -toimintaan ja leveraged buyout -rakenteisiin. Käsitellään PE-rahastojen toimintalogiikkaa, arvonluonnin mekanismeja sekä LBO:n peruspiirteitä, rahoitusta ja keskeisiä arvonluontikanavia. Luvussa 4 tarkastellaan arvonluontia ja arvonsiirtoa LBO-kontekstissa. Luvussa jäsennetään, miten arvonluonti ja arvonsiirto erotetaan toisistaan, analysoidaan arvostuskertoimien merkitystä osana arvonmuodostusta ja kootaan empiirisen tutkimuksen havaintoja siitä, mitkä tekijät ajavat arvostuskertoimien nousua. Viimeisessä luvussa 5 esitetään tutkimuksen keskeiset johtopäätökset suhteessa tutkimuskysymyksiin sekä hahmotellaan jatkotutkimuksen suuntia, erityisesti liittyen LBO-markkinoiden kehitykseen ja arvostuskertoimien tarkempaan mittaamiseen.

2 Yrityksen arvonmääritys ja arvostuskertoimet

2.1 Yrityksen arvon muodostuminen

Yrityksen arvon muodostuminen perustuu kassavirtoihin ja riskin hinnoitteluun. Yrityksen arvo kasvaa, kun sijoitetun pääoman tuotto (ROIC, return on invested capital) ylittää pääoman keskimääräisen kustannuksen (WACC, weighted average cost of capital). Tällöin uusi investointi ylittää tuotokynnyksen ja synnyttää taloudellista lisäarvoa. Jos ROIC jää WACC:n alapuolelle, kasvu vastaavasti heikentää omistaja-arvoa. Pelkkä tulokasvu ei siksi riitä yksinään yrityksen arvon kasvattamiseen, olennaista on vapaan kassavirran kehitys suhteessa vaadittuun tuottoon. (McKinsey & Company 2015, 17–18; 20–21.)

ROIC mittaa, kuinka tehokkaasti sijoitettu pääoma tuottaa operatiivista tulosta ja kassavirtaa. Yritys tarvitsee lisää sitoutunutta pääomaa kasvaessaan, ja tähän sidottu investointitarve on sitä pienempi, mitä korkeampi ROIC on. Korkean ROIC:n tapauksessa lisämyynti sitoo vähemmän pääomaa ja suurempi osa tuloksesta realisoituu kassavirraksi. Vastaavasti matalan ROIC:n yrityksissä sama kasvu vaatii enemmän lisäinvestointeja, jolloin kassavirran kasvu jää vaimeaksi. Kasvun laatu, eli investointiasteen ja ROIC:n yhdistelmä, on arvon kannalta keskeisempi kuin pelkkä kasvuprosentti. Strategisella tasolla korkean ROIC:n liiketoiminnoissa arvoa luodaan ensisijaisesti kasvattamalla liikevaihtoa, kun taas matalan ROIC:n liiketoiminnoissa tärkein vipu on ROIC:n parantaminen marginaaleja ja pääomatehokkuutta kehittämällä. (McKinsey & Company 2015, 22–23; 24–25.)

Riskin hinnoittelu ja pääomarakenteen vaikutus tiivistyvät WACC:iin. Koska vapaa kassavirta määritellään rahoitusrakenteesta riippumattomaksi, diskonttokoron tulee heijastaa markkina-arvopainoin sekä oman että vieraan pääoman tuottovaatimuksia. (Brealey ym. 2022, 520.) Oman pääoman kustannus estimoidaan tyypillisesti CAPM- tai Fama–French-malleilla ja velan kustannus johdetaan luottoluokituksista ja markkinamarginaaleista verohyöty huomioden (McKinsey & Company 2015, 279). Oman pääoman kustannuksen estimaatit ovat toimialatasolla väistämättä epätarkkoja. Tyypillinen keskivirhe on yli 3 prosenttiyksikköä, ja CAPM- ja kolmifaktorimallin kustannusarvioiden erot ovat usein noin 2 prosenttiyksikköä. Tämä korostaa WACC-arvioiden kontekstisidonnaisuutta. (Fama & French 1997, 178–179.) Johdonmukaiset oletukset riskittömän koron maturiteetista, inflaatiosta ja kassavirroista varmistavat, että arvonmääritys heijastaa kassavirtojen ajallista ja taloudellista todellisuutta. Arvon konservoinnin periaate muistuttaa lisäksi, ettei pelkkä rahoitusrakenteen tai laskentatavan muuttaminen voi lisätä yrityksen arvoa, ellei samalla muutu kassavirtojen määrä tai riski. (McKinsey & Company 2015, 35–36.)

Yritysarvon (enterprise value, EV) ja oman pääoman arvon (equity value) välinen erottelu on keskeinen arvonmäärittämisessä. Yritysarvo kuvaa koko liiketoiminnan arvoa ennen rahoituspäätöksiä, kun taas oman pääoman arvo on tästä velkojen ja velan kaltaisten erien vähentämisen jälkeen osakkeenomistajille jäävä osuus. Tyypillisessä arvonmäärittämisprosessissa arvioidaan ensin operatiivisen toiminnan vapaat kassavirrat ja diskontataan ne nykyarvoon DCF-menetelmällä. Tämän jälkeen lisätään ei-operatiiviset erät ja vähemmistöosuudet, jolloin saadaan yritysarvo. Yritysarvosta vähennetään korolliset velat ja velan kaltaiset erät, ja lopuksi omistajille kuuluva arvo jaetaan ulkona olevien osakkeiden määrällä. (McKinsey & Company 2015, 301–302.) Velkarakenteen huomiointi on erityisen tärkeää vipuvaikutteisten yrityskauppojen eli LBO-järjestelyjen yhteydessä. Tällöin juuri velan määrä ja ehdot määräävät, kuinka suuri osa liiketoiminnan arvosta realisoituu omistajille.

McKinsey & Company (2015, 135–136) esittää arvon määrittämisen kahdella taloudellisesti yhtäpitävällä tavalla. Kassavirtaan perustuvassa lähestymistavassa (DCF) yrityksen arvo vastaa odotettujen vapaiden kassavirtojen nykyarvoa, joka lasketaan diskonttaamalla kassavirrat pääoman keskimääräisellä kustannuksella (WACC). Taloudellisen lisäarvon näkökulmasta sama ajatus voidaan kirjoittaa kaavaan $(ROIC - WACC) \times$ sijoitettu pääoma, jolloin arvonmuutos riippuu sekä siitä, kuinka paljon sijoitetun pääoman tuotto ylittää pääoman kustannuksen, että siitä, kuinka paljon pääomaa on sidottu liiketoimintaan. (McKinsey & Company 2015, 28–29; 135–136.) Diskontattuihin kassavirtoihin perustuva arvonmäärittäminen on Damodaran (2006, 5) mukaan pyrkimys arvioida yrityksen “sisäinen arvo”, eli arvo, jonka hyvin informoitu ja johdonmukaisia oletuksia käyttävä analyttikko asettaisi.

Nettonykyarvomenetelmää (NPV) pidetään vakiintuneesti teoreettisesti oikeana investointien päätöskriteerinä, koska se kertoo, lisääkö hanke omistaja-arvoa vai ei (Magni 2015, 856). Damodaran (2006, 5) korostaa, että kassavirtaperusteinen arvonmäärittäminen nauttii vahvinta teoreettista tukea, koska se sitoo arvon suoraan yrityksen kykyyn tuottaa kassavirtaa omistajilleen ja erottaa liiketoiminnan operatiivisen suorituskyvyn rahoitusrakenteesta. Yrityksen arvo syntyy näin kassavirroista ja niiden riskistä, ei kirjanpidollisista eristä tai pelkistä rahoitusjärjestelyistä. Sama laskentakehikko linkittää johdonmukaisesti yritysarvon ja oman pääoman arvon: ensin arvioidaan liiketoiminta kassavirtojen ja WACC:n avulla, minkä jälkeen yritysarvosta johdetaan omistajille kuuluva osuus. (McKinsey and Company 2015, 135–136; 301–303.) Empiirinen näyttö tukee kassavirtapohjaisen lähestymistavan relevanssia myös yritysostoissa. Kaplan ja Ruback (1995, 1091–1092) havaitsivat, että suurten vivutettujen yritysostojen DCF-arviot ovat keskimäärin lähellä toteutuneita kauppahintoja ja vähintään verrokkikertoimiin perustuvien menetelmien tasolla.

Suhteellisessa arvostuksessa yrityksen arvo päätellään sen sijaan vertailuyhtiöiden hinnoista ja standardoiduista tunnusluvuista. Damodaran (2006, 59) huomauttaa, että tällöin luovutaan eksplisiitistä sisäisen arvon arvioinnista ja nojataan siihen, että markkinat hinnoittelevat vertailuyritykset keskimäärin oikein. Käytännössä odotettu kasvu, pääoman tuotto ja riski ohjaavat sekä yrityksen kokonaisarvoa että sen suhteellisia arvostuskertoimia, kuten P/E- ja EV/EBITDA-lukuja, jotka tiivistävät samat tekijät suhteelliseen muotoon. (McKinsey & Company 2015, 32–33.) Damodaran (2006, 62) mukaan kaikkia arvostuskertoimia yhdistää se, että ne ovat lopulta funktio kasvusta, riskistä ja yrityksen kyvystä tuottaa kassavirtaa. Korkeamman kasvun, matalamman riskin ja vahvemman kassavirran yritysten tulisi teoriassa hinnoitella korkeammilla kertoimilla.

2.2 Arvostuskertoimet ja niiden tulkinta

Arvostuskertoimet ovat käytännöllinen tapa arvioida yrityksen arvoa suhteessa sen taloudelliseen suorituskykyyn. Yrityskaupoissa arvostusmenetelmät jaetaan yleensä kolmeen pääryhmään: tuloperusteiseen (DCF), markkinalähestymistapaan (arvostuskertoimet) ja taseperusteiseen. Valinnan lähtökohta on, että menetelmät täydentävät toisiaan arvostusprosessissa. Tuloperusteinen lähestymistapa muuntaa odotetut kassavirrat nykyarvoksi riskillä diskontaten, kun taas markkinalähestymistapa ankkuroi ja vertaa arvoa verrokkien hintoihin. (Mellen & Evans 2018, 101–103.) Arvonmäärittämisessä kertoimia hyödynnetään kahdella eri tavalla: verrokkiyhtiöiden markkinakertoimet ja vertailukelpoiset transaktiokertoimet (Pignataro 2022, 286). Transaktiokertoimet, eli toteutuneiden yrityskauppojen arvostuskertoimet, heijastavat usein kontrollipreemiota ja synergiaodotuksia. Markkinakertoimet tyypillisesti kuvaavat vähemmistöosuusien hinnanmuodostusta osakemarkkinoilla. Menetelmä tulee siis valita sen mukaisesti, peilataanko yrityskaupan hinnoittelua vai jatkuvaa markkina-arvostusta. (Bruner & Perella 2004, 260.)

Arvostuskertoimien valinnassa keskeistä on yhdenmukaistaa arvoperusta ja tulospittari. Jos nimittäjä on tuloserä ennen korkokuluja, kerroin sidotaan yritysarvoon. Mikäli nimittäjä on tuloserä korkokulujen jälkeen, kerroin sidotaan oman pääoman arvoon. Näin osoittaja ja nimittäjä ovat samalla rahoitusasteella, eikä kertoimeen jää teknistä eroa poikkeavista rahoitusratkaisuista. (Pignataro, 2022, 286.) Yrityskaupoissa käytettävät ja vakiintuneet EV/EBITDA ja EV/EBIT ovat yritysarvoon perustuvia arvostuskertoimia, joissa osoittaja mittaa koko liiketoiminnan arvon ja nimittäjä on ennen korkokustannuksia oleva tulospittari. Käyttökate (EBITDA eli tulos ennen poistoja, arvonalentumisia, rahoituskuluja ja veroja) ja liikevoitto (EBIT eli tulos ennen rahoituskuluja ja veroja) mitaavat liiketoiminnan arvoa ennen korkokuluja ja veroja eli arvoa kaikille pääoman tarjoajille (vieras- ja oma pääoma). EV-perusteisia kertoimia käytetään silloin, kun halutaan rahoitusrakenteesta ja

veroista puhdistettu vertailu ja analyysin kohteena on liiketoiminnan arvo ilman rahoituspäätösten vaikutusta. P/E (Price to Earnings) on vastaavasti oman pääoman kerroin, jossa nimittäjä on tulos verojen ja korkojen jälkeen (Mellen & Evans 2018, 191).

