

ITÄ-SUOMEN YLIOPISTO

Yhteiskuntatieteiden ja kauppätieteiden tiedekunta
Kauppätieteiden laitos

**YRITYSKAUPAN ARVONMÄÄRITYS JA YRITYSJOHDON MERKITYS PK-
YRITYKSIEN YRITYSKAUPOISSA**

Pro gradu -tutkielma, Laskentatoimi
Erik Kärki 175915
20.4.2012

TIIVISTELMÄ**ITÄ-SUOMEN YLIOPISTO**

Yhteiskuntatieteiden ja kauppatieteiden tiedekunta

Kauppatieteiden laitos

Laskentatoimi

KÄRKI, ERIK J. V.: Yrityskaupan arvonmääritys ja yritysjohton merkitys pk-yrityksien yrityskaupoissa. Acquisition valuation and the role of top management team in small and medium size corporate acquisitions.

Pro gradu tutkielma, 82 s. Liitteet (2 s.)

Tutkielman ohjaaja: professori, KTT Matti Turtiainen

Huhtikuu 2012

Avainsanat: yrityskauppa, arvonmääritys, pk-yritys, yrityksen osaaminen, yritysjohto

Pro gradu- tutkielma käsittelee yrityskaupan arvonmääritystä sekä yrityksen osaamisen ja yritysjohton merkitystä pienten ja keskisuurten yritysten välisissä yrityskaupoissa. Tutkielman keskeisenä tavoitteena on selvittää ostettavan yrityksen yritysjohton merkitystä yrityskaupassa pk-yritysten näkökulmasta.

Yrityskauppoja pk-yritysten välillä tapahtuu lukumääräisesti useammin kuin isojen yritysten välisiä kauppoja, mutta tutkimuskirjallisuus painottuu isojen yritysten välisiin yrityskauppoihin. Yritysjohton rooli pienemmissä organisaatioissa on usein erilainen kuin isommissa yrityksissä. Tutkimuksen ensisijainen tavoite on selvittää, kuinka suuri merkitys on myytävän pk-yrityksen yritysjohdolla yrityskauppatilanteessa ja kuinka yritysjohton kanssa menetellään yrityskaupan jälkeen. Toisena tavoitteena on selvittää pk-yritysten näkökulmasta yrityskaupan hintaan ja arvonmääritykseen vaikuttavia tekijöitä.

Teoriaviitekehys muodostuu yrityskauppoja käsittelevästä kirjallisuudesta ja tutkimuksista. Empiirinen tutkimusaineisto koostuu kuudesta yrityskauppojen parissa toimineiden asiantuntijoiden teemahaastatteluista. Teemahaastatteluun päädyttiin, koska yritysjohton merkitys on hyvin subjektiivinen asia ja pk-sektorin yrityskaupoista on vaikea saada tietoa muulla tavalla.

Empiirisen aineiston perusteella voidaan todeta yritysjohdolla olevan suuri merkitys pk-yritysten välisissä yrityskaupoissa, vaikka yritysjohton tarkka arvonmäärittäminen kauppatilanteessa on mahdotonta. Mikäli ostettava yritys on hyvin kannattava, yrityksen johdolla on enemmän merkitystä kuin huonosti menestyneen yrityksen johdolla. Lähtökohtaisesti ostetaan enemmän hyvin menestyviä yrityksiä. Yritysjohdolla voi olla yritystoiminnan kannalta merkittävää osaamista ja yrityksen johdon rooli tulee käsitellä huolella yrityskaupoissa.

SISÄLTÖ

1 JOHDANTO.....	4
1.1 Tutkielman taustaa	4
1.2 Tavoitteet ja tutkimusongelmat	5
1.3 Lähestymistavat ja rajaukset	5
1.4 Tutkimuksen rakenne ja tutkimusmenetelmä.....	6
1.5 Aikaisemmat tutkimukset.....	9
2 YRITYSKAUPAN YLEISET HINTATEKIJÄT	11
2.1. Yrityskaupan synergia ja kauppahinta	11
2.2 Arvonmäärittäminen prosessi	15
2.2.1 Arvonmäärittäminen prosessin vaiheet	16
2.2.2 Substanssiarvo.....	18
2.2.3 Tuottoarvo	19
2.2.4 Arvonmäärittäminen mallit ja -menetelmät.....	21
2.3 Due Diligence – prosessi.....	26
2.4 Yrityskauppa ja verotus.....	29
2.5. Yrityskaupan rahoitus, vastuut ja vakuudet	31
3 OSAAMISEN JA YRITYSJOHDON MERKITYS YRITYSKAUPASSA.....	35
3.1 Yrityksen osaamisen vaikutus yrityksen arvoon.....	35
3.2 Yritysjohdon merkitys ja toiminta osaamista luovassa yrityksessä	38
3.3. Yritysjohdon vaikutus yrityksen menestykseen yrityskaupan jälkeen.....	40
3.4. Yritysjohdon säilyttäminen ostetusta yrityksestä yrityskaupan jälkeen.....	46
4 TUTKIMUSMENETELMÄT	50
4.1 Miksi haastattelu?.....	50
4.2 Haastattelun laatu ja luotettavuus.....	51
4.3 Haastateltavien taustatiedot.....	51
5 ASiantuntijoiden näkemyksiä yrityksen arvon määrittämisestä ja yritysjohdon merkityksestä	55
5.1 Kauppahinta ja arvonmäärittäminen.....	55
5.2 Yrityksen osaamisen ja yritysjohdon merkitys yrityskaupassa.....	59
5.3 Yrityskauppojen onnistuminen pk-yrityksissä	65
6 JOHTOPÄÄTÖKSET	68
6.1 Yrityksen kauppahintaan vaikuttavista yleisistä tekijöistä.....	68
6.2 Osaamisen ja johdon merkitys pk-yrityksissä.....	71
6.3. Pk-yritysten menestyminen yrityskaupan jälkeen.....	76
LÄHDELUETTELO	78

LIITTEET

Liite 1. Haastattelukysymykset.

1 JOHDANTO

1.1 Tutkielman taustaa

Suurten yritysten välisiä yrityskauppoja tulee julkisuuteen melko usein, mutta pienten ja keskisuurten yritysten yrityskaupat ovat vähemmän julkisuudessa esillä. Suurissa yrityksissä omistajan vaihdokset saatetaan kokea nykyään melko säännönmukaisesti tapahtuvaksi asiaksi eivätkä omistajan vaihdokset välttämättä vaikuta yritysten henkilöstöön ja kulttuuriin samalla tavalla kuin pienemmissä yrityksissä.

Pienissä ja keskisuurissa yrityksissä yrityskaupan myötä henkilöstö ja yrityskulttuuri voivat esimerkiksi yrittäjäpersoonan poistumisen myötä muuttua hyvinkin paljon. Varsinkin yhtiöissä, joissa yrittäjä on luonut kaiken yritystoimintansa alusta alkaen itse ja kasvattanut yrityksen oman näkemystensä mukaisesti, voi olla hyvin erikoisia tai erilaisia toimintatapoja verrattuna muihin saman alan yrityksiin. Pienet yritykset ovat saattaneet myös erikoistua pärjätäkseen kilpailuilla markkinoilla ja siten yrittäjälle on saattanut muodostua yrityksen menestymisen kannalta hyvin merkittävää osaamista.

Yrityskauppoja varten on kehitetty monenlaisia mittareita, että saataisiin tietoon myytävän yrityksen todellinen arvo. Tällaiset mittarit voivatkin antaa melko selkeän kuvan yritystoiminnan kannattavuudesta ja varallisuudesta, mutta mittareiden heikkous on se, että yrittäjän ja muun johdon työpanosta tai osaamista niillä on vaikea mitata. Yrittäjän työpanoksen ja osaamisen arviointi on siten täysin subjektiivinen arvio ja arviointia täytyy tehdä hyvin monesta näkökulmasta. Mikäli yrittäjä jää mukaan yritykseen työntekijäksi, voi ongelmaksi nousta se, että yrittäjä ei olekaan enää yrityksessä ainoa päättävä henkilö. Yrittäjä on voinut tottua hyvinkin omaperäiseen toimintaan ja tekemään nopeita päätöksiä, jotka eivät välttämättä ole linjassa yrityksen uusien omistajien ja johtajien kanssa. Mikäli yrittäjä taas luovuttaa yrityskaupassa koko yritystoiminnan uusille omistajille ja johdolle osallistumatta enää yrityksen toimintaan, voivat yrityksen henkilöstö ja kulttuuri kokea liian suuren muutoksen tai yrittäjän tärkeä osaaminen katoaa, mikä voi koitua ongelmaksi koko yritystoiminnalle. Henkilöstö on tunnetusti yrityksen tärkein voimavara, joten henkilöstö on aina otettava huomioon yrityskauppoja suunniteltaessa.

1.2 Tavoitteet ja tutkimusongelmat

Tutkimuksen päätavoite on selvittää, mitkä asiat vaikuttavat pk-yrityksen arvonmääritykseen yrityskaupassa ja kuinka suureksi arvioidaan ostettavan yrityksen yritysjohton merkitys pk-yritysten yrityskaupoissa. Alaongelmana tutkitaan, kuinka yritysjohto arvostetaan, mikäli yritysjohdolle voidaan jonkinlainen arvo antaa. Toinen alaongelma on selvittää, kannattaako yrityskauppoja toteuttaa pk-yrityksissä siten, että yritysjohto säilyisi ennallaan ostettavassa yrityksessä vai kannattaako ostettavan yrityksen johdosta ennemmin luopua. Tutkimuksen alkuosassa on tarkoitus selvittää yleisiä yrityskaupan hintaan vaikuttavia tekijöitä, joita tutkitaan erityisesti pk-yritysten näkökulmasta. Nämä yleiset kauppahintaan vaikuttavat tekijät muodostavat tutkimukselle pohjan tutkittaessa yritysjohton merkitystä yrityskaupassa. Näkökulmana tutkimuksessa ovat nimenomaan pienten ja keskisuurten välisten yritysten yrityskaupat.

1.3 Lähestymistavat ja rajaukset

Tutkimustyön näkökulmana toimii yhteiskunnallinen näkökulma ja tutkimuksen teon lähestymistapa on ymmärryksen lisääminen yrityskauppatilanteisiin pk-yrityksissä. Kyse on siis pääsääntöisesti kvalitatiivisesta eli laadullisesta tutkimuksesta. Tutkimuksen empiirinen osio muodostuu haastatteluista, joita on tarkoitus suorittaa yrityskauppoihin perehtyneille asiantuntijoille.

Tutkimuksen empiirisessä osiossa perehdytään pk-yritysten välisiin yrityskauppatilanteisiin. Tutkimuksessa pk-yrityksen tulee täyttää kolme seuraavaa kriteeriä:

1. Yrityksen henkilöstö on enintään 250 henkilöä.
2. Yrityksen vuosittainen liikevaihto on enintään 50 miljoonaa euroa.
3. Yrityksen taseen loppusumma on alle 43 miljoonaa euroa. (Tilastokeskus, 2011a)

Tilastokeskuksen mukaan (2011b) pk-yrityksiä vuonna 2009 oli 99,8 prosenttia kaikista yrityksistä ja pk-yrityksissä oli henkilöstöä 64 prosenttia koko sen hetkisestä työvoimasta. Myös liikevaihdollisesti mitattuna pk-yritykset muodostivat hivenen suuremman osan (51 %) kuin suuret yritykset yhteensä (49 %). (Tilastokeskus, 2011b)

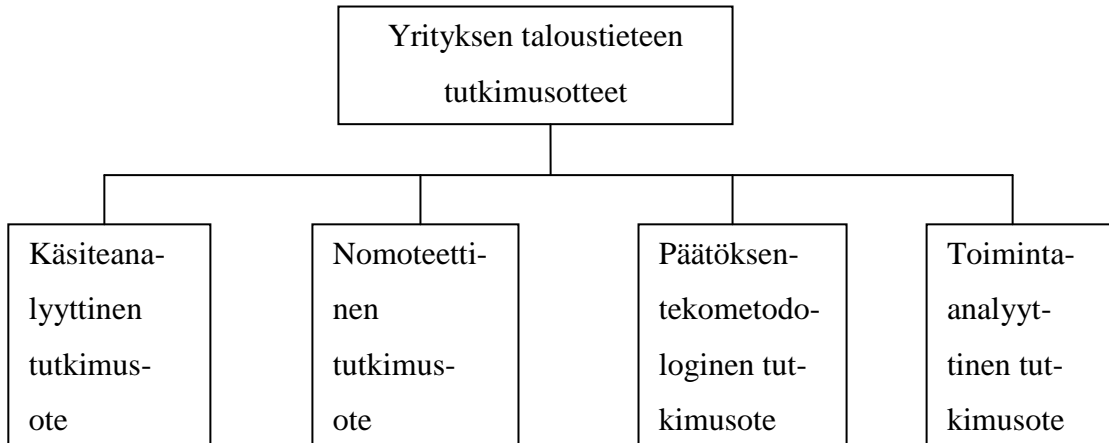
Tutkimuksessa keskitytään ainoastaan osakeyhtiöiden välisiin yrityskauppoihin eikä tutkielmassa oteta huomioon yrityskauppoina tai yritysjärjestelyinä pidettäviä sukupolvenvaihdoksia. Tutkimuksessa ei perehdytä muuten kuin pintapuolisesti erilaisiin yrityksen arvonmäärittymismalleihin, koska tutkimuksen päätarkoitus on ottaa selvää, kuinka paljon yritysjohton työpanokselle ja osaamiselle laitetaan painoarvoa ostettavasta yrityksestä. Tällaisten subjektiivisten asioiden selvittämiseen on vaikeaa kehittää täysin toimivaa arvonmäärittymismallia, joten tarkoituksena on syventää tietoa yritysjohton merkityksestä ja vaikutuksista yrityskauppojen onnistumiseen haastatteleamalla yrityskauppojen asiantuntijoita. Kyseiset haastattelut siis muodostavat tutkielman empiirisen osuuden. Kirjallisuuskatsauksessa lähteinä käytetään yrityskaupoista julkaistua kirjallisuutta sekä artikkeleita.

1.4 Tutkimuksen rakenne ja tutkimusmenetelmä

Luvussa yksi esitellään tutkielman taustaa, tavoitteita ja tutkimusongelmia, lähestymistapaa ja rajoituksia sekä aikaisempia tutkimuksia. Luvussa kaksi kartoitetaan yrityskaupan hintaan yleisesti vaikuttavia tekijöitä erityisesti pk-yritysten näkökulmasta. Kolmannessa luvussa perehdytään kauppahintaan vaikuttaviin subjektiivisiin tekijöihin ja perehdytään erityisesti ostettavan yrityksen johdon arvostamiseen ja merkitykseen pk-yrityksissä. Neljännessä luvussa käydään läpi tutkimusmenetelmät ja -menetelmät. Viidennessä luvussa käsitellään tutkielman empiiristä osuutta, eli asiantuntijahaastatteluiden pohjalta käydään läpi pk-yrityksen arvonmäärittämistä käytännössä sekä perehdytään erityisesti yrityksen osaamisen ja johdon vaikutukseen yrityskaupan onnistumisessa ja arvostamisessa. Luvussa kuusi esitetään tutkielman tulokset sekä johtopäätökset.

Neilimo ja Näsi (1980, 31) ovat jäsentäneet yrityksen taloustieteissä käytetyt tutkimusotteet neljään eri kategoriaan:

KUVIO 1 Käytetty tutkimusotejäsentely. (Neilimo & Näsi 1980, 31)



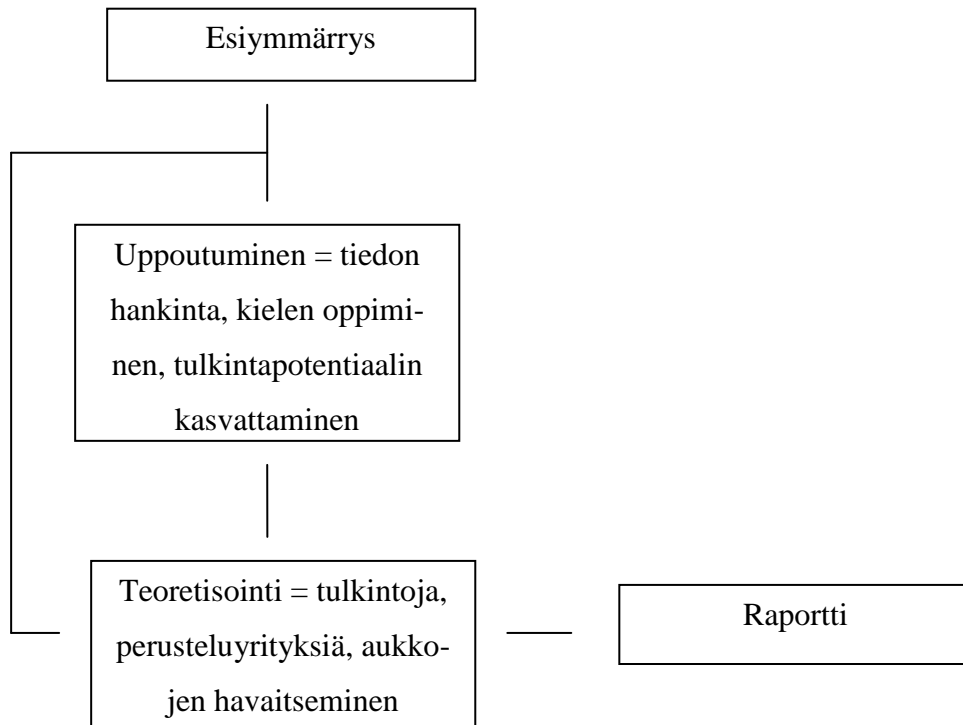
Neilimon ja Näsin tutkimusotteisiin ovat myöhemmin Kasanen, Lukka ja Siitonen (1991, 301–324) lisänneet konstruktivisen tutkimusotteen, joka on eräänlaista soveltavaa tutkimusta. Tässä tutkielmassa käytetään toiminta-analyyttistä tutkimusotetta, johon voidaan liittää seuraavia tekijöitä (Neilimo & Näsi 1980, 35):

- tarkoituksena ymmärtäminen; joskus lisäksi normatiivisia ja muuttuvia tavoitteita
- taustana mm. teleologinen selittäminen, hermeneutiikka, näiden sukulaislähestymistavat sekä käsitys ihmisestä intentionaalisenä oliona
- empiria on mukana tavallisesti harvojen kohdeyksiköiden kautta ja näiden tutkimusmenetelmät ovat suhteellisen ei-sidottuja, mutta monipuolisia
- tuloksena syntyy usein eri tasojen käsitejärjestelmiä, ”kieliä”, joilla maailmaa pyritään jäsentämään ja suunnittelemaan
- ihmistieteiden korostaminen ja aristotelinen perinne

Synonyyminä toiminta-analyyttiselle tutkimusotteelle voitaneen pitää tulkitsevaa tutkimusta, mitä termiä Tamminen (1993, 72) käyttää. Tulkitsevalle tutkimukselle on luonteenomaista, että tutkija antaa tutkimilleen asioille merkityksiä. Aiheeseen perehdytään merkityksen löytämiseksi, kunnes sitä koskevat tietorakenteet jäsentävät merkityksellistä latausta sisältävät käsite-esityksen. Tulkitseminen sisältyy toki kaikenlaiseen tutkimiseen, mutta tulkitsevassa tutkimuksessa sillä on keskeisempi asema. (Tamminen 1993, 72)

Tamminen (1993, 90) on kuvannut tulkitsevan tutkimuksen prosessia kuvion 2 hermeneuttisen kehän avulla:

KUVIO 2 Hermeneuttinen kehä. (Tamminen 1993, 90)



Tulkitsevan tutkimuksen prosessi alkaa siten, että tutkijalla on ensin esiymmärrys tutkittavasta aiheesta, minkä perusteella luodaan kontakti tutkittavaan kohteeseen. Sitten alkaa tiedon hankintavaihe, jolloin opitaan kieltä sekä laajennetaan tulkintapotentiaalia, eli tutkija syvennyy tutkimusaiheeseen. Teoretisointivaiheessa tutkija vetäytyy miettimään, mitä kerätyn materiaalin perusteella on saatu selville, mitä on mahdollisesti opittu ja minkälaisia tulkintavaihtoehtoja on tutkimuksen aikana ilmentynyt. Teoretisoinnin tuloksena tulisi syntyä parantunut ymmärrys, mikä pitäisi johtaa kohteeseen lähestymistä tarkemmin tai eri tavalla. Teoretisointi jatkuu niin kauan, kunnes tutkija kokee tulkintansa niin perustelluksi, että hän voi irrottautua prosessista ja kirjoittaa raportin. (Tamminen 1993, 89–90)

Haastattelumenetelmänä tutkielmassa käytetään puolistrukturoitua teemahaastattelua. Haastattelut voidaan Hirsijärven ja Hurmeen (2009, 43–44) mukaan jaotella karkeasti lomake-, teema- ja strukturoimattomaan haastatteluun. Lomakehaastattelulle on tyypillistä kysymysten tarkka muoto ja järjestys, kun taas strukturoimaton haastattelu on täysin vapaa. Teemahaastattelu on siis näiden kahden haastattelumuodon yhdistelmä, eli haastatteluun sisältyy ohjaavia

kysymyksiä, mutta haastattelussa on tilaa myös vapaille kommenteille ja kerronnalle. Teema-haastattelussa haastattelun aihealueet ovat kaikille samat. (Hirsjärvi & Hurme 2009, 44–48)

Tutkielman haastattelujen sopivaa määrää lähestytään tutkimuksessa *saturaatio-käsitteen* avulla, mikä voidaan suomentaa myös aineiston kylläntymisenä. Tarkoitus on, että tutkija alkaa kerätä aineistoa eli haastatteluja etukäteen päättämättä, kuinka monta tapausta hän tutkii. Haastatteluita kannattaa jatkaa siihen saakka, kun haastattelut tuovat tutkimusongelman kannalta uutta tietoa. Saturaatio tapahtuu, kun samat asiat alkavat toistua, jolloin tutkijalla pitäisi olla riittävä aineisto johtopäätöksien tekemistä varten. Tutkijan on pysyttävä tarkkana haastattelujen aikana siitä, että milloin uutta merkittävää informaatiota ei ole enää saatavilla. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2009, 182)

1.5 Aikaisemmat tutkimukset

Yrityskaupat ja yritysjärjestelyt ovat melko suosittuja tutkimuskohteita, ja niitä on tutkittu monesta eri näkökulmasta. Suuri osa tutkielmista pohjautuu erilaisten yritysjärjestelymuotojen oikeudellisiin ja verotuksellisiin ongelmiin sekä erilaisiin tapoihin mitata ostettavan yrityksen arvoa arvonnämääntymismallien avulla. Jonkun verran on tehty tutkimuksia myös henkilöstön ja yritysjohton näkökulmasta eli aihetta on lähestytty näissä tutkimuksissa enemmän subjektiivisesta näkökulmasta. Yrityskauppoja käsittelevä kirjallisuus ja tutkimus painottuu isompiin yrityksiin ja julkisiin osakeyhtiöihin, kun taas puhtaasti pk-yritysten näkökulmasta yrityskauppoja on tutkittu selvästi vähemmän.

Hongon, Prihtin ja Virtasen (1982) julkaisema tutkimus Suomen 30 suurimman teollisyrittäjän investoinneista on usein mainittu myös yritysostoa käsittelevissä tutkimuksissa. Tutkimuksessa nostettiin esiin 113 investointikohdetta, joissa yritysjohto oli kokenut investoinnin epäonnistuneen. Yritysostot muodostivat 25,7 prosenttia epäonnistuneista yritysinvestoinneista, mikä oli toiseksi eniten kaikista epäonnistuneista investoinneista. Suuremman epäonnistuneiden investointien joukon muodostivat kone- ja laiteinvestoinnin, mutta niiden toteutusmäärä oli kuitenkin huomattavasti suurempi kuin yritysostojen. Tutkimuksessa haastateltujen johtohenkilöiden arvion mukaan yritysostojen kohdalla epäonnistuneiden investointien frekvenssi on huomattavasti suurempi kuin esimerkiksi kiinteistö- sekä kone- ja laiteinvestointien ollessa kysymyksessä. (Honko, Prihti & Virtanen 1982, 75–76) Empiiriset tutkimukset osoitta-

vat, että yritysostoista ja fuusioista parhaillaankin noin puolet saavuttavat asettamansa taloudelliset tavoitteet (Cartwright & Cooper 1993, 57).