EV/EBIT-kerrointa on perusteltua käyttää tilanteissa, jossa poistot kuvaavat hyvin käyttöomaisuuden todellista taloudellista kulumista kyseisellä toimialalla. EV/EBITDA-kerroin on käyttökelpoinen tilanteissa, jossa poistokäytännöt poikkeavat vertailtavien yhtiöiden välillä, tai halutaan tarkastella operatiivista suorituskkyä ilman poistojen vaikutusta. Molemmissa tavoissa kertoimet edellyttävät tilinpäätösinformaation normalisointia ja kertaluonteisten erien poistamista, jotta ne heijastavat realistisesti kannattavuuden tasoa. (Mellen & Evans 2018, 191–192; Pignataro 2022, 280–281.) Lie ja Lie (2002, 47–48; 53) mukaan EV/EBITDA-kerroin tuottaa parempia ja tarkempia arvioita, kuin EV/EBIT. Tulokset viittaavat siihen, että käyttökatteeseen perustuva nimittäjä toimii keskimäärin vertailukelpoisemmin yli toimialojen verrattuna liikevoittoon, jossa poistojen ja arvonalentumisten kirjanpitokäytännöt vaihtelevat. Siksi EV/EBITDA on luonteva ensisijainen arvostuskerroin. (Lie & Lie 2002, 47–48; 53.) P/E-kerroin soveltuu parhaiten tilanteisiin, joissa yhtiöillä on hyvä kannattavuus ja vertailtavien yhtiöiden pääomarakenteet ovat vakiintuneita ja keskenään vertailukelpoisia. P/E on luonteva kerroin omistajille jäävän arvon arviointiin, mutta se reagoi herkemmin rahoitusrakenteen ja verotuksen muutoksiin kuin EV-pohjaiset kertoimet. (Mellen & Evans 2018, 191.)

Kertoimien taso määräytyy viime kädessä riskin ja odotetun kasvun yhdistelmästä, minkä vuoksi samaan toimialaankin kuuluvien yhtiöiden kertoimet voivat erota merkittävästi toisistaan. (Bruner & Perella 2004, 258–259.) Verrokkien valinnan tulisi perustua samoihin tekijöihin, jotka selittävät yritysten välisiä eroja arvostuskertoimissa. Selittäviä tekijöitä on erityisesti odotettu kannattavuus, kasvu ja pääomakustannukset. (Bhojraj & Lee 2002, 408–409.) Arvostuskertoimien vertailtavuus vaatii tilinpäätöskäytäntöjen ja -oikaisuiden yhdenmukaistamista. Olennaista on myös valita, perustuuko kerroin toteutuneeseen (LTM, last twelve months) vai eteenpäin katsovaan (NTM, next twelve months) ennusteeseen, koska ajoitus vaikuttaa suoraan nimittäjiin ja siten kertoimien tasoon. Arvostuskertoimet tiivistävät paljon taloudellista informaatiota, mutta herkkyyksanalyysiä on vaikea tehdä, ellei taustalla olevia kassavirta-, kasvu- ja riskioletuksia avata. Koska kertoimet eivät suoraan huomioi investointitarpeita, käyttöpääoman muutoksia tai syklisyyttä, ne eivät yksinään kuvaa tarkasti yhtiön tuottamia kassavirtoja. Siksi arvostuskertoimia on perusteltua käyttää yhdessä muiden arvonmäärittämenetelmien kanssa. (Bruner & Perella 2004, 259; 326.)

2.3 Yrityskauppojen arvostus ja transaktiokertoimet

Yrityskaupassa arvostus konkretisoituu kertoimiksi vasta siinä vaiheessa, kun lopullinen hinta sidotaan kaupan ehtoihin. Sisääntulokerrointa käytetään kuvastamaan ostajan maksaman yritysarvon suhdetta oikaistuun käyttökatteeseen toteutushetkellä (EV/EBITDA), ja irtaantumishetken kerroin kuvastaa vastaavaa suhdelukua irtautumishetkellä. Koska kauppahinta on lopulta aina neuvottelutulos, pelkkä arvon laskentakaava tai arvostuskertoimien vertailu ei riitä määrittämään lopullista kauppahintaa. Ostajan ja myyjän välinen neuvotteluvoima, strategiset motiivit ja markkinatilanne heijastuvat suoraan toteutuneeseen sisääntulo- ja irtaantumiskertoimeen.

Maksutapa (käteinen, osake, myyjän rahoitus), rahoitusratkaisu ja ajoitus muodostavat kokonaisuuden, joka määrittää lopullisen sisääntulo- ja irtaantumiskertoimen. (Bruner & Perella 2004, 531–532.) Maksutapa määrittää, miten ja millä riskillä ostaja maksaa kauppasumman. Käteinen on myyjälle vähäriskisin vastike, koska arvo realisoituu heti, kun taas osake- ja ehdollinen vastike (earnout) ovat epävarmempia ja siirtävät osan tulevasta suorituskykyriskistä myyjälle. Ehdollinen vastike voi pienentää välitöntä velkatarvetta ja kaventaa osapuolten arvonäkemyksen eroa, mutta ehtojen nykyarvo on kuitenkin sisällytettävä kauppahintaan, jotta sisääntulokerroin heijastaa todellista vastiketta. (Bruner & Perella 2004, 535–536.) Näin maksutavan ja rahoitusratkaisun valinta vaikuttaa suoraan raportoituihin kertoimiin, vaikka kohdeyhtiön operatiivinen suorituskyky olisi sama.

Ehdollinen vastike on osa kauppahintaa, jonka suuruus sidotaan kohteen tulevaan suoriutumiseen. Tällöin kiinteä hinta muuttuu paketiksi, jossa osa hinnasta realisoituu vain sovittujen tavoitteiden täytyessä. Ehdolliset vastikkeet kaventavat arvokäsityseroja, sitouttavat ja motivoivat avainhenkilöitä sekä jakavat epävarmuutta myyjän ja ostajan kesken. Taloudellisesti ehdolliset vastikkeet käyttäytyvät optiona, ja niiden arvo kasvaa epävarmuuden ja voimassaoloajan myötä, minkä vuoksi niiden oikea arvottaminen on tärkeää. (Bruner & Perella 2004, 609–610.) Käytännöllinen tapa ehdollisten vastikkeiden arvostamiseen on Monte Carlo -simulointi. Simulointi tuottaa jakauman mahdollisista lisämaksuista osapuolten oletusten pohjalta ja auttaa sisällyttämään niiden nykyarvon johdonmukaisesti kauppahintaan. (Bruner & Perella 2004, 623.)

Verrokkiyhtiöiden markkinakertoimet nojaavat pörssissä noteerattujen yhtiöiden kertoimiin ja ne esittävät lähtökohtaisesti vähemmistöarvon. Transaktiokertoimet perustuvat toteutuneiden yrityskauppojen hintoihin ja heijastaa kontrollitason arvoa, johon voi sisältyä ostajakohtaisia synergioita ja premioita. Kaplan ja Strömberg (2009, 124) mukaan pörssilistattujen yhtiöiden LBO-järjestelyissä maksetaan usein 15–50 % premio suhteessa markkinahintaan, koska ostaja maksaa usein premion päätösvallasta ja odotetuista synergiahyödyistä. Sisääntulokertoimet vaihtelevat

ostajan motiivien, kilpailutilanteen ja syklisten rahoitusolosuhteiden mukaan. Kauppadataan perustuvat transaktiokertoimet sopivat siis suuremmin yrityskaupan hinnoittelun peilaukseen, kun taas pörssiverrokki ankkuroivat yleisen markkinatason sekä suhteellisen riskin ja kasvun profiiliin. (Mellen & Evans 2018, 181–182.)

Transaktiokertoimet heijastavat ostetun kohteen odotettuja synergioita, joten pelkkä kertoimien taso ei ole siirrettävissä kohteeseen ilman synergioiden erittelyä ja niiden arvon kassavirtaperusteista mallinnusta. Synergioiden analysoinnissa tärkeää on erottaa todelliset synergiat, jotka nostavat yhdistelmän kassavirtaa tai alentavat sen riskiä. Synergioiden uskottavuus syntyy verojen jälkeisistä kassavirroista, oikeasta diskonttokorosta ja riskin mukaisista tuottovaatimuksista. (Bruner & Perella 2004, 326; 332–334.) Bradley ym. (1988, 4) määrittelevät yritysoston synnyttämän synergiahyödyn kohde- ja ostajayhtiön osakkeenomistajien yhteenlasketuksi arvonmuutokseksi. Yhdistyneen yrityksen arvo voi kasvaa esimerkiksi tehokkaamman johtamisen, mittakaavaetujen, resurssien yhteiskäytön tai markkinavoiman vahvistumisen kautta (Bradley ym. 1988, 4).

Transaktiokertoimien kauppadata kertoo, mitä informoidut ostajat ovat maksaneet tiettyssä markkinatilanteessa. Samasta syystä siihen voivat heijastua konsolidointiaaltojen ylihinnottelut, puolustautumiset kilpailijoilta tai ostajakohtaiset synergiat, jotka eivät ole toistettavissa uudessa transaktiossa. (Mellen & Evans 2018, 183.) Mitä suuremman osuuden kohdeyhtiön osakkeista ostaja hankkii, sitä korkeampi preemio on yleensä maksettava. Tämä selittyy omistajien erilaisilla vero- ja odotustekijöillä tulevista ostotarjouksista, jotka tekevät osakkeiden tarjontakäyrästä nousevan. Lisäksi usean ostajan kilpaillessa samasta kohteesta kohdeyhtiön omistajien tuotot kasvavat, kun taas ostajayhtiöiden tuotot tyypillisesti pienenevät. (Bradley ym. 1988, 17–19.)

3 Private equity ja leveraged buyout -strategiat

3.1 Private equity -rahastot ja toimintamalli

Private equity (PE) on pääomasijoittamisen muoto, jossa sijoittajien varoja kerätään suljettuihin rahastoihin, joista varat sijoitetaan listaamattomiin yrityksiin tai pörssiyhtiöihin, jotka viedään pois pörssistä yritysjärjestelyn yhteydessä. Rakenteellisesti PE-rahastot toimivat tyypillisesti kommandiitti-yhtiöinä, joissa rahastoa hallinnoiva yhtiö (general partner, GP) vastaa sijoituspäätöksistä ja saa korvauksena hallinnointipalkkion sekä voitonjakoon perustuvan osuuden. Institutionaaliset sijoittajat, kuten eläkerahastot, vakuutusyhtiöt ja säätiöt, toimivat äänettöminä yhtiömiehinä (limited partners, LP). Ne sitoutuvat sijoittamaan pääomaan mutta eivät osallistu varsinaiseen sijoitustoimintaan. Rahaston elinkaari on tyypillisesti rajattu noin kymmeneen vuoteen siten, että alkuvuodet painottuvat sijoitusten tekemiseen ja loppuvaihe irtautumisiin sekä pääoman palautuksiin. (Kaplan & Strömberg 2009, 123–124.)

Private equity on kattotermi useille sijoitusstrategioille, ja terminologia vaihtelee jonkin verran alueittain. Euroopassa private equity -käsitteellä viitataan yleensä koko omaisuusluokkaan, joka jaetaan pääosin buyout-sijoituksiin ja varhaisen vaiheen pääomasijoituksiin (venture capital). Yhdysvalloissa private equity liitetään usein nimenomaan buyout-rahastoihin ja venture capitalista puhutaan erillisenä luokkana. Tässä työssä private equityä käytetään kattoterminä, ja sen alalajeiksi erotetaan buyout ja venture capital. Laajemmassa jaossa tunnistetaan lisäksi kasvuvaiheen rahoitusta (growth capital) sekä kehittyvien yhtiöiden rahoitusta, jotka tuottavat jo positiivista kassavirtaa (development capital). (Fraser-Sampson 2010, 6–7.) Yksinkertaistaen varhaisen vaiheen pääomasijoittaminen kohdistuu yhtiöihin, jotka eivät vielä tuota kassavirtaa ja joissa riski on korkea. Vastaavasti kasvuvaiheen rahoitus tukee nopeaa kasvua tilanteessa, jossa kassavirta on usein vielä negatiivinen. Buyout-sijoitukset ja kehittyvien yhtiöiden rahoitus suuntautuvat kypsiin tai jopa taantuviin yrityksiin, joissa kassavirta on jo positiivinen. Buyoutissa hankitaan yleensä enemmistöomistus tyypillisesti velkavipua hyödyntäen, kun taas kehittyviin yhtiöihin tehdään tyypillisesti vähemmistöomistusta ilman velkarahoitusta. (Fraser-Sampson 2010, 7–9.)

Pääomasijoitusrahastojen suorituskykyä arvioidaan LP-sijoittajien kassavirtojen perusteella: rahastoon tehtyjen pääomakutsujen, maksettujen palkkioiden ja sijoittajille palautettujen varojen kokonaisuutena. Tavallisesti käytettyjä mittareita ovat sisäinen korkokanta (internal rate of return, IRR) ja sijoitetun pääoman kerroin, jotka kuvaavat tuottoa joko ajallisesti painotettuna tai suhteessa sijoitettuun pääomaan. Nämä mittarit ovat kuitenkin luonteeltaan absoluuttisia ja herkkiä kassavirtojen

ajoitukselle, eivätkä ne suoraan huomioi markkinariskiä. (Kaplan & Sensoy 2015, 4–5). Tämän vuoksi suorituskykyä tarkastellaan usein myös niin sanotun public market equivalent -mittarin (PME) avulla, jossa rahaston kassavirrat suhteutetaan valitun osakeindeksin tuottoon. PME parantaa vertailtavuutta yli suhdanteiden ja korostaa rahaston suoriutumista suhteessa listattuihin markkinoihin. (Kaplan & Sensoy 2015, 4–5.)