Ulkomailla on tehty tutkimuksia myös yritysjohtajan roolista yrityksen menestykseen yrityskaupan jälkeen. Tutkimukset painottuvat Yhdysvaltoihin, mutta myös muiden kansallisuuksien sekä kansainvälisiä tutkimuksia on julkaistu tästä aiheesta. Tästä aiheesta tuoreinta tutkimusta edustaa Timothy Kiesslingin ja Michael Harveyn (2006, 1307–1320) tutkimus, jossa he ovat tutkineet, että vaikuttaako yritysjohtajien jääminen yritykseen yrityskaupan jälkeen positiivisesti yrityksen toimintaan.

KPMG (1999, 1–21) on tehnyt melko laajan tutkimuksen kansainvälisistä yrityskaupoista, jonka aiheena on ”Vapauttaa osakkeenomistajille arvoa: avaimet menestykseen”. KPMG:n tutkimuksen tarkoitus on löytää syyt onnistuneisiin yrityskauppoihin eikä niinkään tutkia yrityskaupoissa esiin tulleita ongelmia. Tässä tutkimuksessa otettiin laajasti kantaa erilaisiin onnistumiseen vaikuttaviin tekijöihin yrityskaupassa ja subjektiivisilla asioilla näytti tutkimuksen mukaan olevan hyvin merkittävä rooli yrityskaupan onnistumisen kannalta.

Yksi mielenkiintoinen ja merkittävä tutkimus tämän työn kannalta on myös Hema A. Krishnanin, Alex Millerin ja Villiam Q. Judgen (1997, 361–362) suorittama tutkimus erilaisten johtoryhmien vaikutuksesta yrityksen menestykseen yrityskaupan toteutumisen jälkeen. Tutkimuksessa tutkittiin myös muun muassa yritysjohtajan vaihtuvuusasteen vaikutusta yrityksen menestykseen.

2 YRITYSKAUPAN YLEISET HINTATEKIJÄT

Yrityksostoja on monenlaisia ja yrityksostojen onnistumisen kannalta yrityksostoja on luokiteltu horisontaalisiin, vertikaalisiin, konsentrisiin ja konglomeratiivisiin yrityksostoihin. Horisontaalinen ja vertikaalinen yrityksosto tapahtuu saman toimialan puitteissa, kun taas konsentrisen ja konglomeratiivinen yrityksosto koskee toisen toimialan puitteissa tehtyä yrityksostoa. (Tenhunen & Werner 2000, 13)

Horisontaalisessa yrityksostossa ostettava yritys toimii ostajan kanssa samalla toimialalla ja samassa jalostus- ja jakeluketjun vaiheessa. Vertikaalisessa yrityksostossa ostettava yritys toimii ostajan kanssa samalla toimialalla, mutta jalostus- tai jakeluketjun eri vaiheessa. Konsentrisessä yrityksostossa ostettavan yrityksen toimiala on eri kuin ostajalla, mutta ostavalla ja ostettavalla yrityksellä on joko samankaltaiset markkinat ja markkinointi- ja jakelukanavat tai samankaltainen teknologia ja tutkimus- ja kehitystoiminta. Konglomeratiivinen yrityksosto tapahtuu silloin, kun ostava yritys ostaa kokonaan uusiin markkinoihin ja tuotteisiin keskittyneen yrityksen. (Tenhunen & Werner 2000, 13)

Erilaiset yrityksostot liittyvät erilaisiin strategisiin tavoitteisiin. Esimerkiksi horisontaalisella yrityksostolla voidaan pyrkiä markkinavoiman lisäämiseen toimialaa keskittämällä, kun taas konglomeratiivisen yrityksoston tavoitteena voi olla toimintaan liittyvien tulosten vaihteluiden tasoittaminen ja riskien vähentäminen, kun ostava yritys hankkii useamman jalan, jolla seistä. Yrityksostojen onnistumista tutkittaessa on selvinnyt, että horisontaaliset yrityksostot onnistuvat yleensä parhaiten ja konglomeratiiviset huonoimmin. Nämä tulokset antavat aiheutta päätellä, että mitä tutumpia ostettavan yrityksen markkinat ja tuotteet sekä yrityksen kauppatapa ovat ostajalle, sitä varmemmin yrityksosto onnistuu. (Tenhunen & Werner 2000, 13)

2.1. Yrityskaupan synergia ja kauppahinta

Yrityskauppaan liittyy synergia potentiaalinen mahdollisuus, jossa ostavan ja ostettavan yrityksen toiminnan tulos voi olla parempi yrityskaupan jälkeen yritysten yhdistyessä kuin sitä ennen yritysten toimiessa erillään. Synergiaa syntyy silloin, kun ostokohteen toiminta ja resurssit sopivat mahdollisimman hyvin ostajayritykseen. Negatiivinen synergia on myös mahdollinen esimerkiksi silloin, kun investointitarpeet lisääntyvät toimintojen yhdistämisessä. (Ten-

hunen & Werner 2000, 14; Virtanen 1979, 91) Synergian merkitys voi olla yrityskaupan onnistumisen kannalta hyvin merkittävä ja KPMG:n (1999, 2–3) tutkimuksessa on todettu, että suurin merkitys yrityskaupan onnistumiselle on synergian arviointi ja tutkimuksen mukaan yrityskauppa onnistui 28 prosenttia todennäköisemmin keskiarvoa paremmin, mikäli synergiaetua tutkittiin huolellisesti ennen yrityskauppaa

Tenhunen ja Werner (2000, 14–15) tuovat esiin tyypillisiä käytännön synergialähteitä:

- yrityskaupasta syntyvät suuremman markkinaosuuden hyväksikäyttö yrityksen hinnoittelussa
- yrityskaupasta syntyvän suuremman volyymin hyväksikäyttö esim. raaka-aineiden tai muiden tuotteiden ja palvelujen ostoissa
- tuotannon tehostuminen yrityksen valmistustoiminnan rationalisoinnin kautta (keskitetty valmistus eri tuotantolaitoksissa)
- kustannusten karsiminen kaksinkertaisista toiminnoista
- vertikaalisessa yritysostossa kolmannen yrityksen tipauttaminen pois toimittajajoukosta
- kehitysaskel toisessa yhteen liittyvistä yrityksessä sekä tutkimuksen ja kehityksen että kaupallisten yhteistyökumppaneiden, tavaramerkkien, patenttien tms. vastaavien aineettomien seikkojen osalta
- rahoitukseen, yrityslakipalveluihin, taloudelliseen ohjaukseen ja raportointiin, tietojenkäsittelytekniikkaan tai muihin yrityksen toimintaa tukeviin aktiviteetteihin liittyvät kehitys- ja säästömahdollisuudet

Synergiavaikutukset voidaan jakaa karkeasti myös reaali- ja rahaprosessiin liittyviin synergia potentiaaleihin. Reaaliprosessiin liittyvä synergia perustuu ostaja- ja myyjäyrityksen toiminnan samankaltaisuuteen, kun taas rahaprosessiin liittyvä synergia potentiaali voi perustua esimerkiksi rahoitusmahdollisuuksien paranemiseen, pääomakustannusten alenemiseen, raharesurssien tehostuneeseen hyväksikäyttöön sekä verotuksen säästöön. Synergiavaikutuksia voidaan jakaa seuraavasti: (Virtanen 1979, 96–105)

1. Reaaliprosessiin liittyvä synergia potentiaali

- markkinointi synergia
- valmistussynergia
- ostosynergia

- tutkimus- ja kehitystoiminnan synergia
2. Rahaprosessiin liittyvä synergia potentiaali
- rahoitussynergia
 - verotussynergia

Leppiniemen (2000, 203) mukaan pienissä yrityksissä olennainen synergiaa luova tekijä on omistajan ja varsinaisen yrittäjän panos. Yleensä tästä syystä yrittäjä ja muut omistavat avainhenkilöt pyritään sitomaan yritykseen myös yrityskaupan jälkeen. Sitoutumistavoitetta voidaan korostaa liittämällä kauppakirjoihin ehtoja esimerkiksi määräaikaista työskentelystä yrityksessä omistuksen siirron jälkeen ja myös kauppahinnan sitominen lähivuosien tuloksiin on mahdollista. (Leppiniemi 2000, 203)

Tenhusen & Wernerin (2000, 14–15) mukaan synergia vaikutusten analysointi käy parhaiten toimintasuunnitelman laatimisen kautta. Kun yritysoston strategiset syyt ovat selvillä, on synergia vaikutusten analysointi helpompaa toimintasuunnitelman pohjautuessa suoraan strategiaan lähtökohtiin. Erityisesti tarkempaa toimintasuunnitelmaa tarvitaan, kun ostettavan yrityksen toimiala tai toimintatapa on kaukana ostajan liiketoiminnasta. Tällöin yritysoston aikaansaama synergia liittyy yleensä yksinomaan rahaprosessin synergiaan.

Yrityskaupan kannattavuus on riippuvainen hyvin monesta tekijästä. Tenhusen & Wernerin (2000, 18) mukaan yritysoston suhteellinen edullisuus riippuu kuitenkin vain kahdesta tekijästä: synergia potentiaalista ja kauppahinnasta. Selvää on, että yritysoston kannattavuus riippuu kaikissa tilanteissa kauppahinnasta, joka yrityksestä maksetaan. Mikäli kauppahinta vastaa yrityksen resurssien liikeloudellista arvoa, on yritysosto kannattava silloin, kun saavutetaan merkittäviä synergia vaikutuksia. Ilman synergia vaikutuksia yritysosto kannattaa vain silloin, kun kauppahinta on liikeloudellista arvoa alhaisempi. Kuvio 3 havainnollistaa näiden kahden muuttujan vaikutusta yritysoston kannattavuuteen. (Tenhusen & Werner 2000, 18–19)

KUVIO 3 Yritystoston kannattavuus ostajalle. (Tenhunen & Werner 2000, 19)

Kauppahinta vs. liiketaloudellinen arvo

	alapuolella	tasalla	yläpuolella
Synergiavaikutuksia ei juuri ole	Osto mahdollinen	Osto ei kannata	Osto ei kannata
Synergiavaikutuksia on runsaasti	Osto on kannattava	Osto on kannattava	Osto mahdollinen

Ostavan yrityksen on tärkeää selvittää yritystoston synergiapotentiaali, koska parhaimmat yrityskaupat syntyvät synergiapotentiaalin ollessa maksimaalinen. Synergiapotentiaalin arvioimisen kriteerit saadaan ostettavan yrityksen ominaisuuksista. Synergiapotentiaalin selvittäminen voidaan suorittaa vahvuus-heikkousanalyysillä, joka saadaan vertailemalla yritysprofiiileja esimerkiksi seuraavasti: (Tenhunen & Werner 2000, 19)

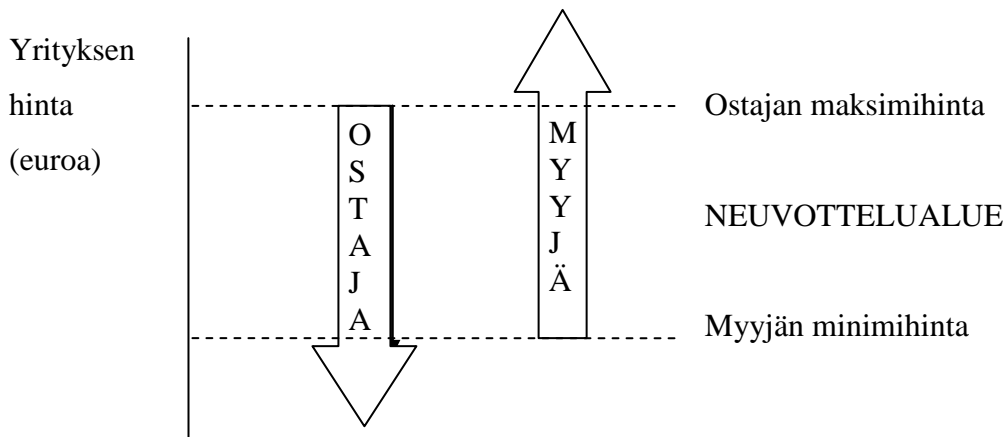
1. Tehdään oman yrityksen vahvuus-heikkousanalyysi. Ostavan yrityksen vahvuudet ja heikkoudet käydään läpi toiminnoittain ja sen tuloksena saadaan ostavan yrityksen yritysprofiiili.
2. Muodostetaan peilikuvana kohdan 1 hyvän ostokohteen ominaisuuksia kuvaava ideaaliprofiili
3. Muodostetaan kullekin potentiaaliselle ostokohteelle oma yritysprofiiili käytävissä olevan tiedon perusteella.
4. Tehdään rankinglista vertaamalla ostokohteen yritysprofiiileja ideaaliprofiiliin

Synergiapotentiaalin olemassaolo ei kuitenkaan takaa välttämättä synergiavaikutusten toteutumista. Synergiapotentiaalin realisoituminen yrityskaupan seurauksena riippuu siitä, miten ostokohteen yhdistäminen ostajayritykseen tapahtuu sekä millaiset ovat uuden omistajan aikaiset sopeuttamistoimenpiteet. Yritysten integroituminen uudeksi taloudelliseksi kokonai-

suudeksi ei tapahdu automaattisesti, vaan onnistunut integrointi edellyttää liikkeenjohdon suunnitelmallisia toimenpiteitä. (Virtanen 1979, 106)

Synergiavaikutusten lisäksi yritystoston kannattavuuteen vaikuttaa tietenkin kauppahinta (Tenhunen & Werner 2000, 18). Kauppahinta määräytyy luonnollisesti ostajan ja myyjän välisissä neuvotteluissa. Kauppaneuvottelut onnistuvat silloin, kun ostajalle kannattava enimmäishinta on myyjälle kannattavaa vähimmäishintaa suurempi. Näin muodostuvaa neuvottelualuetta havainnollistetaan kuviossa 4, johon viitataan useissa yrityskaupan tutkimuksissa. (Leppiniemi 2000, 205)

KUVIO 4 Yrityskaupan neuvottelualue. (Leppiniemi 2000: 205)



Neuvotteluissa ostaja ja myyjä eivät yleensä paljasta minimi- ja maksimihintojaan, vaan osapuolet pyrkivät neuvottelun aikana kartoittamaan neuvottelualan rajat. Lopputuloksen ratkaisevat näin osapuolten neuvotteluasema ja -taidot. Neuvottelualan välille sijoittuvat kauppahinnat ovat periaatteessa kaikki oikeita hintoja, koska kauppahinta määräytyy osapuolten odotusten mukaisesti. (Leppiniemi 1999, 36)

2.2 Arvonmääritysprosessi

Yrityksen arvonmäärityksen tarkoituksena on määrittää yrityksen arvo taloudellisen tilan perusteella. Taloudellista tilaa arvioitaessa otetaan huomioon yrityksen toteutunut tulos ja tase asema sekä ennen kaikkea tulevaisuuden odotuksen yrityksen menestymisestä. Luotettava arvonmääritys perustuu perusteelliseen yritysanalyysiin ja teoreettisesti kestäviin arvonmääri-

tysmenetelmiin ja -malleihin. Yrityksen arvoa ei voida kuitenkaan yksiselitteisesti laskea, vaan arvonmääritys perustuu aina enemmän tai vähemmän subjektiiviseen arvioon. Yrityskauppatilanteessa myyjä ja ostaja pyrkivät arvioimaan kaupan kohteena olevan yrityksen arvon ja neuvottelemaan molempia osapuolia riittävästi tyydyttävän ratkaisun. (Majamaa 2011)

2.2.1 Arvonmääritysprosessin vaiheet

Yrityksen arvonmääritysprosessi on monimuotoinen ja monimutkainen prosessi, ja se tulee käydä huolella läpi yrityskaupan onnistumisen takaamiseksi. Kallunki & Niemelä (2004, 23) jakavat arvonmääritysprosessin kolmeen eri vaiheeseen:

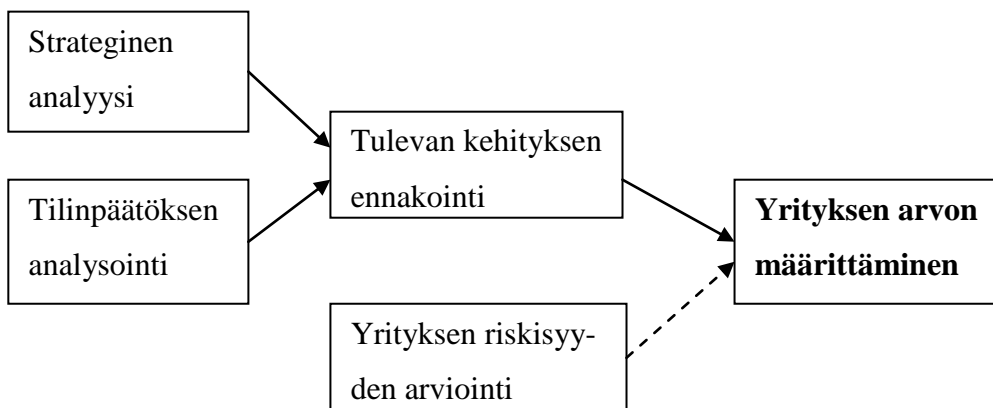
- strateginen analyysi
- tilinpäätöksen analysointi ja
- tulevan kehityksen ennakointi

Strategisen analyysin tavoitteena on tunnistaa tekijöitä, jotka vaikuttavat yrityksen taloudelliseen menestymiseen. Tällaisia voivat olla muun muassa markkinoiden ja tuotealueiden koko ja arvioitu kasvu, yrityksen asema markkinoilla sekä yritysjohton valinnat. Strateginen analyysi voidaan jakaa sisäiseen ja ulkoiseen analyysiin. Sisäisen analyysin avulla pyritään selvittämään esimerkiksi yrityksen tuotteisiin, niiden hinnoitteluun, tuotantoprosessiin, osaamiseen ja henkilöstöön liittyvät tekijät, jotka voivat vaikuttaa yrityksen taloudelliseen menestymiseen ja myös yrityksen arvoon. Ulkoinen analyysi tarkastelee puolestaan kilpailijoiden, toimialan, yleisen taloudellisen ja teknologisen kehityksen sekä muiden yrityksen ulkopuolisten tekijöiden vaikutusta yrityksen menestymiseen ja sen arvoon. (Kallunki & Niemelä 2004, 24–25)

Tilinpäätöksen analysoinnissa arvioidaan ostettavan yrityksen asemaa kannattavuuden, rahoituksen ja varallisuuden näkökulmasta. Yrityksillä on mahdollisuus vaikuttaa tilinpäätöksensä sisältöön harkinnanvaraisilla kirjauksilla, joten tilinpäätös tulee tarvittaessa oikaista vastaamaan yrityksen todellista taloudellista tilaa. Julkisesti listattujen yhtiöiden tilinpäätökset ovat yleensä vertailukelpoisia sellaisenaan, mutta listaamattomilla yrityksillä kirjanpidon käytännöt voivat vaikuttaa merkittävästi tilinpäätösten erilaisuuksiin, ja siten tarve tilinpäätöksen oikaisuille on ilmeinen. (Kallunki & Niemelä 2004, 30)

Tulevan kehityksen ennakointi tapahtuu sekä strategisen analyysin että yrityksen tilinpäätöksen analyysin pohjalta. Koska arvonmäärityksen keskeisenä lähtökohtana on yleensä yrityksen taloudellinen menestyminen, on tulevaisuuden arvioinnilla keskeinen rooli arvonmäärityksessä. Tulevaisuuden ennakointi voi perustua yrityksen omiin arvioihin ja ennusteisiin, jotka perustuvat yritystä koskeviin yksityiskohtiin. Usein kuitenkin joudutaan arvioimaan tulevaa kehitystä yrityksen ulkopuolisen tiedon varassa. Tällaista ulkopuolista tietoa voi kerätä muun muassa vuosikertomusten muusta informaatiosta, julkaistuista toimiala-analyyseista, kansantalouden tilaa koskevista ennusteista sekä muista mahdollisista lähteistä. Nämä arvon määrittämisen päävaiheet havainnollistetaan kuviossa 5. (Kallunki & Niemelä 2004, 24, 31)

KUVIO 5 Yrityksen arvon määrittämisen päävaiheet. (Kallunki & Niemelä, 2004, 24)



Leppiniemen (2000, 206) mukaan yrityksen arvosta puhuttaessa voidaan usein käyttää kolmea apukäsitettä: markkinahinta, substanssiarvo ja tuottoarvo. Yrityksen ollessa osakeyhtiö ja kun sen osakkeilla käydään kauppaa arvopaperipörssissä, yrityksen arvo voidaan pyrkiä johtamaan osakkeiden markkinahinnan avulla. Markkinoilla myytävät osakkeet edustavat yleensä finanssisijoitusta eli kyse on ajatuksesta, että yrityksen toiminta jatkuu entiseen tapaan. Yrityksostoissa on yleensä kuitenkin kysymys siitä, että ostava yritys arvelee kahden yrityksen resurssien yhdistämisen synnyttävän uudenlaisia toiminnallisia mahdollisuuksia sekä arvonnousua. Markkinahinnan määrittely ei pk-yrityksissä yleensä ole mahdollista, koska osakeyhtiömuotoiset pk-yritykset ovat yleensä yksityisiä eivätkä ole näin mukana arvopaperipörssissä. (Leppiniemi 2000, 206)

2.2.2 Substanssiarvo

Yrityksen substanssiarvo kertoo yritykseen sidottujen tuotannontekijöiden nettoarvon eli sillä tarkoitetaan yrityksen varojen ja velkojen välistä erotusta. Substanssiarvo on rahamäärä, joka jäisi jäljelle, jos yrityksen toiminta lopetettaisiin, tuotannontekijät myytäisiin erillisesti ja velat maksettaisiin pois. (Leppiniemi 2000, 206) Substanssiarvo on yleensä yrityksen minimihinta, joka tulisi ainakin saada yritystä myytäessä (Yrittäjät 2010a).

Substanssiarvon laskeminen tapahtuu arvostamalla markkinahintaisesti kaikki taseen aktiivaerät sekä passiivaeristä vieras pääoma. Substanssiarvo muodostuu yrityksen oman pääoman markkina-arvosta siten, että vähennetään taseen markkina-arvoisesta loppusummasta yrityksen vieraan pääoman ja varausten ja velkaosuuden markkina-arvo. Kuvio 6 havainnollistaa markkina-arvoisen taseen muodostumista. (Tenhunen & Werner 2000, 21)

KUVIO 6 Yrityksen markkina-arvoinen tase substanssiarvon määrittämisen perusteena. (Tenhunen & Werner 2000, 21)

AKTIIVAT	PASSIIVAT
(Omaisuserät)	(Rahoituserät)
Rahoitusomaisuus	Vieraspääoma
Vaihto-omaisuus	Varauksiin liittyvät velat ja vastuut
Käyttöomaisuus	Substanssiarvo (saadaan erotuksena)
	=
	Oma pääoma + loppuosa varauksista
_____	_____
Taseen loppusumma	= Taseen loppusumma
markkina-arvoon	markkina-arvoon

Yrityksen kirjanpidolliset taseen arvot eivät välttämättä ole markkina-arvon mukaisia, joten kaikki taseen aktiiva- ja passiivaerät, jotka vaikuttavat substanssiarvoon, tulee arvostaa arvioituun markkina-arvoon. Tenhunen & Werner (2000, 22) tuovat esiin muutamia erittäin merkittäviä seikkoja omaisuus- ja pääomalajien arvostamisesta:

- a. Kuinka suuri osuus rahoitusomaisuudesta on likvidiä ja paljonko on erias-
teisina saatavina sekä luotettavuus?
- b. Kuinka suuri osa vaihto-omaisuudesta on kiertävää tavaraa ja kuinka pal-
jon on seisovaa tavaraa? Onko osa epäkuranttia?
- c. Kuinka suuri osuus veloista on lyhytaikaista ja vastaavasti pitkäaikaisten
velkojen osuus?