PE-rahastojen tuotot ovat selvästi syklisiä ja riippuvaisia vallitsevasta markkinaympäristöstä. Varainkeruu ja absoluuttiset tuotot kohoavat korkeiden arvostustasojen kausina, ja saman vuosikerran rahastoihin tehtyjen sitoumusten ja myöhempien tuottojen välillä havaitaan negatiivinen yhteys. PME-mittari kuitenkin vaihtelee absoluuttisia tuottoja vähemmän, mikä viittaa siihen, että osa vaihtelusta liittyy yleiseen markkinakehitykseen eikä yksinomaan rahastojen taitoon. (Kaplan & Sensoy 2015, 5; 14.) Suorituskyvyn pysyvyydessä on myös havaittu muutoksia. Ennen 2000-lukua rahastojen välinen pysyvyys oli selkeä sekä buyout- että venture capital -rahastoissa, mutta 2000-luvulla pysyvyys on heikentynyt buyouteissa (lähinnä heikoimmassa päässä) ja säilynyt vahvana venture capital -rahastoissa. (Kaplan & Sensoy 2015, 16.)

3.2 Private equity -rahastojen arvonluonnin mekanismit

Private equity eroaa passiivisemmista sijoitusmuodoista ennen kaikkea aktiivisen omistajuuden kautta. Arvonluonti nojaa kolmeen toisiaan täydentävään ulottuvuuteen: rahoitukseen, omistukseen ja hallintoon sekä varsinaiseen operatiiviseen kehittämiseen. Rahoituksen tasolla kohdeyhtiön pääomarakenne järjestetään uudelleen. Velkavipua käytetään lisäämään johdon kurinalaisuutta ja hyödyntämään velan korkovähennysten kautta syntyvää verosuojaa, kuitenkin ajamatta yhtiötä liialliseen velkaantumiseen. Hallinnon tasolla muutetaan omistusrakennetta ja ohjausmekanismeja. Omistus keskitetään, johdolle annetaan kannustava omistusosuus ja hallituksesta tehdään aiempaa aktiivisempi yhtiön valvoja. Tavoitteena on kohdentaa päätösvalta ja taloudelliset kannustimet niin, että johto toimii omistajien intressissä ja reagoi nopeasti suorituskyvyn heikkenemiseen. Operatiivisella tasolla pääomasijoittaja pyrkii parantamaan itse liiketoimintaa muun muassa kiihdyttämällä orgaanista kasvua, tehostamalla kannattavuutta ja kassavirtaa, karsimalla ydintoiminnan ulkopuolisia osia sekä tekemällä täydentäviä yritysostoja. (Kaplan & Strömberg 2009, 130–133; Gompers ym. 2016, 450–451).

Bloom ym (2015, 442) mukaan yritysten hallinnolliset käytännöt tukevat kuvaa aktiivisesta omistajuudesta. Monikansallisissa vertailuissa PE-omisteiset yritykset ovat keskimäärin hyvin johdettuja ja suoriutuvat paremmin kuin useimmat muut omistusmuodot, poikkeuksena hajautetun omistuksen pörssiyritykset ja perheyrietykset ulkopuolisella toimitusjohtajalla, jotka yltävät samalle tasolle (Bloom

ym. 2015, 442). Etu näkyy erityisesti suorituskyvyn seurannassa ja tavoitteiden asettamisessa, kun taloudellista suoriutumista mitataan systemaattisesti, tavoitteita päivitetään ja tuloksista annetaan johdolle palautetta. Erot kannustinjärjestelmissä pienenevät sen jälkeen, kun yritys- ja maatekijät otetaan huomioon. Lisäksi päätöksentekoa hajautetaan keskimäärin yksikkötasolle etenkin myynnissä, markkinoinnissa ja tuotelanseerauksissa. (Bloom ym. 2015, 445.)

Cumming ym. (2007, 448) osoittavat, että hallinnolliset erot heijastuvat reaaliin vaikutuksiin. Tehdas- ja toimipaikkatason tutkimukset dokumentoivat buyout-järjestelyjen jälkeen laaja-alaisesti tuottavuuden paranemista. Työllisyysvaikutukset vaihtelevat järjestelyn tyypistä ja lähtötilanteesta riippuen, mutta keskeistä on, ettei tuottavuusparannus perustu pelkkään leikkaamiseen. Parannukset syntyvät ennen kaikkea johtamis- ja prosessikäytäntöjen vahvistamisesta (seuranta, tavoitteet, kannustimet) sekä päätösvallan tarkoituksenmukaisesta allokoinnista. (Cumming ym. 2007, 448.) Davis ym. (2014, 3958) vertaavat pääomasijoittajien kohdeyrityksiä verrokkifirmoihin ja havaitsevat, että buyoutien jälkeen työllisyys kohdeyritysten toimipaikoissa laskee keskimäärin hieman nopeammin kuin verrokeissa. Kahden vuoden aikana ero on noin 3 % ja viiden vuoden aikana noin 6 % alkupe- räisestä työllisyydestä. Samalla buyoutit kuitenkin kiihdyttävät niin sanottua luovan tuhon proses- sia: kohdeyrityksissä sekä työpaikkojen syntyminen että häviäminen ovat verrokkeja vilkkaampia, ja erityisesti heikosti menestyviä toimipaikkoja suljetaan enemmän. Buyoutit eivät siis johda pelk- kään yksipuoliseen leikkaamiseen, vaan ennen kaikkea nopeampaan resurssien uudelleenallokaati- oon yrityksen sisällä. (Davis ym. 2014, 3958.)

3.3 Leveraged buyout -järjestelyn rakenteellinen ja taloudellinen kokonaisuus

3.3.1 Ominaispiirteet

Velkavivutettu yritysosto (leveraged buyout, LBO) tarkoittaa yrityskauppaa, jossa pääomasijoittaja hankkii kohdeyhtiön määräysvallan hyödyntäen pääosin velkarahoitusta ja suhteellisen pientä oman pääoman osuutta. Velkaa lyhennetään kohdeyhtiön tulevilla kassavirroilla, jolloin velkakannan pie- nentyessä omistajien oma pääoma kasvaa suhteellisesti ja arvonnousu realisoituu omistuskauden päättyessä. LBO-järjestelyt kohdistuvat tyypillisesti vakiintuneisiin, elinkaarensa kypsässä tai jo taantuvassa vaiheessa oleviin yrityksiin, joilla on vakaa kassavirta. Tällaiset kohteet soveltuvat hy- vin rakenteisiin, joissa hyödynnetään korkeaa velkavipua. (Kaplan & Strömberg 2009, 121–122; Fraser-Sampson 2010, 68; Pignataro 2014, 3–4.) LBO-tutkimuksissa pörssiyrityöiden yksityistämi- set jaotellaan usein ostajatahon mukaan eri alatyyppisiin. Kun listattu yhtiö ostetaan ja sen osake poistetaan pörssistä, lähes kaikki tällaiset kaupat rahoitetaan selvästi toimialan keskitasoa

korkeammalla velkavivulla. Tämän vuoksi niitä kutsutaan leveraged buyouteiksi. Sama käsite kattaa myös yksityiset yhtiöt, jotka ostetaan velkavivulla ja joiden velkataso nousee yrityskaupan yhteydessä. (Renneboog & Simons 2005, 2.)

Renneboog ja Simons (2005, 3) erottelevat LBO-järjestelyt ostajatyypin perusteella kolmeen pääryhmään: johdon yritysostoihin (management buyout, MBO), johdon ulkopuolisiin yritysostoihin (management buy-in, MBI) ja institutionaalisiin yritysostoihin (institutional buyout, IBO). Johdon yritysostossa yhtiön nykyinen johto hankkii määräysvallan yleensä pääomasijoittajan tukemana. Johdon ulkopuolisessa yritysostossa yhtiön ostaa ulkopuolinen johtoryhmä, jolla ei ole samanlaista sisäpiiritietoa kuin edeltävällä johdolla. Institutionaalisisessa yritysostossa ostajina toimivat pääosin institutionaaliset sijoittajat ja pääomasijoitusrahastot, ja yhtiön johto saa omistusoosuuden tavallisesti osana kannustinjärjestelmää. Yhteistä näille alatyypeille on, että omistus ja kontrolli keskitetään pienelle joukolle omistajia ja yhtiön pääomarakennetta vivutetaan velalla selvästi ennen yritysostoa vallinneesta tasosta. (Renneboog & Simons 2005, 3.)

Bharath ja Dittmar (2010, 1773) mukaan pörssiyrityksistä buyout-kohteiksi valikoituvat usein yhtiöt, joiden osakkeella käydään vähän kauppaa ja joihin kohdistuu vain rajallinen analyyttikkoseuranta ja institutionaalinen omistus. Näissä yrityksissä tiedonvälitys on heikompaa ja pörssilistauksen hyödyt jäävät vähäisiksi. Omistusrakenne on yleensä keskittynyt, mikä tekee yksityisestä omistuksesta hallinnollisesti tehokkaamman vaihtoehdon, ja alhainen osakkeen likviditeetti painaa arvostuksia. Tämä voi johtaa aliarvostukseen ja lisätä kannustetta viedä yhtiö pois pörssistä. (Bharath & Dittmar 2010, 1773.) Pörssistä poistumisen todennäköisyys heijastaa myös elinkaarivaihetta. Nuoret kasvuyritykset hyötyvät julkisista markkinoista rahoituksen ja näkyvyyden vuoksi, kun taas kypsät, kasvavirtaposiitiviset yhtiöt hyötyvät enemmän yksityisestä omistuksesta, jossa rakenteellisia muutoksia voidaan toteuttaa ilman listayhtiön raportointirajoitteita. (Bharath & Dittmar 2010, 1780.) Tämän profiilin yritykset ovat tyypillisiä LBO-kohteita, niiden vakaa kassavirta mahdollistaa velkavivun käytön ja omistuksen keskittäminen tukee tehokasta hallinnointia.

LBO-strategian tuotot realisoituvat pääosin irtautumisessa. Tavanomaisia irtautumismuotoja ovat strateginen myynti teolliselle ostajalle, myynti toiselle pääomasijoittajalle (secondary buyout) ja listautuminen pörssiin. Varojen palauttaminen omistajille voi tapahtua myös osinkojen kautta, jolloin yritys ottaa uutta velkaa ja jakaa likviditeetin omistajille ilman, että omistus vaihtuu. Valittu irtautumistapa ja sen ajoitus riippuvat kohdeyrityksen kehitysvaiheesta ja vallitsevista markkinaolosuhteista. (Kaplan & Strömberg 2009, 128–129; Pignataro 2014, 5; Jenkinson & Sousa 2015, 399–401.) Myynti toiselle pääomasijoittajalle on todennäköisin erityisesti silloin, kun osakemarkkina on

“kylmä” (listautumisikkuna kiinni ja alan listautumisvolyymi matala), mutta velkamarkkina on suotuista. Tällöin listautumisen ja teollisen ostajan tekemän yritysoston vetovoima heikkenee. Lisäksi myyvän rahaston omat likviditeettitarpeet, kuten uusi varainkeruukierros tai rahaston elinkaaren päätyminen, voivat lisätä painetta myydä toiselle pääomasijoittajalle silloin, kun muut irtautumisreitit eivät ole käytettävissä. (Wang 2012, 1307.)

3.3.2 Rahoitus ja velkavipu

LBO-järjestelyiden rahoitusrakenteelle on tunnusomaista korkea velkavipu. Velkarahoituksen osuus hankintahinnasta on tyypillisesti 60–90 %, kun oman pääoman osuus vaihtelee 10–40 % välillä. Velka koostuu tavallisesti vakuudellisesta seniorilainasta ja sen rinnalla käytettävistä alemman etuoikeusluokan lainoista (esimerkiksi juniori- tai mezzanine-instrumenteista). Oman pääoman sijoittaa pääomasijoitusrahasto sijoittajensa puolesta, ja kohdeyhtiön johto osallistuu uudessa rakenteessa pienellä omistusosuudella, joka vahvistaa kannustimia yrityksen arvon kehittämiseen. (Kaplan & Strömberg 2009, 124–125.) Velkavipu ei muuta yhtiön operatiivista suorituskykyä, mutta kasvattaa merkittävästi sijoittajan oman pääoman tuottopotentiaalia. Mitä suurempi osa hankinnasta katetaan velalla, sitä suurempi on oman pääoman mahdollinen tuotto, mutta samalla myös riskitaso kasvaa. (Fraser-Sampson 2010, 88; Gompers ym. 2016, 459–461). LBO-järjestelyt ovat vahvasti suhdanneherkkiä ja sidoksissa luottomarkkinoiden ehtoihin. Alhainen korkotaso ja runsas likviditeetti tukevat korkeampaa velkavipua ja mahdollistavat suuremmat kauppahinnat, kun taas kiristyvät luotto-olosuhteet vähentävät vivun käyttöä ja hillitsevät transaktiovolyymia. (Kaplan & Strömberg 2009, 137–138.)