Taseen ulkopuolisista eristä kannattaa huomioida myös erilaiset takaukset, sopimukset ja oi-
keudenkäyntimenettelyt. Näiden kaltaiset asiat voivat joissakin tapauksissa aiheuttaa yrityk-
selle selviä kulu- tai tuottovaikutuksia. (Tenhunen & Werner 2000, 22)

2.2.3 Tuottoarvo

Tuottoarvo perustuu siihen, kuinka paljon yritys tulee lähivuosina tuottamaan yrityskaupan
jälkeisenä aikana. Tuottoarvon laskemiseen tarvitaan siis realistinen tulosenuste, jossa tule-
vat tuotot lasketaan yhteen esimerkiksi viideltä seuraavalta vuodelta ja näin saatu summa on
yrityksen arvo tuottoarvolla mitattuna. Tuottoarvot pohjautuvat menneiden vuosien ja erityi-
sesti uusimpiin virallisiin tuloslaskelmiin. Jotta tuloslaskelmista saadaan mahdollisimman
oikea tulos tulevien vuosien tulosenusteita varten, laskelmaan täytyy tehdä korjauksia eli
oikaisuja. Viralliset tuloslaskelmat on tehty verotusta varten, eivätkä ne anna aina oikeaa ku-
vaa yrityksen rahantekokyvystä, vaan oikaisut voivat joko parantaa tai huonontaa virallista
tulosta. Tuloslaskelmissa painotetaan tavallisesti oikaistua käyttökatetta yrityksen arvoa mää-
ritettäessä, jolloin ei huomioida poistoja laskelmassa. (Yrittäjät 2010a)

Yrityksen tuottoarvo kuvaa yrityksen vastaisten nettotulojen pääoma-arvoa. Tuottoarvon mää-
rittelemiseen tarvitaan

- vastaisten nettotulojen määrittämistä,
- diskonttauskoron määrittämistä ja
- yrityksen substanssiarvoa koskevaa ennustetta. (Tenhunen & Werner 2000, 24)

Käytännössä tulevaisuudessa saatavia nettotuloja ei voida määrittellä tarkasti, joten ne on arvi-
oitava. Kun yrityksen oletetaan lopullisesti tai jatkossa toimivan pysyvästi uuden omistajan

hallussa, ei yrityksen substanssiarvoa koskevaa ennustetta tarvitse välttämättä tehdä, vaan keskeistä on silloin vastaiset vuotuiset nettotuotot. (Tenhunen & Werner 2000, 24–25)

Yrittäjien - Internet sivujen (2010) mukaan yritys, joka arvostetaan laskemalla kahden seuraavan vuoden arvioidut nettotuotot yhteen, on halpa. Kalliina yritysostoa pidetään taas silloin, kun arvioidut nettotulot lasketaan yrityksen arvoksi kuudelta seuraavalta vuodelta. Edellä mainitut yrityksen arvostusperiaatteet on johdettu pitkälti yrityskauppojen rahoittajien toimesta. Ilman rahoittajia yrityskauppoja syntyisi huomattavasti vähemmän, joten rahoittajien vaatimukset yrityskauppojen rahoituksesta liikkuvat yleensä 2–6 vuoden sisällä, jolloin puhutaan yrityskaupan takaisinmaksuajasta. Valtaosa yrityskaupoista tehdään 2–4 vuoden takaisinmaksuajoilla ja huomattavasti pienempi joukko 5–6 vuoden takaisinmaksuajoilla. (Yrittäjät 2010a)

Toimivan yrityksen hinnoittelun ja arvonmäärittelyn lähtökohtana on yleensä tuottoarvo, mutta lähes poikkeuksetta yrityskauppatilanteessa selvitetään myös substanssiarvo. Substanssiarvoa pidetään yleensä kauppahinnan alarajana. Yrityksen substanssi- ja tuottoarvoa voidaan käyttää hyväksi myös yrityksen liikearvon eli goodwillin arvostamisessa. Yrityksen liikearvo kertoo sen, millainen tuotto-odotus ostettavaan yritykseen kohdistuu. Tämä goodwill -arvo muodostuu tuottoarvon ja substanssiarvon välisestä positiivisesta erotuksesta. Mikäli substanssiarvo on suurempi kuin tuottoarvo, erotusta kutsutaan badwill -arvoksi. Goodwill -arvo kertoo siis sen edun, joka on aikaansaatu organisoimalla yksittäiset tuotannon tekijät yrityksen muotoon ja harjoittamalla jatkuvaa toimintaa. Badwill -arvo vastaavasti merkitsee menetystä, joka aiheutuu yrityksen toiminnan jatkamisesta verrattuna siihen, että toiminta lopetettaisiin. (Leppiniemi 2000, 207; Pasonen, Hiltunen & Turunen 2000, 61–62)

Goodwillia eli liikearvoa on olemassa vain, mikäli ostaja näkee yrityksellä olevan edellytyksiä tuottaa tulevaisuudessa enemmän kuin mitä yrityksen omaisuuden välittömästi realisoinnista velkojen maksun jälkeen jäisi jäljelle. Liikearvoon sisältyy siis kaikki yrityksellä oleva ei-materiaalinen omaisuus, joita ei ole taseeseen merkitty. Tällaisia ovat muun muassa asiakassuhteet, markkina-asema, maine, imago, sisäiset toimintatavat, tuote-designit ja henkilöstön osaaminen. (Pasonen ym. 2000, 62)

2.2.4 Arvonmäärittäsmallit ja -menetelmät

Arvonmäärittäsmallit ja -menetelmät perustuvat yleensä yrityksen tuottoarvoon ja näissä malleissa huomioidaan aina rahan aika-arvo, eli oman pääoman arvo on eri ajanhetkinä saatavien rahamäärien nykyarvo. Yleisimmin käytetyt arvonmäärittäsmallit ovat siis luonteeltaan nykyarvomalleja ja käytettyjä tuottoarvon arvonmäärittäsmalleja ovat muun muassa: (Kallunki & Niemelä 2004, 102–124; Leppiniemi 1999, 26–27)

- Osinkoperusteinen malli
- Vapaan kassavirran malli
- Lisäarvomalli

Osinkoperusteinen malli on perinteinen oman pääoman arvonmäärittäsmalli. Se on myös lähtökohtana kehittyneimpiin malleihin, kuten vapaan kassavirran malliin ja lisäarvomalliin. Osinkoperusteisen mallin mukaan osakkeen arvo P_0 on yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen D nykyarvo yhtälön 1 mukaan. (Kallunki & Niemelä 2004, 103)

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

Osinkoperusteisen mallin perusajatus on, että koska oman pääoman sijoituksella ei ole määräaikaa, osakkeen arvo muodostuu päättymättömästä osinkovirrasta. Tulevien vuosien osinkojen nykyarvoon diskonttaamisessa käytetty korkokanta r on oman pääoman sijoittajien tuottovaatimus. Osinkoperusteisen arvonmäärittäsmallin käytännön soveltamiseen liittyy monia vaikeuksia. Ensimmäinen vaikeus on tulevien vuosien osinkojen luotettava arviointi ja toiseksi osinkojen pienet ennustevirheet vaikuttavat suuresti mallin antamiin tuloksiin yrityksen arvosta. On myös mahdollista, että osinkoja ei makseta ollenkaan tietyllä aikavälillä. (Kallunki & Niemelä 2004, 103; Kallunki, Martikainen & Niemelä 1999, 82–83)

Vapaan kassavirran malli on osinkoperusteista mallia kehittyneempi tapa arvioida ostettavan yrityksen arvoa. Vapaalla kassavirralla tarkoitetaan kassavirtaa, joka jää sijoittajalle tai yrityksen ostajalle sen jälkeen, kun verojen jälkeisestä liikevoitosta on vähennetty nettoinvestoinnit käyttöomaisuuteen ja nettokäyttöpääoman muutos (Majamaa 2011). Kassavirtamallin vahvuutena pidetään erityisesti sitä, että tilinpäätöksen harkinnanvaraisuudet eivät vaikuta kassavirtoihin. Kassavirtamallissa seurataan ainoastaan rahan liikettä, jolloin esimerkiksi

poistojen sijasta vapaan kassavirran ennusteessa käytetään todellisia investointimenoja. Kassavirtamallissa joudutaan arvioimaan tulevaisuuden kehitystä tarkemmin kuin osinkoperusteisessa mallissa ja yritysjohton näkökulmasta huomio kiinnitetään lyhyen aikavälin tuloskehityksestä pitkän tähtäimen tuloskehitykseen. Kassavirtaperusteisen mallin mukaan yrityksen arvo muodostuu yrityksen tulevien vuosien diskontattujen kassavirtojen nykyarvosta. (Kallunki ym. 1999, 86–87) Vapaan kassavirran mallin erilaiset muunnokset ovat suosituimpia arvonmääritysmalleja yrityskauppojen arvonmääritysmalleja käytettäessä (Majamaa 2011).

Vapaan kassavirran laskenta voidaan toteuttaa kuvion 7 mukaisesti: (Kallunki ym. 1999, 89)

KUVIO 7 Vapaan kassavirran laskelma. (Kallunki ym. 1999, 89)

	Liikevoitto
+	osuus osakkuusyhtiöistä
–	operatiiviset verot
–	rahoituskulujen verovaikutus
+	rahoitustuottojen verovaikutus
=	Operatiivinen kassavirta
+	poistot
=	Bruttokassavirta
–	muutos nettokäyttöpääomassa
–	bruttoinvestoinnit
=	Vapaa operatiivinen kassavirta
+/-	muut erät (verojen jälkeen)
=	Vapaa kassavirta

Lisäarvomalliin liittyvän käsitteen, taloudellinen lisäarvo (Economic Value Added, EVA), on lanseerannut 1980–1990 –lukujen vaihteessa amerikkalainen yritys Stern, Steward & Co. Lisäarvomallin kehittämisen taustana oli tarve kehitellä mittari, joka mittaisi yrityksen arvon kasvamista huomioiden myös yrityksen sitoman pääoman. Kassavirtaperusteisen mallin ongelma on, että se ei huomioi sitoutunutta pääomaa arvonmäärityksessä. Eri yritykset voivat tuottaa saman kassavirran, mutta sitoutuneessa pääomassa saattaa olla huomattavia eroja. Lisäarvomallin mukaan yrityksen arvo kasvaa vain siinä tilanteessa, jossa yritykseen sitoutu-

neen pääoman tuotto on pääomakustannusta suurempi. (Paavola, Torppa & Lumijärvi 1997, 18–20)

Lisäarvomallin keskeinen käsite on taloudellinen lisäarvo, joka voidaan laskea kuvion 8 mukaisesti: (Paavola ym. 1997, 37)

KUVIO 8 Taloudellisen lisäarvon laskeminen. (Paavola ym. 1997, 37)

Liikevaihto
– liiketoiminnan kulut
= Liikevoitto
– Liikevoittoa vastaavat verot
= Oikaistu liikevoitto (A)
Pääoma x pääoman kustannus
= Pääomaveloititus (B)
Taloudellinen lisäarvo = A – B

Yrityksen tuotoista eli liikevaihdosta vähennetään liiketoiminnan kulut ja verot sekä liiketoimintaan sitoutuneen pääoman kustannus. Lopputuloksena saadaan selville, kykeneekö yritys tuottamaan taloudellista lisäarvoa eli onko kyetty ylittämään omistajien odotukset. (Paavola ym.1997, 37–38)

Taloudellinen lisäarvo eli EVA on kehitelty pääasiassa julkisen yrityksen tarpeita varten ja liiketaloustieteen kirjallisuudessa EVA:n käyttöä tarkastellaan lähinnä sijoittajan näkökulmasta. Lisäarvomallia voidaan silti soveltaa hyvin myös yksityisissä yrityksissä ja EVA-mallia käytetään myös organisaatioiden sisällä resurssien kohdentamiseksi tehokkaasti. (Paavola ym. 1997, 32)

Lisäarvomallilla katsotaan olevan tärkeitä etuja muihin perinteisempiin arvonmäärittämissä verrattuna. Suuri osa yrityksen kokonaisarvosta muodostuu tilinpäätöstiedoista saatavan kirjanpidollisen arvon perusteella. Tällöin tulevien lisävoittojen ennustevirheet ovat pienem-

piä verrattuna osinkoperusteiseen ja vapaaseen kassavirtaan perustuviin arvonmääritysmalleihin, joiden mukaan yrityksen arvo perustuu ainoastaan laadittuihin ennusteisiin. Lisäarvomallin toinen etu on sen laskentatavan yleisyys, koska sekä yrityksen sisällä että ulkopuolella tehdään laskelmia yrityksen tulevista voitoista jo luonnostaan, kun taas osinko- ja kassavirtaennusteita tehdään yleensä vähemmän. (Kallunki ym. 1999, 97)

Lisäarvomalliin liittyy joitakin ongelmia, koska joissakin tilanteissa taloudellinen lisäarvo voi johtaa virheellisiin päätelmiin yrityksen tehokkuudesta. Tämä voi johtua muun muassa yrityksen poikkeavasta pääomarakenteesta. Pääoman tuottovaatimus (pääomakustannus) on alhainen yrityksillä, joilla on suhteessa paljon vierasta pääomaa. Tällaisessa tilanteessa velkaisen yhtiön tuottama lisäarvo näyttää liian korkealta vertailtaessa sitä vakavaraisempiin yrityksiin. (Lilius 2000, 38)

Arvonmääritysmalleihin liittyen on tehty tutkimuksia lähinnä vertailemalla pörssiyhtiöiden markkina-arvoja arvonmääritysmalleilla laskettuihin arvoihin. Francis, Olsson & Oswald (2000, 45–70) vertailivat tutkimuksessaan osinkoperusteisella mallilla, vapaan kassavirran mallilla ja lisäarvomallilla saatuja tuloksia amerikkalaisten pörssiyhtiöiden markkina-arvoon vuosina 1989–1993. Näiden viiden vuoden aikana analysoitiin noin 600 yritystä, mistä muodostui yhteensä noin 3000 toimintavuotta. Tutkimus osoittaa, että arvonmääritysmalleilla ei päästä samoihin arvoihin markkina-arvojen kanssa. Vaikka arvonmääritysmallien pitäisi antaa teoriassa sama lopputulos muuttujien ollessa samanlaisia, lisäarvomalli ennusti tutkimuksen mukaan osakkeiden arvoa muita malleja selvästi tarkemmin. Tutkimuksen mukaan mediaani-poikkeama lisäarvomallilla oli 30 prosenttia, vapaan kassavirran mallilla 41 prosenttia ja osinkoperusteisella mallilla jopa 69 prosenttia. Lisäksi lisäarvomallin mukaiset ennusteet selittävät nykyisestä hinnan vaihtelusta peräti 71 prosenttia, vapaan kassavirtamallin jäädessä 51 prosenttiin ja osinkoperusteisen mallin jäädessä 35 prosenttiin. (Francis ym. 2000, 45–70)

Francis ym. (2000, 46–47) tulosten perusteella lisäarvomalli on siis huomattavasti tarkempi vapaan kassavirran mallia ja erityisesti tarkempi osinkoperusteiseen malliin verrattuna. Tämän väitteen he perustavat kuitenkin oletuksiin, että vääristymät kirja-arvossa kirjanpitomenettelyjen ja arvostusratkaisujen seurauksena ovat vähäisemmät kuin ennuste- ja mittausvirheistä johtuvat vääristymät tai virheet tuottovaatimuksessa ja kasvussa. Lisäarvomallin ennusteiden luotettavuutta lisää myös se, että kirjanpitoarvo selittää suuren osan yrityksen nettoar-

vosta (intrinsic value) eikä yrityksen harjoittamalla laskentapolitiikalla tai -käytännöillä ole suurta vaikutusta lisäarvomallin mukaisten ennusteiden tarkkuuteen ja luotettavuuteen. (Francis ym. 2000, 46–47)

Tuottoarvoon perustuvien arvonmäärittämissä lisäksi yrityksen arvonmäärittämissä käytetään myös niin kutsuttua *suhteellista arvonmäärittämistä* eli erilaisia *vertailumenetelmiä*. Suhteellisessa arvonmäärittämissä yrityksen arvo lasketaan suhteessa johonkin sen taloudellista tilaa kuvaavaan muuttajaan. Tämän tuloksena saadaan tunnusluku tai kerroin, jota voidaan verrata esimerkiksi koko toimialan tai samalla toimialalla toimivan yrityksen vastaavaan lukuun. Vertailemalla ostettavan yrityksen tunnusluvun arvoa esimerkiksi toimialan mediaaniarvoon, voidaan arvioida onko kohdeyritys markkinoilla ali- vai yliarvostettu. Tällaisia toimialan mediaaniarvoja lasketaan listattujen yhtiöiden markkina-arvoista. (Majamaa 2011) Tyypillisiä vertailumenetelmiin sopivia tunnuslukuja ja muuttujia ovat yrityksen arvo suhteessa

- yrityksen tulokseen (P/E-luku),
- vapaaseen kassavirtaan,
- käyttökatteeseen,
- liikevoittoon,
- taseesta laskettuun varallisuuden nettoarvoon (substanssiarvo),
- liikevaihtoon ja
- henkilöstön määrään. (Pasonen ym. 2000, 67)

Yrityskauppatilanteessa merkittäviä vertailutunnuslukuja saa tiedossa olevista toteutuneista yrityskaupoista ja erityisesti arvostuskertoimet listaamattomien yritysten kaupoista ovat arvokasta tietoa arvonmäärittäjälle (Majamaa 2011). Mikäli arvonmäärittämissä käytetään julkisesti noteerattujen yhtiöiden tunnuslukuja, tulee ottaa huomioon se, että listaamattomien yritysten arvot eivät yritysten pienestä koosta ja osakkeiden epälikvidiydestä johtuen yllä aivan samalle tasalle. Käytännössä pörssin ulkopuolisten yritysten arvot jäävät noin kolmanneksen alemmiksi kuin saman alan julkisilla pörssiyrityksillä. (Pasonen ym. 2000, 68) Vertailukelpoisuuden kannalta on lisäksi tärkeää, että yrityskaupat ovat tapahtuneet makrotaloudellisesti samankaltaisessa markkinatilanteessa. Tämän vuoksi käytetyn informaation tulee olla tuoretta ja mielellään myös samalta maantieteelliseltä alueelta. (Majamaa 2011)

Suhteellinen arvonmääritys on yksi suosituimmista arvonmääritysmenetelmistä, mikä johtuu tunnuslukujen helppokäyttöisyydestä. Yrityskauppatilanteessa on tärkeää käyttää myös tuottoarvoon perustuvia laskelmia, kuten vapaan kassavirran mallia tai lisäarvomallia, luotettavamman ja syvällisemmän tiedon hankkimiseksi kohdeyrityksestä. (Majamaa 2011)

2.3 Due Diligence – prosessi

Onnistuneen yrityskaupan edellytyksenä on, että kaupan kohteeseen tutustutaan tarkasti ja huolellisesti. Huolellisesta ennakkotarkastuksesta käytetään yrityskauppatilanteessa nimitystä ”due diligence”, mikä vapaasti käännettynä tarkoittaa ”asianmukaista huolellisuutta”. Due diligence -tutkimus tavoittelee juurikin tätä asiaankuuluvaa huolellisuutta. Yrityskauppojen käytäntö on johtanut siihen, että due diligence -tutkimuksen avulla ostaja tutkii hyvinkin tarkasti ostettavan yrityksen liiketoiminnan, kirjanpidon ja tilinpäätöksen sekä oikeudellisen tilan. Tutkimuksen tarkoituksena on pääsääntöisesti tarkastaa, vastaako kohdeyrityksen liiketoiminta siihen liittyvine riskeineen ja mahdollisuuksineen ostajan käsitystä kaupan kohteesta. (Blomqvist, Blummé, Lumme, Pitkänen & Simonen 2001, 9)

Myyjän puolelta due diligence -tutkimuksen sisältö ja laajuus merkitsee sitoutumista oikeiden ja riittävien tietojen antamiseen. Lisäksi myyjän tulisi saada ostajasta riittävä kuva sen taloudellisesta ja muusta asemasta varmistaakseen ostajan täyttävän kaupalle asetetut velvoitteet. (Immonen & Lindgren 2006, 38.)

Due diligence -tutkimuksessa keskitytään taseen ulkopuolisten asioiden ja vastuiden kartoittamiseen. Tutkimuksessa on keskeistä kohdeyrityksen laatimien sopimusten analysointi sekä yrityskauppaan liittyvien riskien kartoittaminen ja riskien taloudellisten vaikutusten hahmottaminen. Tutkimusta käyttää ostajan lisäksi hyödykseen myös yrityskaupan rahoittaja. Due diligence -tutkimuksen selvittävät asiat voidaan jakaa seuraavasti: (Blomqvist ym. 2001, 18–19)

1. Asiat, jotka voivat kaataa koko kaupan (deal breakers).
2. Asianhaarat, jotka vaikuttavat hintaan (pricing issues).
3. Asiat, jotka vaikuttavat kaupan rakenteeseen (structuring issue).
4. Asiat, jotka vaikuttavat itse kauppakirjoihin (acquisition agreement issues).

5. Asiat, jotka on syytä huomioida yrityskaupan toteuttamisen jälkeen (post-closing issues).

Yrityskauppaprosessit voivat olla moninaisia. Blomqvist ym. (2001, 10) jakavat prosessit kahteen eri pääryhmään. Tyypillisempi ryhmä muodostuu prosesseista, joissa on alusta lähtien yksi ostajaehdokka neuvotteluosapuolena (one-on-one sales). Toisen ryhmät muodostavat prosessit, joissa on monia ostajaehdokkaita ja myyjä pyrkii kilpailuttamaan heitä huutokauppaprosessissa (structured sales).

Yleensä due diligence -prosessissa myyjä ja ostajaehdokka laativat ja allekirjoittavat ennen neuvotteluita salassapitosopimuksen, jossa osapuolet sitoutuvat pitämään salassa prosessin aikana esiin nousevat asiat. Yleensä solmitaan myös aiesopimus, jossa todetaan ostajan ja myyjän neuvottelevan tietystä yrityskaupasta ja ettei sopimus sido kumpaakaan osapuolta kaupan toteuttamiseen. Tässä vaiheessa ostaja ei halua sitoutua kauppaan, koska se ei tiedä kohdeyrityksestä riittävästi. Myyjäpuoli ei puolestaan halua kertoa yrityksestään kaikkea, koska ostaja ei ole vielä sitoutunut kauppaan. (Blomqvist ym. 2001, 11)

Neuvottelut kauppakirjasta alkavat yleensä aiesopimuksen jälkeen. Kauppakirjan sisällöllisesti tärkeitä osa-alueita ovat kaupan kohde, hinta sekä ostajan ja myyjän väliset takuut, vakuutukset sekä mahdolliset vahingonkorvaukset. Ostajalle on usein vaikeaa saada tietoa kohdeyrityksestä, jolloin myyjä voi taata kauppasopimuksen ehdoissa joitain tiettyjä yritystä koskevia asioita. Myyjä on korvausvelvollinen ostajalle, mikäli myyjän antamat tiedot osoittautuvat virheellisiksi. Myyjän antamat vakuudet sopimusehdoissa kohdistavat ostajan mielenkiinnon ostettavan yrityksen kriittisiin alueisiin. Sopimusehdoilla pyritään lisäksi määrittämään myyjän ja ostajan välinen vastuunjako. (Blomqvist ym. 2001, 11–12)

Ostajan selonottovelvollisuus ja myyjän tiedonantovelvollisuus ovat tavallaan toistensa vastakohtia ja näiden keskinäinen suhde voi olla ongelmallinen. Kohdeyritykseen tutustuminen vaatii huolellisuutta ostajalta, jolloin ostajan selonottovelvollisuuden suorittaminen voi ristiriitatilanteissa olla tulkinnanvaraista. Tulkintatilanteissa voidaan esimerkiksi arvioida, onko henkilö tiennyt tai olisiko hänen pitänyt tietää jostain asiaan vaikuttavasta olosuhteesta tai olisiko ostajan pitänyt ottaa selvää jostain asiasta. Sanktioita selonottovelvollisuuden laimin-

lyönnistä ei ostajalle kohdistu, mutta kauppa sitoo ostajaa sellaisenaan mahdollisesta haitta-seuraamuksesta huolimatta. (Blomqvist ym. 2001, 14–17)