Demiroglu ja James (2010, 309; 324) mukaan pääomasijoittajan maine vaikuttaa siihen, milloin ja millaisilla ehdoilla rahoitusta on saatavilla. Kun yrityslainojen korkomarginaalit ovat matalat ja pankkien luotonantostandardit löysät, korkean maineen omaavien toimijoiden osuus LBO-markkinalla kasvaa, mikä viittaa suotuisten luotto-olosuhteiden aktiiviseen hyödyntämiseen. Korkeampi velkavipu on lisäksi yhteydessä korkeampaan kaupan hinnoitteluun (EV/EBITDA), erityisesti silloin, kun velan hinta on matala. Maine ei kuitenkaan yksin selitä ostokertoimien tasoa, vaan etu näkyy ennen kaikkea rahoituksen ehdoissa. Tämä viittaa siihen, että rahoitusympäristön ja pääomasijoittajan ominaisuuksien vaikutus välittyy pääasiassa viputasoon ja lainaehtoihin, ei välttämättä sisääntulokertoimeen. (Demiroglu & James 2010, 309; 324.)

Ivashina ja Kovner (2011, 2463) mukaan pankkisuhteet syventävät rahoituksen mekanismia. Vahva suhde rahoittajaan liittyy matalampiin lainamarginaaleihin, pidempiin laina-aikoihin ja joustavampiin kovenantteihin. Suhde korreloi usein korkeamman velkatason kanssa, kuitenkin nostamatta

suoraviivaisesti hankintahinnan kertoimia. (Ivashina & Kovner 2011, 2463.) Pankit hinnoittelevat lainojaan myös muun palkkioliiketoiminnan perusteella, kuten yrityskauppa- ja pääomamarkkinapalveluista saatavien tuottojen perusteella. Kun pankkisuhde ja ristimyyntipotentialiaali ovat vahvat, lainan marginaali laskee ja sallittu velka/käyttökate-kovenantti nousee. Tämä rahoitusetu voi jäädä pääomasijoittajalle ja näkyä parempina oman pääoman tuottoina. LBO-lainoissa keskeinen kovenantti on velka/käyttökate (Debt/EBITDA), joka asettaa käytännöllisen ylärajan viputasolle ja ohjaa velan takaisinmaksun polkua. Ivashina ja Kovner (2011, 2464; 2474) mukaan LBO-lainojen kovenanttirajan mediaani on 5,5x, mikä on selvästi korkeampi kuin verrokkilainoissa ja heijastaa pääomasijoittajavetoisen rahoituksen joustavampia ehtoja. LBO-järjestelyiden rahoitus määrittää siten, kuinka suuri vipu on realistinen ja millaisella riskipuskurilla operatiivinen arvonaluonti voidaan muuttaa omistaja-arvoksi.

3.3.3 Arvonluonnin kanavat LBO-strategioissa

Arvonluonti LBO:ssa muodostuu kolmesta lähteestä: käyttökateen (EBITDA) kasvusta, velan lyhentämisestä omistuskauden aikaisilla kassavirroilla sekä siitä, millä arvostuskertoimella yritys myydään irtautumishetkellä (arvostuskertoimien nousu, multiple expansion). Käytännössä sisään-tulossa maksettava hinta esitetään usein yritysarvon ja käyttökateen suhteena (EV/EBITDA). Omistuskauden aikana pyritään kasvattamaan käyttökateä ja muuttamaan se vapaaksi kassavirraksi, jolla velkaa maksetaan pois ja omistajien suhteellinen osuus yritysarvosta kasvaa. Lopuksi markkinat määrittävät irtautumishetken kertoimen, joka voi olla joko korkeampi tai matalampi kuin sisään-tulossa. Nämä kolme tekijää yhdessä määräävät omistajan tuoton, minkä vuoksi analyysi jäsennetään yleensä juuri EV/EBITDA-kertoimen, kassavirran ja nettovelan muutoksen kautta. (Achleitner ym. 2011, 147–148; Pignataro 2014, 3–4.)

Operatiivinen arvonaluonti tarkoittaa sitä, että yrityksen mittakaavaa ja kannattavuutta parannetaan niin, että käyttökate ja vapaa kassavirta vahvistuvat (Achleitner ym. 2011, 147). Käytännössä toimenpiteet voivat perustua esimerkiksi liikevaihdon kasvuun, hinnoittelun kehittämiseen, kustannus-tehokkuuden parantamiseen, käyttöpääoman hallinnan tehostamiseen sekä kohdennettuihin lisäyri-tysostoihin. Tulokasvu on buyout-sijoittamisen kestävin arvonalähde, koska se nostaa yhtiön talou-dellista suorituskykyä lähes kaikissa markkinaolosuhteissa ja vahvistaa samalla kykyä suoriutua ve-lanhoidosta. (Pignataro 2014, 4; Fraser-Sampson 2010, 83.) Hallinnolliset muutokset, kuten omis-tuksen keskittäminen, aktiivinen hallitus ja johdon selkeä vastuunjako, toimivat usein operatiivisen kehitysohjelman mahdollistajina ja kurinalaistajina. Tällöin parannukset ovat sekä toteutettavissa että uskottavia myös ulkopuolisen ostajan silmissä. (Acharya ym. 2013, 370–371.)

Velan takaisinmaksu muodostaa toisen keskeisen arvonalähteen. Koska suuri osa hankinnasta rahoitetaan velalla, omistuskauden vapaat kassavirrat ohjataan lainojen lyhentämiseen, mikä kasvattaa omistajien suhteellista osuutta yritysarvosta ja vahvistaa oman pääoman tuottoa irtautumishetkellä. Velka toimii samalla kurinalaistavana mekanismina, se ohjaa kassavirran käyttöä, hillitsee tehotomia investointeja ja pakottaa priorisoimaan tuottavimmat hankkeet. Takaisinmaksuun perustuva arvomuodostus on kuitenkin kestäväää vain, jos operatiivinen suorituskyky tukee velanhoitoa, pelkkä rahoitusvipu ei luo arvoa ilman kassavirtaa. (Pignataro 2014, 364.)

Arvostuskertoimen nousu irtautumisessa tarkoittaa, että markkinat hinnoittelevat kohteen ulostulohetkellä korkeammalla kertoimella kuin sisääntulossa. Kertoimen muutoksessa on kaksi ulottuvuutta. Markkinavetoinen ulottuvuus liittyy yleisiin suhdanne- ja rahoitusehtoihin, kun taas yhtiökohtainen ulottuvuus liittyy omistajan toteuttamiin kehitystoimiin, kuten keskittymiseen ydinliiketoimintaan, tuloksen vaihtelun pienentämiseen tai raportoinnin ja ohjausjärjestelmien vahvistamiseen. Markkinavetoinen osa heijastaa pääosin yrityksen ulkopuolisia tekijöitä, kun taas yhtiökohtainen osa voidaan nähdä varsinaisena arvonaluontina, koska se parantaa yhtiön taloudellista laatua ja riskiprofiilia. (Achleitner ym. 2011, 157–159; Pignataro 2014, 361; 4.)

4 Arvonluonti, arvonsiirto ja multiple expansion

4.1 Arvonluonti ja arvonsiirto LBO-kontekstissa

Private equity -tutkimuksissa arvonluonti ymmärretään prosessina, jossa pääomasijoittaja pyrkii parantamaan kohdeyrityksen taloudellista suorituskykyä ja tulevaisuuden näkymiä omistuskauden aikana. Krysta ja Kanbach (2022, 203) tarkastelivat tätä prosessia kirjallisuuskatsauksessa, jossa he analysoivat 110 empiiristä tutkimusta ja esittävät viitekehyyksen, joka jakaa arvonmuodostuksen kolmeen ulottuvuuteen: arvonluontipanoksiin, tuloksiin ja kontekstitekijöihin. Arvonluontipanoksilla tarkoitetaan toimenpiteitä, joita pääomasijoittaja ja johto tekevät kohdeyrityksessä. Kirjallisuuskatsauksessa tunnistetaan neljä pääluokkaa: hallintorakenteiden ja johtamisen kehittäminen, operatiivisen tehokkuuden parantaminen, kasvun ja kansainvälistymisen tukeminen sekä strategian ja innovaatioiden uudistaminen. Näiden panosten tulokset näkyivät esimerkiksi kannattavuuden, kassavirran tai yritysarvon kasvuna. Toisaalta erilaiset kontekstitekijät vaikuttavat siihen, missä määrin panokset kääntyvät mitattavaksi arvonnousuksi. Keskeisiä kontekstitekijöitä ovat ostotilanteen piirteet, toimialaympäristö, PE-rahaston ominaisuudet ja kohdeyrityksen lähtötilanne. (Krysta & Kanbach 2022, 211.)

Wright ym. (2009, 5) jäsentävät private equity -rahastojen tuottojen lähteet kahteen perusmekanismiin. Ensinnäkin rahasto voi luoda arvoa parantamalla sijoituskohteen toimintaa omistuskauden aikana, esimerkiksi kehittämällä kannattavuutta, kassavirtaa ja pääomarakennetta. Tällöin kyse on varsinaisesta arvonluonnista ja yrityksen taloudellinen perusta vahvistuu verrattuna siihen, miten yhtiö olisi kehittynyt ilman yritysostoa. Toiseksi rahasto voi ottaa arvoa haltuun jo ostotilanteessa, jos kohdeyritys hankitaan selvästi alle sen todellisen arvon eli käytännössä ostamalla tulevat kassavirrat halvalla. Tällöin osa tuotosta voi syntyä arvonsiirtona myyjältä ostajalle ilman, että kohdeyrityksen ominaisuudet muuttuvat olennaisesti omistuskauden aikana. Useimmissa sijoituksissa tuotot muodostuvat näiden kahden mekanismin yhdistelmänä. Toisaalta rakennetaan parempaa liiketoimintaa, toisaalta tehdään parempia kauppia. (Wright ym. 2009, 5.)

Empiirisissä buyout-tutkimuksissa arvonluontia on usein pyritty mittaamaan jakamalla sijoituksen kokonaisarvonnousu eri komponentteihin. Kapil ja Rawal (2023, 570) kokoavat yhteen tutkimuksia, joissa buyout-sijoitusten arvonmuutos hajotetaan käyttökatteen (EBITDA) kasvuun, velkavivun purkamiseen ja arvostuskertoimen muutokseen. Osa tutkimuksista korostaa käyttökatteen kasvua tärkeimpänä arvon ajurina sijoituksen elinkaaren aikana, kun taas toisissa velkavivun purkaminen ja arvostuskertoimen nousu selittävät huomattavan osan sisäisestä korkokannasta. Yhdessä nämä

tulokset viittaavat siihen, että sekä operatiivinen kehitys, velkavipu että arvostuskertoimen muutos ovat keskeisiä ja mitattavissa olevia arvonluonnin komponentteja buyout-sijoituksissa. (Kapil & Rawal 2023, 570.) Käytännön pääomasijoittamisessa tällainen tuotto-osien hajotelmaa kutsutaan usein arvonmuodostussillaksi (value bridge), eli analyysiksi, joka osoittaa, mistä arvon absoluuttinen muutos numeerisesti koostuu. Ljungqvist (2024, 13) huomauttaa kuitenkin, että tällainen laskennallinen hajotelma ei vielä kerro, mistä muutoksen taustasyyt johtuvat. Sekä kannattavuus että kertoimet voivat parantua kokonaan suhdanne- tai markkinatekijöiden vuoksi ilman, että omistajanvaihdon olisi niitä varsinaisesti aiheuttanut. Siksi pelkkä arvonmuodostussilta ei riitä erottamaan, onko esimerkiksi kertoimien nousu aidosti arvonluontia vai heijastuuko siinä lähinnä suotuisa markkinaympäristö. (Ljungqvist 2024, 13.)

Ljungqvist (2024, 14) korostaa, että taloustieteellisestä näkökulmasta vain se osa arvonnoususta voidaan laskea private equity -rahaston arvonluonniksi, joka ei olisi toteutunut ilman pääomasijoittajan omistusta. Tämä edellyttää aina vastaoletusta eli vertailukohtaa sille, miten kohdeyhtiö olisi kehittynyt ilman yritysoston toteutumista. Arvonluonti on siten suhteellinen käsite, ei pelkkä havaittu nousu yritysarvossa tai arvostuskertoimissa. Vastaavasti arvonsiirrolla voidaan kuvata sellaista tuottoa, joka syntyy esimerkiksi alhaisen ostohinnan, suotuisan suhdanteen tai yleisen arvostustason nousun seurauksena, vaikka PE-rahasto ei olisi muuttanut kohdeyhtiön fundamentteja. (Ljungqvist 2024, 14.)

Tätä taustaa vasten Ljungqvist (2024, 14) erottaa kaksi tapaa, joilla PE-rahasto voi tuottaa korkeita tuottoja sijoittajilleen. Yhtäältä rahasto voi sijoittaa yhtiöihin, joiden tulos ja kassavirta olisivat joka tapauksessa paranemassa. Tällöin korkea tuotto selittyy kohdeyritysten alkuperäisillä ominaisuuksilla ja yleisellä markkinakehityksellä. Toisaalta pääomasijoittaja voi saada aikaan aidon muutoksen esimerkiksi parantamalla operatiivista tehokkuutta, vahvistamalla hallintoa tai vähentämällä yrityksen riskiä. Arvonluonnin kannalta keskeistä on, missä määrin kertoimien nousu ja kassavirtojen parantuminen voidaan tulkita aktiivisen omistajuuden eikä pelkästään voittajien poiminnan tai suotuisan markkinan seuraukseksi. (Ljungqvist 2024, 14.) Tästä näkökulmasta arvonluonnin ja arvonsiirron erottaminen on keskeinen haaste, kun tarkastellaan private equity -rahastojen tuottoja ja erityisesti arvostuskertoimien muutosta.

4.2 Multiple expansionin merkitys arvonmuodostuksessa

Arvostuskertoimien nousulla (multiple expansion) tarkoitetaan tilannetta, jossa kohdeyritys myydään korkeammalla arvostuskertoimella kuin millä se hankittiin. Käytännössä tämä näkyy siinä, että yritysarvon ja käyttökatteen suhde (EV/EBITDA-kerroin) on irtautumishetkellä korkeampi kuin

sisääntulossa. Kertoimen nousu voi johtua yleisestä markkinakertoimien kohoamisesta esimerkiksi korkotason laskiessa tai riskipreemioiden pienentyessä, mutta myös sijoittajan toimenpiteistä, jotka parantavat yrityksen houkuttelevuutta markkinoiden silmissä. Arvostuskertoimien muutoksen voi jäsentää kahteen osaan: ensinnäkin markkinavetoiseen, systemaattiseen komponenttiin, joka vastaa julkisten markkinoiden “beta-tuottoja”. Toiseksi yritys- ja omistajakohtaiseen komponenttiin, jota voidaan ajatella “alpha”-tuottona ja joka liittyy aktiivisiin toimenpiteisiin, kuten yhtiön rakenteen, koon tai toimialaposition muuttamiseen. Epätäydellisillä markkinoilla kertoimen nousu voi heijastaa alihintaan hankitun kohteen myyntiä myöhemmin likvidimmällä markkinalla, kun taas tehokkailla markkinoilla kertoimen nousu perustuu lähinnä markkinasentimenttiin tai siihen, että yhtiö hinnoitellaan irtautumishetkellä eri arvostusluokassa. (Fraser-Sampson 2010, 85–88.)

Ljungqvist (2024, 14) muistuttaa, että jos pääomasijoittaja onnistuu myymään kohdeyhtiön juuri arvostuskertoimien syklin huipulla, mutta ei ole parantanut yhtiön perustekijöitä, syntynyt kertoimien nousu on taloustieteellisessä mielessä pääosin arvonsiirtoa. Ostaja maksaa tällöin korkeampaa hintaa, mutta yrityksen tuotantokapasiteetti tai kassavirta eivät ole muuttuneet. Kertoimien nousu heijastaa siis ennen kaikkea suotuisaa markkinaympäristöä eikä omistajan aikaansaamaa ”käsittelyvaikutusta” (treatment effect). (Ljungqvist 2024, 14.) Achleitner ym. (2010, 21) korostavatkin, että arvostuskertoimen nousu voi heijastaa useita tekijöitä: pääomasijoittajan markkina-ajastusta, kohdeyhtiön parantuneita tulevaisuuden näkymiä omistuskauden jälkeen tai PE-sijoittajan neuvotteluasemaa ja -taitoja irtautumistilanteessa. Multiple expansion ei siis ole yksiselitteisesti “markkina-tuottoa”, vaan se voi osittain heijastaa myös yrityskohtaisia parannuksia.

Empiirisissä tuottojen hajotelmissä arvostuskertoimien muutos on tyypillisesti yksi arvonaluonnin komponenteista. Füss ym. (2025, 29) jakavat arvonaluonnin kolmeen osaan: käyttökateen kasvuun, arvostuskertoimen muutokseen sekä velan lyhentämiseen. Heidän aineistossaan vuosilta 1999–2018 mediaanitransaktiossa noin 45 % arvonaluonnista selittyy käyttökateen kasvulla, 36 % velkavivun purkautumisella ja 18 % arvostuskertoimen nousulla. (Füss ym. 2025, 29.) Samansuuntaisen tuloksen esittävät Achleitner ym. (2010, 18; 21), jotka tarkastelevat 206 eurooppalaista buyout-kauppaa. Heidän otoksessaan keskimääräinen sijoitetun pääoman kerroin on 2,47, josta noin 46 % selittyy operatiivisilla tekijöillä (käyttökateen kasvu ja vapaa kassavirta), noin 32 % velkavivun purkautumisella ja noin 18 % puhtaalla arvostuskertoimen nousulla. Loput 4 % on yhdistelmätekijä, joka syntyy siitä, että käyttökate ja kerroin muuttuvat samanaikaisesti. (Achleitner ym. 2010, 18; 21.) Arvostuskertoimien nousu näyttäytyy siis selvästi merkittävänä, mutta ei dominoivana arvonaluonnan lähteenä buyout-sijoituksissa.

Osassa tutkimuksista arvostuskertoimen muutos nousee kuitenkin taloudellisesti merkittäväksi ja itsenäiseksi arvonluonnin kanavaksi. Achleitner ym. (2011, 147, 153) analysoivat 1 980 eurooppalaista ja pohjoisamerikkalaista buyout-kauppaa ja osoittavat, että kaikki kolme tekijää (operatiivinen suorituskyky, velkavipu ja EV/EBITDA-kertoimen nousu) ovat tilastollisesti ja taloudellisesti merkittäviä selittäjiä oman pääoman tuotolle. Heidän regressiotulostensa mukaan noin 10 % nousu arvostuskertoimessa nostaa sijoituksen sisäistä korkokantaa (IRR) keskimäärin 2,9 prosenttiyksikköä. Kuvailevassa tarkastelussa mediaaninen EV/EBITDA-kerroin on ostettaessa 6,7x ja myytäessä 8,3x, samalla kun sekä liikevaihto, käyttökate että yritysarvo kasvavat omistuskauden aikana. (Achleitner ym. 2011, 150.) Tämä viittaa siihen, että useissa tapauksissa pääomasijoittaja onnistuu sekä parantamaan kohdeyhtiön operatiivista suorituskykyä että myymään yhtiön korkeammalla kertomella kuin millä se on ostettu.

Guo ym. (2011, 481) tarkastelivat 192 yhdysvaltalaisista pörssi-yhtiön yksityistämistä (public-to-private-buyout) ja jakavat tuoton kolmeen osaan: operatiiviseen suorituskykyyn, arvostuskertoimien muutokseen ja verohyötyihin velan lisäämisestä. Heidän analyysissään toimialan arvostuskertoimien nousu (industry total capital/EBITDA) selittää 18 % tuotosta koko otoksessa ja peräti 26 % niissä tapauksissa, joissa irtautuminen tapahtuu pörssilistautumisen kautta. (Guo ym. 2011, 481.) Tämä tukee näkemystä, että etenkin pörssilistautumisiin päättyvissä sijoituksissa markkina- ja sektorivetoinen multiple expansion voi muodostaa merkittävän osan kokonaistuotosta, vaikka operatiivinen parannus olisi suhteellisen maltillista. Samansuuntaiseen tulokseen päätyvät myös Acharya ym. (2013, 370), jotka jäsentävät 395 länsieurooppalaisen buyout-transaktion tuoton kolmeen osaan: yrityskohtaisiin tuottoihin, toimialan tuottoihin ja velkavivun purkautumiseen. Heidän tulostensa mukaan noin 16 % keskimääräisestä sisäisestä korkokannasta selittyy toimialatuotolla, joka vastaa pitkälti markkinaperäistä arvonnousua ja toimialan yleistä kehitystä. (Acharya ym. 2013, 370.)

Arvostuskertoimien muutos voidaan siis ymmärtää teknisenä arvonluonnin komponenttina, joka mittaa sisääntulo- ja irtautumiskertoimien välistä eroa. Samalla se on taloudellinen ilmiö, jonka taustalla voi olla sekä markkinasyklien että yrityskohtaisen arvonluonnin vaikutuksia. Empiirinen näyttö viittaa siihen, että useimmissa tutkimuksissa arvostuskertoimen muutoksen osuus on luokkaa 15–20 % arvonluonnista, mutta tietyissä ajanjaksoissa ja irtautumistyypeissä (esimerkiksi listautumiset) multiple expansion voi muodostaa huomattavasti suuremman osuuden tuotosta. Juuri tämän vaihtelun erittely – mikä osa kertoimien noususta on markkinaehtoista ja mikä seurausta pääomasijoittajan toimenpiteistä – on keskeinen kysymys, kun arvioidaan private equity -rahastojen kykyä luoda arvoa.

4.3 Mikä nostaa arvostuskertoimia LBO-kaupoissa

4.3.1 Markkinasykli ja arvostuskertoimet

Useat tutkimukset osoittavat, että arvostuskertoimien nousu kytkeytyy tiiviisti yleiseen markkinasentimenttiin ja suhdannevaihteluihin. Füss ym. (2025, 25) havaitsivat, että sekä sisääntulo- että irtautumisajankohdan kilpailutilanne vaikuttavat hinnoitteluun. Kova kilpailu pääomasijoittajien välillä nostaa sisääntulokertoimia ja heikentää sijoittajien tuottoja, kun taas kilpailu irtautumishetkellä tukee korkeampia kertoimia ja parantaa myyjän tuottoja. Tämä korostaa ajoituksen ja hinnoittelukurin merkitystä, kertoimien nousu voi olla merkittävä arvon lähde vain, jos sisääntulohinta on riittävän maltillinen. (Füss ym. 2025, 25.)

Achleitner ym. (2010, 24) tarkastelevat, miten arvonnun rakenne muuttuu erilaisissa markkinaympäristöissä 206 eurooppalaisen buyout-kaupan otoksessa. Kun sijoitukset jaetaan nousu- ja taantumajaksoilla aloitettuihin, taantumassa käynnistettyjen sijoitusten kokonaistuotto ja erityisesti arvostuskertoimien nousun mediaanivaikutus ovat selvästi korkeampia kuin noususuhdanteessa tehtyjen kauppojen (Achleitner ym. 2010, 24). Achleitner ym. (2011, 155) mukaan vuositasolla tarkasteltuna irtautumiskertoimet ovat systemaattisesti korkeampia kuin sisääntulokertoimet, ja taantumassa tehtyjen kauppojen kertoimet nousevat omistuskauden aikana enemmän kuin noususuhdanteessa tehtyjen kauppojen. Tämä viittaa siihen, että osa arvostuskertoimien noususta liittyy markkina-ajoitukseen. Kohteita ostetaan matalilla kertoimilla heikossa suhdanteessa ja myydään, kun toimialan yleinen arvostustaso on noussut.

Samansuuntaista näyttöä tarjoaa Kaplan ja Strömbergin (2009, 138) analyysi suurista yhdysvaltalaisista pörssiyritysten yksityistämistä. He vertaavat EV/EBITDA-kertoimia kahdessa buyout-aallossa ja osoittavat, että arvostuskertoimet ovat tyypillisesti korkeampia buyout-aaltojen lopussa kuin niiden alussa. Erityisesti 2000-luvun aalto on selvästi syklinen, kertoimet laskevat jyrkästi vuosina 2000–2002 ja nousevat sen jälkeen voimakkaasti. Viimeisimmän aallon arvostuskertoimet ylittävät 1980-luvun buyout-aallon tason, osittain siksi, että listattujen yhtiöiden kertoimet olivat 2000-luvulla yleisesti korkeammalla. (Kaplan & Strömberg 2009, 138.) Yhdessä nämä tulokset tukevat näkemystä, että buyout-kauppojen hinnoittelu seuraa vahvasti yleistä markkina-arvostusta ja suhdannesykliä, jolloin arvostuskertoimien nousu ei aina heijasta pelkästään kohdeyritysten operatiivista kehitystä.

4.3.2 Rahoitusympäristö ja velkavipu

Rahoitusympäristöllä ja rahoituksen saatavuudella on keskeinen rooli buyout-kauppojen hinnoittelussa. Axelson ym. (2007, 1–3) tutkivat 153 suurta buyout-kauppaa Yhdysvalloissa ja Euroopassa vuosilta 1985–2006 ja osoittavat, että buyout-kauppojen EV/EBITDA-kertoimet seuraavat systemaattisesti julkisesti noteerattujen verrokkien kertoimia. Mitä korkeammalla tasolla listattujen yhtiöiden kertoimet ovat, sitä korkeampaa kerrointa myös buyout-ostajat maksavat (Axelson ym. 2007, 22). Lisäksi aineistossa havaitaan vahva yhteys velkavivun ja ostohinnan välillä, mitä enemmän velkaa suhteessa käyttökatteeseen käytetään, sitä korkeammalla kertoimella kohdeyritys ostetaan (Axelson ym. 2007, 22–23).

Axelson ym. (2007, 21) osoittavat regressioanalyysissään, että buyout-kauppojen EV/EBITDA-kertoimet ovat vahvasti negatiivisesti yhteydessä lainojen korkotasoon. Toisin sanoen, kun velkarahoitus on halpaa, buyout-ostajat maksavat kohdeyrityksistä korkeampia arvostuskertoimia. Samaa yhteyttä ei havaita pörssiyrityöiden hinnoittelussa, mikä tukee tulkintaa, että rahoitusympäristö ja luottomarkkinoiden sykli ovat itsenäisiä ajureita buyout-kauppojen arvostustasoille. (Axelson ym. 2007, 21.) Velkavivun ja rahoituksen hinnan suhde voidaan kuitenkin tulkita kahdella tavalla. Yhtäältä korkeampi velkavipu ja korkeampi kerroin voivat heijastaa odotuksia vahvasta kassavirran kasvusta. Toisaalta ne voivat liittyä pääomasijoittajien optionkaltaisiin kannustimiin, jotka rohkaisevat käyttämään mahdollisimman paljon velkaa löysässä luottomarkkinassa, vaikka kohdeyrityksen fundamentit eivät olisi parantuneet. (Axelson ym. 2007, 22.)