Myyjän tiedonantovelvollisuuden laiminlyönti voi ilmetä joko väärien tietojen antamisena tai tietojen antamatta jättämisenä. Myyjällä on yleensä lähes täydellinen tieto yrityksen liiketoiminnasta, jolloin ostajalla on yleensä oikeus olettaa myyjän antavan tietoa kaupan kohteen poikkeavasta ominaisuudesta. Myyjä pyrkii yleensä antamaan positiivisen kuvan yrityksestään, mutta myyjän mielipide ei lähtökohtaisesti aiheuta riitatilanteissa virhevastuuta. Mitä yksityiskohtaisempaa ja konkreettisempaa tietoa myyjäosapuoli antaa yrityksestään, sitä pätevämpi syy on ostajalla jättää suorittamatta kaupankohteen ennakkotarkastus. Myyjä voi kuitenkin kehottaa ostajaa tarkastamaan tietojen oikeellisuuden, jolloin myyjä voi välttää kaupakirjassa annettujen takuu- ja vakuutusvastuiden täytäntöönpanon mahdollisissa riitatilanteissa. Tietojen antamiseksi ei katsota pelkkää tietojen saatavilla oloa, vaan myyjän on myös aktiivisesti osallistuttava informaation luovuttamiseen. Informaation antamisen lisäksi myyjällä on velvollisuus korjata ostajan saamaa virheellistä tietoa tai ostajan virheellistä käsitystä jostain yksityiskohdasta. (Blomqvist ym. 2001 16–18)

Kohdeyrityksen toimintaan liittyvät olosuhteet tutkitaan tavallisesti perusteellisesti ja due diligence -tutkimukset voidaan jakaa seuraaviin osa-alueisiin (Blomqvist ym. 2001, 26):

- business due diligence
- legal due diligence
- financial due diligence
- muiden osa-alueiden due diligence

Business due diligence -tutkimuksessa on tarkoitus selvittää liiketoiminnan olosuhteet ja usein tämän vaiheen suorittavat ostajayrityksen johtohenkilöt sekä controllerit. *Legal due diligence -tutkimuksen* suorittaa yleensä riittävät resurssit omaava asianajotoimisto, joka perehtyy pääasiassa vastuuasioihin, jotka eivät ilmene tilinpäätöstiedoista. Lakimiesten ja tilintarkastajien välinen yhteistyö on tärkeää yrityskauppaprosessin aikana, jotta riskit tulisivat monipuolisesti kartoitettua. *Financial due diligence -tutkimuksessa* käydään läpi kohdeyrityksen tilinpäätöstiedot sekä laskentatoimen yleinen taso. Tähän tutkimukseen sisältyy budjetointi- ja suunnittelujärjestelmien sekä tulosenusteiden läpikäynti, ja lisäksi tähän vaiheeseen kytketään usein

verotukseen liittyvien asioiden läpikäynti. *Muiden osa-alueiden due diligence – tutkimus* riippuu kohdeyrityksen toiminnoista ja tällaisia voivat olla muun muassa kohdeyrityksen tekninen taso, henkilöstön osaaminen ja ympäristöriskit. (Blomqvist ym. 2001, 27–29)

Suomessa yrityskaupoista yli kolme neljännestä kohdistuu pk-yrityksiin, joissa kauppasummien suhteellisen pienuuden johdosta ei ole realistista tehdä yhtä kattavaa tarkistusta kuin suurten yritysten kaupoissa. Tästä syystä pk-yrityksen due diligence – prosessi on suunniteltava erityisen tarkkaan ja kohdistettava voimavarat kaupanteon kannalta kriittisiin yksityiskohtiin. Esimerkiksi tilanteessa, jossa yrityksen liikevaihto on vain muutaman asiakkaan varassa, tulisi tarkkaan selvittää omistajavaihdoksen vaikutus yhteistyösopimusten jatkuvuuteen. Pk-yrityksen toimintaa koskevan ”kuntotarkistuksen” voi vaatia muukin osapuoli kuin ostosta kiinnostunut yritys. Muun muassa pankki voi edellyttää due diligencen laatimista yrityksen kokoon nähden merkittävästä projektista, johon yritys tai pankki aikoo mahdollisesti osallistua. (Tompuri 2007, 9)

2.4 Yrityskauppa ja verotus

Tutkielmani tarkoitus ei ole selvittää, millä tavalla yrityskauppa tulisi toteuttaa juridisesti ja verotuksellisesti oikein. Verotuksella on kuitenkin vaikutusta myös yrityskaupan toteutumiseen ja myös kauppahintaan, koska eri ratkaisuilla voidaan vaikuttaa maksettavan veron määrään. Tarkastelunäkökulmana on siis verotuksen vaikutus kauppahintaan.

Osakeyhtiö myydään yrityskaupassa useimmiten *osakekauppana*, jolloin on kysymyksessä osakeyhtiön osakkeiden myynti ja myyjänä on tällöin osakas. Yrityskauppa voidaan toteuttaa myös *substanssikauppana* eli *liiketoiminnan myyntinä*, jolloin myydään osakeyhtiön liikeomaisuus ja tällöin myyjänä toimii itse yritys. Yrityskaupasta syntyneet verot maksaa myyjä. Osakekaupassa verotettavaksi tuloksi lasketaan osakkaan luovutusvoitto ja substanssikaupassa kauppahinta on yrityksen veronalaista tuloa. (Tenhunen & Werner 2000, 73; Yrittäjät 2010b)

Osakekauppaan liittyviä erityismuotoja ovat elinkeinoverolain 52 §:n mukaisesti toteutettavat sulautuminen, jakautuminen, liiketoimintasiirto ja osakevaihto. Näihin yritysjärjestelyjen erilaisiin muotoihin ei perehdytä tarkemmin tässä tutkielmassa, koska näitä järjestelyjä käytetään

myös muulloin kuin yrityskauppojen yhteydessä ja yleensä nämä tarkoittavat yritystoiminnan järjestämistä esimerkiksi riskien hajauttamisen vuoksi tai juridisten asioiden takia. (Leppiniemi 2005, 475–477)

Mikäli myyjäosapuolella ei ole enää tarvetta yrityskaupan jälkeen yhtiölle, selvintä voi olla myydä koko yhtiö tai yhtiöstä omistettu osuus. Tällöin kaupan kohteena on osakeyhtiön osakekanta ja kauppahinta maksetaan myyjäyrittäjälle korvauksena saaduista osakkeista. Osakekaupassa yhtiön omistamien omaisuuserien omistaja ei vaihdu, vaan esimerkiksi kiinteistön omistaa kaupan toteutumisen jälkeenkin sama yhtiö. (Yrittäjät 2010b) Myöskään itse osakeyhtiössä ei tapahdu yrityskaupan yhteydessä toiminnallisia muutoksia vaan yhtiö jatkaa toimintaansa muuttumattomana. Pienissä osakeyhtiöissä voi vaihtua toki yrityksen johto vaikka muu toiminta säilyisi ennallaan. (Tenhunen & Werner 2000, 73)

Osakkeiden myynnistä lasketaan myyjäosapuolen henkilökohtaisessa verotuksessa luovutusvoitto tai -tappio. Luovutusvoitto katsotaan pääomatuloksi ja sitä verotetaan tällä hetkellä 30:n tai 32 prosentin verokannalla. Luovutusvoiton määrä lasketaan siten, että kauppahinnasta vähennetään osakkeista maksettu ja/tai yhtiöön sijoitettu määrä sekä myynnistä mahdollisesti aiheutuneet kulut. Vaihtoehtoisesti myyjä voi vähentää todellisen hankintamenon ja kulujen sijasta niin sanotun hankintameno-olettaman mukaisen arvon. Tämä arvo on omistusajan pituudesta riippuvainen siten, että alle 10 vuotta omistetuissa osakkeissa se on 20 prosenttia ja yli 10 vuotta omistetuissa 40 prosenttia saadusta myyntihinnasta. (Yrittäjät 2010b)

Ostajan kannalta osakkeiden ostamiseen liittyy seikkoja, jotka toimivat verotuksen kannalta epäedullisesti verrattuna substanssikauppaan. Osakekaupassa ostaja voi vähentää kauppahinnan rahoittamiseksi otetun velan korot hänen henkilökohtaisessa verotuksessa, mutta ei ostetun yrityksen verotuksessa. Sen sijaan ostaja ei voi vähentää osaakaan kauppahinnasta omistusaikanaan ja se vähennetään vasta osana hankintahintaa, mikäli osakkeet seuraavan kerran luovutetaan. Myyjän kannalta taasen osakkeiden kauppa on houkutteleva siksi, että kauppahinta kuuluu myyjäosapuolelle eikä yhtiölle. Myytyään osakkeet myyjän ei tarvitse erikseen miettiä, kuinka kotiuttaa kauppahinnan yhtiöstä eikä sitä, mitä tekisi tyhjälle yhtiölle kaupan jälkeen. (Yrittäjät 2010b)

Substanssikauppa eli liiketoiminnan myynti tulee yleensä silloin eteen, kun ostaja haluaa ostaa yrityksen tuloksenteekokykyä, mikä on yleensäärkevin perusta yrityskaupalle. Ostokohteenä olevassa yrityksessä voi olla omaisuutta, jota ostaja ei ole kiinnostunut maksamaan tai ostaja on kiinnostunut vain tietystä liiketoiminnan osasta. Substanssikaupassa myyjänä on yritys, jota verotetaan saadusta voitosta ja myydyistä omaisuuseristä saatu vastike on kaupan tekovuoden veronalaista tuloa myyjäyhtiölle. Vähennyskelpoisia menoja ovat vastaavasti myytyjen omaisuuserien poistamatta olevat hankintamenot sekä esimerkiksi myynnin asiantuntijapalkkiot. Yritysten käytössä ei ole olemassa niin sanottua hankintameno-olettamaa. Osakeyhtiö maksaa tuloksestaan tällä hetkellä yhteisöveroa 24,5 prosenttia. Substanssikaupassa yrityskaupasta saavutettu voitto pitää erikseen siirtää yrittäjälle esimerkiksi osingonjakona. (Yrittäjät 2010b)

Substanssikaupalla ostetulle omaisuudelle muodostuu hankintameno, joka aktivoidaan taseeseen. Substanssikaupan etuna verrattuna osakekauppaan on ostajalle se, että ostaja voi tehdä hankintamenosta vuosittaisia poistoja. Ostajana substanssikaupassa on yleensä yhtiö, jolloin liiketoiminnan oston otetun velan korot ovat yhtiön elinkeinotoiminnan kuluja eikä ostavan yrittäjän henkilökohtaista tulonhankkimisvelkaa. Myös osakekaupassa ostajana voi olla luonnollisen henkilön sijaan yhtiö. Tässä tapauksessa ostetusta yhtiöstä tulee ostavan yhtiön tytäryhtiö, joka usein kuitenkin yrityskaupan jälkeen sulautetaan emoyhtiöön eli ostavaan yhtiöön. (Yrittäjät 2010b)

Myyjän kannalta on siis yleensä edullisempaa pyrkiä osakkeiden myyntiin kuin liiketoiminta- eli substanssikauppaan. Ostajan kannalta tilanne on taas päinvastainen; liiketoimintakaupassa siirtyvästä poistokelpoisesta käyttö- ja vaihto-omaisuudesta saadaan vähennyspohjaa verotusta varten, kun taas osakkeiden hankinta ei lähtökohtaisesti ole verotuksessa vähennyskelpoinen hankintameno. Näin ollen osakekauppana tehty yrityskauppa vaikuttaa kauppahintaan laskevasti, kun taas liiketoimintakauppa vaikuttaa kauppahintaan nostavaksi. Ostajan on myös yleensä helpompaa saada rahoitusta liiketoiminnan oston osakekauppaan verrattuna, koska joillakin rahoittajilla on omat toiminnalliset rajoituksensa osakekaupan oston rahoitukseen nähden (Tenhunen & Werner 2000, 90).