Laajemmassa 1 157 buyout-kaupan otoksessa Axelson ym. (2013, 2225–2226) osoittavat saman ilmiön vuosilta 1980–2008. Buyout-kauppojen maksamat EV/EBITDA-kertoimet ovat vahvasti negatiivisesti yhteydessä kulloinkin vallitseviin lainojen korkoihin. Kun velkarahoitus on halpaa ja luottomarkkinat ovat löysät, buyout-ostajat maksavat kohdeyrityksistä systemaattisesti korkeampia arvostuskertoimia. Vastaavasti kiristynyt velkamarkkina hillitsee hinnoittelua. (Axelson ym. 2013, 2226.) Korkea velkavipu yksittäisessä kaupassa ennustaa samalla heikompia tuottoja rahastotasolla, mikä viittaa siihen, että osa korkeista sisääntulokertoimista syö sijoittajien tulevaa tuottoa. (Axelson ym. 2013, 2223.) Wang (2012, 1307) täydentää kuvaa tarkastelemalla secondary buyout -kauppoja. Näissä kohdeyritykset myydään yhdeltä pääomasijoittajalta toiselle. Secondary-kaupat hinnoitellaan keskimäärin korkeammilla yritysarvoilla ja arvostuskertoimilla kuin ensimmäiset buyoutit, ja korkeammat hinnat liittyvät ennen kaikkea velkamarkkinan suotuisuuteen. (Wang 2012, 1307.) Yhdessä nämä tulokset korostavat, että velkarahoituksen saatavuus ja velkamarkkinoiden likviditeetti heijastuvat suoraan buyout-kauppojen hinnoitteluun ja siten arvostuskertoimien nousun mahdollisuuksiin.

4.3.3 Transaktion kokoluokka ja yritysostostrategia

Arvostuskertoimien nousuun vaikuttavat myös kaupan koko ja käytetty arvonluontistrategia. Puche ym. (2015, 105) analysoivat 2 029 buyout-kauppaa 45 maasta vuosina 1984–2013 ja jakavat arvonluonnin neljään komponenttiin: velkavipuun, käyttökateen kasvuun, transaktiokertoimen kasvuun sekä vapaan kassavirran vaikutukseen. Kun kaupat jaotellaan kokoluokkiin, transaktiokertoimen kasvu on selvästi tärkeämpi arvonlähde pienissä kuin suurissa kaupoissa. Pienissä kaupoissa (small cap, $EV \leq 100$ MUSD) arvostuskertoimien nousu tuottaa keskimäärin noin 16 % arvonluonnista, keskisuurissa (mid cap) noin 14 % ja suurissa (large cap, $EV > 1$ mrd USD) vain noin 10 %. Pienissä transaktioissa kertoimien nousu siis selittää merkittävän osan suuremmasta arvonmuodostuksesta, kun taas suurissa kaupoissa paino siirtyy enemmän velkavivun hyödyntämiseen. (Puche ym. 2015, 116; 118.)

Strategisista valinnoista erityisesti niin sanottu buy-and-build-strategia liittyy keskimääräistä korkeampiin irtautumiskertoimiin. Hammer ym. (2016, 1; 7–8) tarkastelevat eurooppalaisia pääomasijoittajaomisteisia yhtiöitä, jotka ovat tehneet yritysostoja vuosina 1997–2015, ja vertaavat niitä kaupunkeihin, joissa ei ole tehty lisäyritysostoja. Buy-and-build-strategiassa rahasto hankkii ensin ns. alustayhtiön ja kasvattaa sitä sarjalla lisäyritysostoja, jotka integroidaan tähän alustaan (Hammer ym. 2016, 1). Tulosten mukaan buy-and-build-kauppojen myyntihetken EV/liikevaihto- ja EV/EBITDA-kertoimet ovat keskimäärin noin 40 % korkeammat kuin vertailuryhmän kaupoissa. Erot ovat vielä suurempia maantieteellisesti rajat ylittävissä buy-and-build-strategioissa. Vastaavat erot näkyvät myös ylimääräistä arvostusta mittaavassa tunnusluvussa, joissa toimialan ja ajoituksen vaikutukset on vakioitu. Havainnot eivät siis selity pelkästään toimialasyklillä tai markkina-ajastuksella. (Hammer ym. 2016, 22.)

Hammer ym. (2018, 16) tutkivat 1 155 globaalia buyout-kauppaa ja selvittävät, maksavatko rahastot synergioista silloin, kun ne suunnittelevat buy-and-build-strategiaa. Tutkimuksen mukaan buy-and-build-strategiaa seuraavissa kaupoissa kohdeyhtiön sisääntulokerroin EV/liikevaihdolla mitattuna on noin 15–20 % korkeampi kuin verrokkikaupoissa. Premio voi nousta jopa noin 47 prosenttiin, kun arvostusta mitataan EV/EBITDA-kertoimella. (Hammer ym. 2018, 4–5.) Buy-and-build-strategia mahdollistaa operatiivisten synergioiden huomioimisen jo ostohintaan. Pääomasijoittaja sisällyttää lisäyritysostojen odotetun arvon alustayhtiön arvostukseen, jolloin siitä maksetaan korkeampi kerroin kuin vastaavista kaupoista, joissa buy-and-build-strategiaa ei ole. (Hammer ym. 2018, 2.) Lisäksi premio kasvaa, jos kohdeyhtiön toimialalla on kova kilpailu, rahastolla on paljon

sijoittamatonta pääomaa ja alustayhtiöllä on aiempaa yritysostokokemusta, mikä viittaa neuvotteluvoiman merkitykseen ostohinnan muodostumisessa. (Hammer ym. 2018, 33–34.)

Heisig ym. (2022, 8; 11–12) tarkentavat buy-and-build-strategioiden logiikkaa pienissä ja keskisuurissa kaupoissa vuosina 2002–2020. He esittävät lisäyritysostojen hankintahintaetuun perustuvan mekanismin, jossa pääomasijoittaja ostaa alustayhtiön tietyllä EV/EBITDA-kertoimella ja tekee sen jälkeen lisäyritysostoja pienemmistä kohteista alemmilla kertoimilla kuin alustayhtiön sisääntulokerroin. Tämä laskee koko yhdistetyn kokonaisuuden keskimääräistä sisääntulokerrointa ja kasvattaa omistuskauden aikana kertoimien muutoksesta syntyvää arvonnousua, kun yhteenlaskettu kokonaisuus arvostetaan irtautumishetkellä korkeammalla kertoimella. (Heisig ym. 2022, 11–12.) Buy-and-build-buyoutien tuoton ajurit jakautuvat siten, että EV/EBITDA-kertoimen kasvu selittää noin kolmanneksen arvonnoususta, kun lisäyritysostojen kautta syntyvä hankintahintaetu otetaan erikseen huomioon. Käyttökateen kasvu ja velkavivun purkautuminen muodostavat kuitenkin edelleen suuremman osuuden arvonnoususta, vaikka eivät yksin dominoi kokonaisuutta. (Heisig ym. 2022, 17–18.) Ostajat eivät kuitenkaan hinnoittele eri lähteistä tulevaa käyttökateen kasvua eri tavoin. Käyttökateen kasvu arvostetaan samankaltaisesti riippumatta siitä, perustuuko se orgaaniseen kasvuun vai lisäyritysostoihin ja niiden tuomaan hankintahintaetuun, eikä irtautumiskertoimissa havaita tilastollisesti merkitseviä eroja. (Heisig ym. 2022, 26).

4.3.4 Yritys- ja toimialaprofiili

Yrityksen profiililla ja toimialalla on merkittävä vaikutus siihen, millä kertoimilla buyout-kauppoja tehdään ja kuinka suuri osa arvonnoususta realisoituu arvostuskertoimien nousun kautta. Strömberg (2008, 1) tarkastelee maailmanlaajuisia LBO-aktiviteettia vuosina 1970–2007 ja osoittaa, että arvostuskertoimissa on systemaattisia eroja kauppatyypin ja maantieteellisen alueen mukaan. Itsenäisten listaamattomien yhtiöiden LBO-kaupat sekä Manner-Euroopassa tehdyt kaupat hinnoitellaan keskimäärin matalammilla EV/EBITDA-kertoimilla kuin muut LBO-transaktiot. Tämä viittaa siihen, että omistusrakenne (listaamaton vs. listattu) ja markkina-alue vaikuttavat suoraan arvostustasoihin. (Strömberg 2008, 12–13.)

Officer (2007, 571; 579) täydentää kuvaa yleisestä yritysostotutkimuksesta. Hän tarkastelee 12 716 määräysvaltaan johtavaa yritysostotarjousta vuosilta 1979–2003 ja osoittaa, että sekä listaamattomat itsenäiset yhtiöt että pörssiyhtiöiden tytäryhtiöt myydään keskimäärin selvästi alemmilla arvostuskertoimilla kuin vastaavat listatut kohteet. Yritysostojen alennus on noin 15–30 prosenttia suhteessa saman toimialan ja kokoluokan listattuihin yritysostokohteisiin. Lisäksi myyvinä emoyhtiöinä toimivat pörssiyhtiöt ovat usein likviditeettirajoitteisia, ja alennus on erityisen suuri silloin, kun

yrittäjäyhtiöiden korkomarginaalit ovat korkealla tasolla. (Officer 2007, 571; 579.) Vaikka tutkimus ei käsittele nimenomaisesti pääomasijoittajien tekemiä LBO-kauppoja, sen havainnot ovat relevantteja buyout-kontekstissa. Pääomasijoittajat ostavat usein juuri listaamattomia yhtiöitä ja pörssiyritysten liiketoimintakokonaisuuksia, joissa likviditeettialennus on merkittävä. Näin osa buyout-sijoituksissa havaittavasta arvostuskertoimien noususta voi selittyä likviditeettipreemion purkautumisella, kun kohdeyhtiö myydään myöhemmin likvidimmällä markkinalla tai laajemmalle ostajajoukolle.

Toimialojen väliset erot näkyvät Puche ym. (2015, 105–106; 115) aineistossa. He tarkastelevat eri toimialojen arvonluonnin komponentteja ja osoittavat, että teknologia-alan kaupoissa arvonluonti perustuu muita toimialoja selkeämmin arvostuskertoimen kasvuun. Teknologia-yrityksissä transaktiokertoimen nousu selittää noin neljänneksen kokonaisarvonluonnista, kun teollisuudessa vastaava osuus on 15 %, kulutustavaroissa 11 % ja kuluttajapalveluissa 13 %. Markkina hinnoittelee siis teknologia-yritykset selvästi korkeammilla kertoimilla suhteessa niiden operatiiviseen kehitykseen. (Puche ym. 2015, 105–106; 115.) Yrityksen toimiala, kasvuodotukset ja riskiprofiili vaikuttavat siis ratkaisevasti siihen, millaisilla arvostuskertoimilla buyout-kauppoja tehdään ja kuinka suuri osa kokonaisarvonluonnista realisoituu arvostuskertoimien nousun kautta.

Achleitner ym. (2011, 146) tarkastelevat, miten operatiiviset tekijät, velkavipu ja arvostuskertoimien muutos selittävät buyout-sijoitusten tuottoja ja hinnoittelua. Aineisto koostuu 1 980 eurooppalaisesta ja pohjoisamerikkalaisesta buyout-kaupasta vuosina 1986–2010 (Achleitner ym. 2011, 160.) Irtautumishinnoittelua koskevassa analyysissä keskeinen tulos on, että liikevaihdon kasvu omistuskauden aikana on positiivisesti yhteydessä saavutettuun irtautumiskertoimeen. Pääomasijoittajat ”työntävät” portfolioyhtiöitään korkeampien kertoimien luokkiin kasvattamalla niiden kokoa. Suurempi liikevaihto vähentää pienten yhtiöiden riskillisyyteen ja epävarmuuteen liittyvää haittaa, mikä näkyy ostajien valmiudessa maksaa korkeampi EV/EBITDA-kerroin. Sen sijaan käyttökatemarginaalin paranemisella ei havaita tilastollisesti merkitsevää vaikutusta hinnoitteluun irtautumisessa. Toisin sanoen kannattavuuden parantuminen näkyy arvonluonnissa ennen kaikkea käyttökateen tason kautta, mutta ostajat eivät maksa siitä erillistä premiota arvostuskertoimessa, kun taas liikevaihdon ja koon kasvu palkitaan korkeammalla kertoimella. (Achleitner ym. 2011, 159; 161).

5 Johtopäätökset

5.1 Johtopäätökset ja havainnot

Tutkielman tavoitteena oli selvittää, mikä rooli arvostuskertoimien muutoksella (multiple expansion) on leveraged buyout -sijoitusten arvonmuodostuksessa ja milloin kertoimien nousu voidaan taloustieteellisessä mielessä tulkita arvonluonniksi eikä vain arvonsiirroksi. Tutkimus toteutettiin kirjallisuuskatsauksena, jossa koottiin ja jäsennettiin aiempaa empiiristä-, teoreettista- ja ammatillista kirjallisuutta private equity -rahastojen arvonluonnin mekanismeista ja erityisesti arvostuskertoimien merkityksestä. Tarkastelu perustui empiiriseen tutkimukseen, jossa buyout-sijoitusten tuotto hajotetaan käyttökateen kasvuun, velkavivun purkautumiseen ja arvostuskertoimien muutokseen sekä analysoidaan näiden taustalla olevia markkina-, rahoitus- ja yrityskohtaisia tekijöitä.

Useimmat tutkimukset antavat melko yhtenäisen kuvan arvostuskertoimien muutoksen suhteellisesta merkityksestä. Arvostuskertoimen nousu selittää tyypillisesti noin 15–20 % buyout-sijoitusten kokonaisarvonluonnista, kun taas suurin osa arvonnoususta tulee käyttökateen kasvusta ja velan lyhentämisestä omistuskauden aikana. Multiple expansion on siis selvästi tärkeä, mutta harvoin pääasiallinen arvonlähde. Samalla yksittäisissä transaktioissa, erityisesti tietyissä toimialoissa ja irtautumistavoissa, kertoimien muutoksella voi olla poikkeuksellisen suuri vaikutus sijoittajan tuottoon.

Ensimmäiseen tutkimuskysymykseen, mitkä tekijät ajavat arvostuskertoimien nousua, aiempi tutkimus tarjoaa neljä toisiinsa kytkeytyvää näkökulmaa. Arvostuskertoimien nousu LBO-kaupoissa määräytyy markkinasyklin, rahoitusympäristön, transaktion rakenteen sekä kohdeyhtiön ja toimialan profiilin yhteisvaikutuksesta

Arvostuskertoimien muutokset kytkeytyvät suoraan markkinasykliin ja yleiseen arvostustasoon. Achleitner ym. (2010; 2011) osoittavat, että taantumassa aloitettujen buyout-sijoitusten kertoimet nousevat omistuskauden aikana enemmän kuin noususuhdanteessa aloitettujen. Kohteita ostetaan matalilla kertoimilla heikossa suhdanteessa ja myydään, kun toimialan arvostustaso on noussut. Kaplan ja Strömberg (2009) havaitsevat samansuuntaisesti, että buyout-aaltojen loppua kohden EV/EBITDA-kertoimet nousevat ja seuraavat pörssiverrokkien arvostuksia. Yhdessä nämä tulokset viittaavat siihen, että buyout-kauppojen kertoimet seuraavat läheisesti pörssimarkkinoiden arvostustasoja ja että osa multiple expansionista heijastaa markkina-ajoitusta: ostetaan matalalla ja myydään, kun sektori hinnoitellaan uudelleen korkeammalle tasolle.

Rahoitusympäristö ja velkavipu vaikuttavat LBO-järjestelyiden hinnoitteluun. Axelson ym. (2007; 2013) osoittavat, että buyout-kauppojen maksamat EV/EBITDA-kertoimet ovat vahvasti negatiivisesti yhteydessä luottomarkkinoiden korkotasoon. Kun velka on halpaa ja luottomarkkinat ovat likvidit, kertoimet nousevat. Samalla mitä enemmän velkaa suhteessa käyttökatteeseen käytetään, sitä korkeammat ovat sisääntulokertoimet. Korkeampi transaktiokohtainen velkavipu liittyy systemaattisesti korkeampiin ostohintoihin, joka johtaa heikompiin rahastotason tuottoihin. Suotuista rahoitusympäristö siirtyy siis pitkälti myyjien hyväksi korkeampina ostohintoina eikä välttämättä perustu pysyvään arvonluontiin kohdeyhtiössä. Wang (2012) täydentää kuvaa osoittamalla, että myynnit toiselle pääomasijoittajalle hinnoitellaan keskimäärin korkeammilla kertoimilla erityisesti silloin, kun velkamarkkina on suotuista.

Transaktion kokoluokka ja käytetty yritysostostrategia vaikuttavat siihen, miten suuri osa arvonmuodostuksesta realisoituu arvostuskertoimen kautta. Puche ym. (2015) havaitsivat, että pienissä kaupoissa transaktiokertoimen kasvu selittää selvästi suuremman osuuden arvonluonnista kuin suurissa kaupoissa, joissa velkavipu korostuu. Hammer ym. (2016) mukaan Buy-and-build-strategioissa irtautumiskertoimet ovat keskimäärin korkeammat kuin kaupoissa, joissa lisäyritysostoja ei tehdä. Heisig ym. (2022) havaitsivat, että kun lisäyrityksiä hankitaan usein alustayhtiötä pienemmillä kertoimilla, jolloin yhdistetyn kokonaisuuden keskimääräinen sisääntulokerroin jää matalammaksi, mutta suurempi ja integroitunut yhtiö hinnoitellaan irtautumishetkellä korkeammalla kertomella. Heisig ym. (2022) osoittavat myös, että ostajat arvottavat käyttökateen kasvun samankaltaisesti lähteestä riippumatta, eikä irtautumiskertoimissa ole tilastollisesti merkitseviä eroja orgaanisen kasvun, lisäyritysostojen tai niiden tuoman hankintahintaedun välillä.

Yritys- ja toimialaprofiili rajaavat sekä lähtöarvostusta että multiple expansionin potentiaalia. Strömberg (2008) ja Officer (2007) osoittavat, että itsenäiset listaamattomat yhtiöt ja pörssiyhtiöiden eriytetyt liiketoimintakokonaisuudet hinnoitellaan keskimäärin matalammilla arvostuskertoimilla kuin vastaavat pörssilistatut yhtiöt. Tämä viittaa likviditeettialennukseen ostotilanteessa. Puche ym. (2015) havaitsivat, että teknologiayrityksissä arvostuskertoimen nousu selittää keskimäärin suuremman osuuden arvonluonnista kuin teollisuudessa tai kulutustavaroissa. Achleitner ym. (2011) puolestaan havaitsivat, että liikevaihdon kasvu omistuskauden aikana on positiivisesti yhteydessä irtautumiskertoimeen, kun taas käyttökatemarginaalin paranemisella ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta kertoimiin. Yhdessä nämä havainnot viittaavat siihen, että multiple expansionin mahdollisuus ei jakaudu tasaisesti eri kohteiden välillä, vaan riippuu vahvasti yrityksen koosta, toimialasta ja kauppatyypistä.

Toiseen tutkimuskysymykseen – milloin arvostuskertoimien nousu on arvonluontia ja milloin arvonsiirtoa – tutkimuksista ei löydy yksiselitteistä vastausta, mutta tarkastelu tarjoaa joitakin selviä periaatteita. Keskeinen lähtökohta on Ljungqvistin (2024) esittämä vastaoletus: taloustieteellisessä mielessä vain se osa arvonnoususta on private equity -rahaston arvonluontia, joka ei olisi toteutunut ilman pääomasijoittajan omistusta. Pelkkä havaittu kertoimien nousu ei siis vielä kerro, onko kyse aidosta arvonnouonnista vai suotuisasta markkinakehityksestä.

Multiple expansion voidaan tulkita arvonnouonniksi silloin, kun kertoimien nousu seuraa yrityskohteisista parannuksista, jotka muuttavat pysyvästi yhtiön riskiprofiilia, kasvunäkymiä tai strategista asemaa. Krysta ja Kanbach (2022) kokoavat aiemmista tutkimuksista laajan näytön siitä, että hallinnon, operatiivisen tehokkuuden, kasvun ja strategian kehittäminen voivat parantaa kannattavuutta, kassavirtaa ja yritysarvoa. Achleitner ym. (2011) tulokset tukevat tätä näkemystä, liikevaihdon kasvu ja sitä kautta kohdeyhtiön kokoluokan kasvu ovat positiivisesti yhteydessä irtautumiskertoimeen, kun suuremmasta ja vakaammasta yhtiöstä ollaan valmiita maksamaan korkeampaa EV/EBITDA-kerrointa, kun taas käyttökatemarginaalin paranemisella ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta kertoimiin. Samansuuntaisesti Hammer ym. (2016; 2018) ja Heisig ym. (2022) osoittavat, että buy-and-build-strategioissa usean yhtiön konsolidointi suuremmaksi ja integroiduksi kokonaisuudeksi voi johtaa perusteltuun kertoimien nousuun, jos integraatio ja operatiivinen kehitys todella parantavat yhdistetyn yhtiön taloudellista laatua. Tällöin kertoimien nousu heijastaa sitä, että myyntihetkellä yhtiö on aidosti “parempi” ja vähemmän riskinen kuin ostettaessa.

Arvonsiirrosta on sen sijaan kyse silloin, kun arvostuskertoimien nousu perustuu pääasiassa ulkoisiin tekijöihin eikä kohdeyhtiön fundamentteja ole olennaisesti muutettu. Ljungqvistin (2024) mukaan tilanne, jossa kohde ostetaan syvän taantumana tai luottomarkkinakriisin aikana matalalla kertoimella ja myydään myöhemmin selvästi korkeammalla kertoimella ilman olennaisia muutoksia yhtiön suorituskyvyssä tai riskiprofiilissa, on lähtökohtaisesti arvonsiirtoa. Achleitner ym. (2010; 2011) ja Kaplan ja Strömberg (2009) osoittavat, että suhdanne ja markkinasentimentti selittävät merkittävän osan kertoimien muutoksesta yli ajan, buyout-kauppojen kertoimet seuraavat pörssi-markkinoiden arvostustasoja ja suhdannevaihteluita. Officerin (2007) ja Strömbergin (2008) havainnot siitä, että itsenäiset listaamattomat yhtiöt ja pörssi-yhtiöistä erotetut liiketoimintakokonaisuudet hinnoitellaan tyypillisesti alemmilla kertoimilla kuin vastaavat pörssilistatut yhtiöt, viittaavat lisäksi likviditeettialennukseen ostotilanteessa. Osa myöhemmästä multiple expansionista voi tällöin johtua likviditeettipreemion purkautumisesta, kun kohde myydään eteenpäin likvidimmällä markkinalla tai laajemmalle ostajajoukolle, ei niinkään operatiivisesta arvonnouonnista. Axelson ym. (2007; 2013) sekä Wang (2012) puolestaan osoittavat, että löysä luottomarkkina ja korkea velkavipu nostavat

sisääntulokertoimia, mutta eivät välttämättä perustu kohdeyhtiön parantuneeseen suorituskykyyn, vaan heijastavat ennen kaikkea rahoituksen saatavuutta ja sen hintaa.

Kokonaisuutena kirjallisuuskatsaus osoittaa, että multiple expansion on olennainen, mutta taloudelliselta sisällöltään moniselitteinen osa LBO-arvonmuodostusta. Arvostuskertoimien nousu toimii linkkinä yrityskohtaisen arvonluonnin ja markkinaolosuhteiden välillä, ja sama havaittu kertoimien nousu voi eri tilanteissa olla joko perusteltua arvonluontia tai pääosin arvonsiirtoa. Ilman eksplisiittistä vastaoletusta – mitä olisi tapahtunut ilman PE-omistusta – on vaarana yliarvioida private equity-rahastojen arvonluontikykyä ja aliarvioida suhdannesykliä, rahoitusympäristön ja likviditeettitekiöiden merkitystä buyout-sijoitusten taustalla.

5.2 Jatkotutkimus

Tämä tutkielma on käsiteanalyttinen kirjallisuuskatsaus, joka nojaa aiempien empiiristen tutkimusten aineistoihin, mittareihin ja tutkimusasetelmiin. Johtopäätökset perustuvat siten siihen, miten muut ovat määritelleet esimerkiksi käyttökateen oikaisut, velkavivun, arvostuskertoimet ja verrokiryhmät. Tässä työssä ei muodostettu omaa kvantitatiivista aineistoa, joten hypoteeseja ei testata yhtenäisellä menetelmäpohjalla, vaan eri tutkimusten tuloksia luetaan rinnakkain ja tulkitaan kokonaisuutena. Tämä rajoite on hyvä pitää mielessä, kun arvioidaan johtopäätösten yleistettävyyttä.

Arvostuskertoimien tulkinnan kannalta keskeinen haaste liittyy vastaoletukseen, johon Ljungqvist (2024) kiinnittää huomiota: mitä olisi tapahtunut kohdeyhtiölle ilman pääomasijoittajan omistusta. Valtaosa tarkastelluista tutkimuksista kuvaa buyout-kohteiden arvonmuutosta absoluuttisesti tai suhteessa melko karkeisiin verrokkeihin, mutta ei pysty kovin tarkasti erottamaan markkinakehityksen, valikoitumisen ja varsinaisen omistajavaikutuksen osuutta. Jatkotutkimuksessa olisi perusteltua hyödyntää asetelmia, joissa verrokkiryhmä rakennetaan systemaattisemmin (esimerkiksi tarkastellen samankaltaisia mutta buyoutin ulkopuolelle jääneitä yrityksiä) ja joissa markkina- ja yrityskohtaiset tekijät erotellaan eksplisiittisemmin. Tavoitteena olisi päästä lähemmäs kysymystä siitä, kuinka suuri osa multiple expansionista on aidosti PE-omistajan aikaansaamaa arvonluontia.

Lisäksi tarvittaisiin tutkimusta, joka yhdistää yksityiskohtaisen operatiivisen datan ja arvostuskertoimien muutoksen samaan analyysikehikkoon. Aiempi tutkimus tarkastelee usein joko arvonluontisillan tai markkina- ja rahoitusolosuhteita, mutta harvemmin sitä, miten yksittäiset toimenpiteet (hinnoittelu, kulurakenne, käyttöpääoman hallinta, buy-and-build-strategiat tai fokusointi ydintoimintoihin) näkyvät nimenomaan irtaantumiskertoimissa, kun toimiala, suhdanne ja rahoitusympäristö vakioidaan yhtä aikaa. Tällainen tutkimus auttaisi erottamaan paremmin, missä määrin

kertoimien nousu seuraa yrityskohtaisista parannuksista ja missä määrin se on seurausta yleisestä arvostustason noususta.

Maantieteellisesti tämä työ tukeutuu pääosin Pohjois-Amerikkaa ja Länsi-Eurooppaa koskevaan aineistoon. Esimerkiksi Pohjoismaiden tai Suomen LBO-markkinoista ei ole kattavaa transaktiotason tutkimusta, joka tarkastelisi arvostuskertoimien muutosta ja sen ajureita. Kansallinen näkökulma olisi kuitenkin tärkeä, sillä rahoitusmarkkinoiden rakenne, sääntely, omistusrakenteet ja yrityskentän koko voivat vaikuttaa sekä lähtöarvostuksiin että multiple expansionin mahdollisuuksiin. Jatko-tutkimus, joka hyödyntäisi maakohtaista kauppadataa ja yhdistäisi sen operatiiviseen informaatioon, voisi osoittaa, missä määrin kansainvälisestä tutkimuksesta tehdyt johtopäätökset ovat siirrettävissä pienemmille ja vähemmän likvideille markkinoille.

Lähteet

- Acharya, V. V. – Gottschalg, O. F. – Hahn, M. – Kehoe, C. (2013) Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. *The Review of Financial Studies*, Vol. 26 (2), 368–402.
- Achleitner, A.-K. – Braun, R. – Engel, N. – Figge, C. – Tappeiner, F. (2010) Value Creation Drivers in Private Equity Buyouts: Empirical Evidence from Europe. *The Journal of Private Equity*, Vol. 13 (2), 17–27.
- Achleitner, A.-K. – Braun, R. – Engel, N. (2011) Value creation and pricing in buyouts: Empirical evidence from Europe and North America. *Review of Financial Economics*, Vol. 20 (4), 146–161.
- Axelson, U. – Jenkinson, T. – Weisbach, M. S. – Strömberg, P. (2007) Leverage and Pricing in Buyouts: An Empirical Analysis. Paper presented at the Swedish Institute for Financial Research Conference on The Economics of the Private Equity Market, August 2007.
<https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1027127> haettu 10.12.2025
- Axelson, U. – Jenkinson, T. – Strömberg, P. – Weisbach, M. S. (2013) Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts. *The Journal of Finance*, Vol. 68 (6), 2223–2267.
- Bain & Company (2025) Global Private Equity Report 2025. <https://www.bain.com/global-assets/noindex/2025/bain-report_global-private-equity-report-2025.pdf>, haettu 10.12.2025.
- Bharath, S. T. – Dittmar, A. K. (2010) Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets? *The Review of Financial Studies*, Vol. 23 (5), 1771–1818.
- Bhojraj, S. – Lee, C. M. C. (2002) Who Is My Peer? A Valuation-Based Approach to the Selection of Comparable Firms. *Journal of Accounting Research*, Vol. 40 (2), 407–439.
- Bloom, N. – Sadun, R. – Van Reenen, J. (2015) Do Private Equity Owned Firms Have Better Management Practices? *The American Economic Review*, Vol. 105 (5), 442–446.
- Bradley, M. – Desai, A. – Kim, E. H. (1988) Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, Vol. 21 (1), 3–40.
- Brealey, R. – Myers, S. – Allen, F. – Edmans, A. (2022) *Principles of corporate finance*. 14. p. McGraw-Hill Education, New York.
- Bruner, R. F. – Perella, J. R. (2004) *Applied mergers and acquisitions*. 1. p. John Wiley & Sons, New York.

- Cumming, D. – Siegel, D. S. – Wright, M. (2007) Private equity, leveraged buyouts and governance. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13 (4), 439–460.
- Davis, S. J. – Haltiwanger, J. – Handley, K. – Jarmin, R. – Lerner, J. – Miranda, J. (2014) Private Equity, Jobs, and Productivity. *The American Economic Review*, Vol. 104 (12), 3956–3990.
- Damodaran, A. (2006) Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence. <<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf>> haettu 10.12.2025
- Demiroglu, C. – James, C. M. (2010) The role of private equity group reputation in LBO financing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 96 (2), 306–330.
- Fama, E. F. – French, K. R. (1997) Industry costs of equity. *Journal of Financial Economics*, Vol. 43 (2), 153–193.
- Fraser-Sampson, G. (2010) *Private equity as an asset class*. 2. p. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- Füss, R. – Morkoetter, S. – Rainsborough, D. – Tykvova, T. (2025). Pricing, returns, and sources of value creation in buyouts. *Swiss Finance Institute Research Paper No. 25-92*. <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5354142> haettu 10.12.2025.
- Gompers, P. – Kaplan, S. N. – Mukharlyamov, V. (2016) What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, Vol. 121 (3), 449–476.
- Guo, S. – Hotchkiss, E. S. – Song, W. (2011) Do Buyouts (Still) Create Value? *The Journal of Finance*, Vol. 66 (2), 479–517.
- Hammer, B. – Hinrichs, H. – Schweizer, D. (2016) Buy and build strategies in private equity: Boost or transformation. Working paper. SSRN Electronic Journal. <https://scholar.google.com/scholar?hl=fi&as_sdt=0%2C5&q=Buy+and+Build+Strategies+in+Private+Equity%3A+Boost+or+Transformation&btnG=>> haettu 10.12.2025
- Hammer, B. – Janssen, N. – Schweizer, D. – Schwetzler, B. (2018) Do private equity firms pay for synergies? Working paper. SSRN Scholarly Paper No. 3244189. Social Science Research Network. <[SSRN-id3244189.pdf](https://ssrn.com/abstract=3244189)> haettu 9.12.2025
- Harris, R. S. – Jenkinson, T. – Kaplan, S. N. (2014) Private Equity Performance: What Do We Know? *The Journal of Finance*, Vol. 69 (5), 1851–1882.
- Heisig, P. – Kick, J. – Schwetzler, B. (2022) Buying performance? The impact of multiple arbitrage in B&B strategies. Working paper. Social Science Research Network (SSRN). <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4169612> haettu 10.12.2025
- Ivashina, V. – Kovner, A. (2011) The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking. *The Review of Financial Studies*, Vol. 24 (7), 2462–2498.

- Jenkinson, T. – Sousa, M. (2015) What determines the exit decision for leveraged buyouts? *Journal of Banking & Finance*, Vol. 59, 399–408.
- Kapil, S. – Rawal, V. (2023) Systematic Literature Review of Private Equity Determinants: Status, Evidence and Open Issues. *Vision: The Journal of Business Perspective*, Vol. 27 (5), 567–581.
- Kaplan, S. N. – & Ruback, R. S. (1995) The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, Vol. 50 (4), 1059–1093.
- Kaplan, S. N. – Strömberg, P. (2009) Leveraged Buyouts and Private Equity. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23 (1), 121–146.
- Kaplan, S. N. – Sensoy, B. A. (2014) Private equity performance: A survey. Working paper. Charles A. Dice Center Working Paper No. 2015-10, Fisher College of Business Working Paper No. 2015-03-10. <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2627312> haettu 10.12.2025
- Krysta, P. M. – Kanbach, D. K. (2022) Value creation in private equity portfolio companies: A structured review of evidence and proposed framework. *Venture Capital*, Vol. 24 (3–4), 203–286.
- Lie, E. – Lie, H. J. (2002). Multiples Used to Estimate Corporate Value. *Financial Analysts Journal*, Vol. 58 (2), 44–54.
- Ljungqvist, A. (2024) The economics of private equity: A critical review. Swedish House of Finance Research Paper No. 24-07. <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4723171> haettu 10.12.2025
- Magni, C. A. (2015) Investment, financing and the role of ROA and WACC in value creation. *European Journal of Operational Research*, Vol. 244 (3), 855–866.
- McKinsey & Company (2015) *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. 6. p. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- Mellen, C. M. – Evans, F. C. (2018) *Valuation for M&A: Building and measuring private company value*. 3. p. John Wiley & Sons, Newark.
- Officer, M. S. (2007) The price of corporate liquidity: Acquisition discounts for unlisted targets. *Journal of Financial Economics*, Vol. 83 (3), 571–598.
- Pignataro, P. (2014) *Leveraged buyouts: A practical guide to investment banking and private equity*. 1. p. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- Pignataro, P. (2022) *Financial modeling and valuation: A practical guide to investment banking and private equity*. 2. p. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.

- Puche, B. – Braun, R. – Achleitner, A.-K. (2015) International Evidence on Value Creation in Private Equity Transactions. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 27 (4), 105–122.
- Simons, T. – Renneboog, L. (2005) Public-to-private transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs. Working paper. ECGI Finance Working Paper No. 94/2005, CentER Discussion Paper No. 2005-98. <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=796047> haettu 10.12.2025
- Strömberg, P. (2008) The new demography of private equity. Globalization of Alternative Investment Working Papers, Vol. 1, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008. World Economic Forum.
- Wang, Y. (2012) Secondary buyouts: Why buy and at what price? *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18 (5), 1306–1325.
- Wright, M. – Gilligan, J. – Amess, K. (2009) The economic impact of private equity: What we know and what we would like to know. *Venture Capital*, Vol. 11 (1), 1–21.

Liitteet

Liite 1 Selvitys tekoälyn käytöstä

Ilmoitus tekoälyn (AI) käytöstä

Olen käyttänyt generatiivista tekoälyä opinnäyteprosessini tukena sen eri vaiheissa ja eri tarkoituksiin. Käyttämäni työkalut, niiden käytön tarkoitus sekä tekoälyn tuotosten varmentamiseksi tekemäni toimet on kuvattu alla. Samalla vakuutan, että olen käyttänyt tekoälytyökaluja Turun kauppakorkeakoulun ohjeistuksen mukaisesti ja otan täyden vastuun tämän työni sisällöstä kokonaisuudessaan.

1. Käytetty työkalu: OpenAI ChatGPT (ChatGPT-5.1 versio)

Käytön vaiheet:

- aiheen rajaaminen ja tutkimuskysymysten hiominen
- työn rakenteen ja otsikoinnin suunnittelu
- tekstin kieliasun ja ilmaisun selkeyttäminen

Käyttötarkoitus:

Käytin ChatGPT:tä ideointiapuna tutkielman alkuvaiheessa, kun rajasin aiheita ja muotoilin tutkimuskysymyksiä sekä päälukujen otsikoita selkeämmiksi. Myöhemmissä vaiheissa hyödynsin työkalua oman tekstini muokkaamisessa. Pyysin esimerkiksi ehdotuksia yksittäisten virkkeiden ja lyhyiden tekstikappaleiden selkeyttämiseksi, toisteisuuden vähentämiseksi ja akateemiseen tyyliin sopivaksi muotoilemiseksi. Käytin ChatGPT:tä myös vaihtoehtoisten otsikkoehdotusten ja lukurakenteiden sparraamiseen, mutta lopulliset rakenne- ja sanamuotopäätökset tein itse.

Esimerkkejä syöttötiedosta:

- *“Ehdotta selkeämpää väliotsikkoa luvulle, jossa käsitellään arvostuskertoimien muutosta rahoitusympäristön näkökulmasta?”*
- *“Kirjoita tämä kappale sujuvammalla ja akateemisella suomen kielellä, mutta älä muuta sisältöä: [oma tekstini]”*
- *“Miten tiivistää tämän johtopäätösluvun vastauksen ensimmäiseen tutkimuskysymykseen säilyttäen samat pääkohdat?”*

Tekoälyn tuottamien vastausten todentaminen:

Olen käyttänyt ChatGPT:n tuottamia ehdotuksia lähtökohtina oman tekstini muokkaamiseen, en valmiina lopullisina versioina. Olen aina:

- verrannut tekoälyn ehdottamia muotoiluja alkuperäiseen tekstiini ja jättänyt voimaan vain sellaiset muutokset, jotka paransivat selkeyttä tai tyyliä muuttamatta sisältöä
- tarkistanut, että kaikki viittaukset, käsitteet ja tulkinnat perustuvat itse lukemiini lähteisiin eikä ole käyttänyt tekoälyn mahdollisesti ehdottamia viitteitä, joita en ole pystynyt varmentamaan alkuperäislähteistä
- muokannut ja sovittanut tekoälyn antamia lause- tai kappale-ehdotuksia omaan ajatteluuni ja argumentointiin siten, että lopullinen teksti heijastaa omaa näkemystäni ja kokonaisrakennetta. En ole käyttänyt ChatGPT:tä tuottamaan tekstiä ilman omaa kriittistä arviointia ja muokkausta, vaan nämä osat perustuvat omaan ajattelutyöhöni ja kirjallisuuteen perehtymiseeni.