2.5. Yrityskaupan rahoitus, vastuut ja vakuudet

Hyvin harvoin yrityksen ostaja maksaa koko kauppasumman omista rahoistaan. Yrityskauppojen rahoittajina toimivat yleensä pankit ja Finnvera. (Yrittäjät 2010c) Kauppahintaa ei yleensä makseta kokonaan kaupantekotilaisuudessa, koska ostaja pyrkii yleensä mahdollisimman pitkään maksuaikaan. Ostajalle rahoituksen järjestely vaatii aikaa ja rahoitus on kustannuserä korkojen ja vakuusjärjestelyjen takia. Ostajalle on myös tärkeää päästä kaupan jälkeen perusteellisesti tutustumaan yritykseen, jotta mahdolliset väärin arvioinnit tulisivat selville mahdollisimman pian, koska mahdolliset virheelliset arvostukset tulevat kauppakirjan mukaan muuttamaan kauppahintaa alaspäin. On luonnollista, että tällaisessa tapauksessa ostajan neuvottelutilanne on hyvä, jos kauppahinnasta on mahdollisimman paljon maksamatta. (Pasonen ym. 2000, 88)

Myyjän toivomus on tietenkin saada kauppahinta kokonaan heti käyttöönsä, mutta useimmiten hänen on hyväksyttävä yrityskaupan maksuposti pitkällekin ajalle. Ostaja, joka kykenee maksamaan kauppasumman käteisellä, pystyy sanelemaan varsin pitkälle kauppahinnan tason. Kauppahinta käteiskaupassa ei ole yleensä läheskään niin korkea kuin pitkällä maksuajalla. Myyjä saa yleensä paremman hinnan yhtiöstään, mikäli hän auttaa ostajaa rahoitus- ja vakuusjärjestelyissä, mutta hän ottaa silloin tietoisesti riskin suuremman kauppahinnan saamisesta. Kauppahinnan maksu varmistuu myyjälle sen mukaan, mikäli myytävä yritys on kannattava myös uuden omistajan hallinnassa. (Pasonen ym. 2000, 88) Nykyään yhä useammin myyjä antaa ostajalle maksuaikaa osalle kauppasummasta paremman hinnan toivossa, ja tällöin ostajan on puolestaan helpompi luottaa yritykseen, saada lainaa sekä hoitaa lyhennykset. (Yrittäjät 2010c)

Rahoituksen saanti keskeytyy yleensä siihen, että riittäviä vakuuksia ei onnistuta järjestämään kauppahinnan maksuun. Yleisesti ottaen, mitä korkeampi yrityksen hinta on suhteessa sen tuottokykyyn ja varallisuuteen, sitä moninaisempia rahoitusratkaisuja tarvitaan. Mikäli yrityskauppa toteutetaan liiketoimintakauppana, rahoitus järjestyy yleensä helpommin kuin jos se toteutettaisiin osakekauppana. Yrityskaupassa myytävät koneet ja laitteet kelpaavat lainan vakuuksiksi ainoastaan liiketoimintakaupassa, kun taas osakekaupassa laki kieltää sen. Rahoituksen järjestyminen voi olla erityisen vaikeaa, jos ostettavassa yrityksessä on vähän tai vaikeasti realisoitavaa varallisuutta ja kauppahinnassa on suuri liikearvon osuus. (Yrittäjät 2010c)

Etenkin yrittäjävetoisissa yrityksissä on tyypillistä, että omistaja joutuu alusta pitäen antamaan omia vakuuksiaan yrityksensä rahoitustarkoituksiin. Yrityskaupan kannalta on tärkeä kysymys, miten kyseiset vakuudet arvioidaan yrityskaupan yhteydessä. Mikäli ostajalla ei ole riittävästi vakuusmassaa myyjän vastuiden vapauttamiseksi, saattaa tästä seikasta tulla este koko yrityskaupalle. Tietyissä tilanteissa rahoittajat saattavat suostua riskirahoittamiseen, ja tällaista päätöstä edesauttaa, mikäli kauppasumma on substanssiarvon alapuolella. (Tenhunen & Werner 2000, 38–39)

Vakuudet vaikuttavat kauppahintaan seuraavasti: (Tenhunen & Werner 2000, 39)

- a. Onko ostajalla riittävä määrä vakuusmassaa vapaana vai ei
- b. Kuinka suurta riskiä vakuuksien ottaminen ostajan liiketoiminnassa edustaa
- c. Mikä on vastuiden suuruus suhteessa yrityksen substanssiarvoon

Myyjän kannalta on eduksi löytää yritykselleen ostaja, jolla on riittävän paljon vakuusmassaa ja jolle vastuiden ottaminen ei ole suuri lisäriski. Ostajan kannalta suuret vastuut antavat yleensä hyvän oikeuden vaatia kauppahintaa laskettavaksi, erityisesti silloin kun vastuut ylittävät yrityksen substanssiarvon. Alla olevassa kuviossa 9 on edellä mainittujen seikkojen vaikutusta kauppahintaan havainnollistettu. (Tenhunen & Werner 2000, 39)

KUVIO 9 Myyjän vakuuksien vapauttamisen vaikutus yrityksen kauppahintaan eri tilanteissa (*ceteris paribus*). (Tenhunen & Werner 2000, 39)

	Vastuut alle substanssiarvon	Vastuut ylittävät substanssiarvon
Vastuiden ottaminen ei suuri lisäriski ostajalle	Ei vaikutusta kauppahintaan	Lievä kauppahintaa laskeva vaikutus
Vastuiden ottaminen on suuri lisäriski ostajalle	Selvä kauppahintaa laskeva vaikutus	Merkittävästi kauppahintaa laskeva vaikutus

Ostaja ei voi tuntea kaupan kohteena olevaa yritystä yhtä hyvin kuin myyjä. Tämän vuoksi myyjä joutuu vakuuttamaan ostajan siitä, että yritystä koskevat asiat ovat todellakin sellaiset, jollaisiksi myyjä on ne kauppaneuvotteluissa kuvaillut. Kaupparinjan ehdoilla ostaja turvaa käsityksensä yrityksen tilanteesta. Myyjä voi antaa vakuutuksen tietojen oikeellisuudesta esimerkiksi sopimussakon tai korvausvelvollisuuden uhalla. (Tenhunen & Werner 2000, 40)

Kun ostajaa turvaavat ehdot ovat lähes täydelliset, kuten usein hyvin hoidettujen yritysten hyvin hoidetuissa yrityskaupoissa sovitaan, myytävän yrityksen lopullinen kauppahinta muodostuu yhtälöstä (Tenhunen & Werner 2000, 40)

$$\begin{array}{lcl} \text{Lopullinen} & & \text{Ehdollinen} & & \text{Ostajaa turvaavien} \\ \text{yrityksen} & = & \text{enimmäis-} & +/- & \text{ehtojen perusteella} \\ \text{kauppahinta} & & \text{kauppahinta} & & \text{suoritetut korjaukset} \end{array}$$

Kaupparinjassa sovittua kauppahintaa nimitetään tässä esimerkissä ehdolliseksi enimmäiskauppahinnaksi. Tämä sovitaan ja maksetaan tietyillä edellytyksillä, joita ostajaa turvaavat ehdot rajoittavat. Mikäli kaikki ostajaa turvaavat ehdot toteutuvat sellaisenaan, lopulliseksi kauppahinnaksi muodostuu aiemmin sovittu ehdollinen enimmäiskauppahinta. Ostajaa turvaavat ehdot voivat olla monenlaisia, mutta tyypillisiä kaikille yrityskaupoille sopivia ehtoja voivat olla muun muassa seuraavat asiat: (Tenhunen & Werner 2000, 40–41)

Ostaja maksaa yrityksestä (osakkeista / yhtiöosuuksista / omaisuudesta) sovitun kauppahinnan sillä edellytyksellä, että yhtiön viimeksi päättyneeltä tilikaudelta tai kuluvana vuonna päättyvältä tilikaudelta tilinpäätöstä laadittaessa

- yhtiön hallussa on tämän sopimuksen liiteasiakirjojen osoittamat varat ja muu liikeomaisuus
- yhtiön tilinpäätös ja liikekirjanpidon kirjaukset on tehty hyvän kirjanpitotavan mukaan
- yhtiön varat on arvioitu ja ilmoitettu oikean määräisinä.

3 OSAAMISEN JA YRITYSJOHDON MERKITYS YRITYSKAUPASSA

Tutkimuksen tarkoitus on syventyä tutkimaan ostettavan yrityksen yritysjohtoon roolia ja merkitystä yrityskauppatilanteessa. Aiemmassa pääluvussa olen perehtynyt yleisesti kauppahintaan vaikuttaviin asioihin. Yritysjohtolla ja muilla yrityksen subjektiivisilla ominaisuuksilla on myös valtava merkitys yrityskaupan onnistumiselle, mutta niiden arvioiminen ja varsinkin arvostaminen ei ole niin yksinkertaista.

3.1 Yrityksen osaamisen vaikutus yrityksen arvoon

Yleisesti käytetyt arvonmäärittäminen menetelmät laskevat yrityksen arvon yleensä pohjautuen yrityksen historiaan. Kuitenkin yrityskaupassa on yleensä tarkoitus ostaa yrityksen tulevaa tuloksetekokykyä ja näin ollen on tärkeää nähdä yrityksen arvo tuottopohjaisena arvonmäärittämisnä. Tulevaisuudessa ostettu yritys pärjää varmasti, mikäli yrityksellä on riittävästi osaamista. Näin ollen yrityksen vahvan osaamisen pitäisi näkyä korkeampana hinta-tulossuhteena. Tämä tarkoittaa, että sellaisesta yrityksestä voidaan maksaa suhteessa tulokseen korkeampi hinta, sillä usko yrityksen osaamisen hallintaan on korkea. Nykyään tähän kiinnitetään jo aiempaa enemmän huomiota, mutta nykyisetkään arvonmäärittäminen menetelmät eivät tue osaamisen tuomista osaksi arvonmäärittäystä. (Ruuska 2001, 168) Osaamisen merkitys organisaation menestymisessä on kuitenkin monelta puolelta ymmärretty tärkeäksi. Strategian tutkijat, business-gurut, asiantuntijat ja henkilöstöhallinnon tutkijat ovat yleisesti sitä mieltä, että nykyiset markkinat ovat osaamisepohjaisia, ja siten osaamisella ja erityisillä kyvyillä tulisi olla päärooli määriteltäessä organisaation nykyistä ja tulevaa arvoa. (Kiessling & Harvey 2006, 1308)

Tulevaisuuden kassavirtoihin perustuva arvonmäärittäminen on sinällään oikeanlainen tapa arvioida yrityksen arvoa. Tulevaisuuden ennustaminen ei välttämättä ole vaikeaa, mutta oikeaan ennustamiseen tulevaisuudessa on jo huomattavasti haastavampaa. Kassavirtapohjainen arvonmäärittäminen edellyttää, että pystytään arvioimaan yrityksen tuleva markkina-asema. Markkina-aseman arvioiminen tulevaisuudessa aiheuttaa ainakin seuraavia kysymyksiä: mitkä mahdollisuudet yrityksellä on rakentaa ja ylläpitää kestävä markkina-asema tulevaisuuden alati muuttuvissa olosuhteissa, kuinka nopeasti yritys pystyy sopeutumaan toimintaympäristön muutokseen, pystyykö yritys vaikuttamaan toimintaympäristön muutokseen sekä kuinka yritys pystyy

tuottamaan lisäarvoa asiakkailleen jatkossa. Näihin markkina-asemaan vaikuttaviin tekijöihin ja syntyvään arvoon yrityksen osaamisella on hyvin merkittävä vaikutus. (Ruuska 2001, 168–169)

Markkina-aseman tulevien muutosten arvioiminen on tietenkin hyvin haastavaa, mutta perustellusti voidaan ottaa yrityksen osaaminen markkina-aseman selitysmalliksi. Markkina-aseman kannalta yrityksen osaamisesta on erityisen merkityksellistä yrityksen kollektiivinen osaaminen, joka näkyy kykynä menestyä ja sopeutua muuttuvissa markkinaolosuhteissa. Tällaiseen osaamiseen liittyy tietynlainen ainutlaatuisuus, osaaminen on ikään kuin hiljaista tietoa ja sen arvoa ei voi oikein määritellä (Kiessling & Harvey 2006, 1309). Osa yrityksen osaamisesta on oltava vaikeasti kopioitavaa, niin että sen avulla kyetään luomaan pysyvää kilpailuetua. Yrityksen osaaminen ilmenee muun muassa hyvänä johtamisena, toimivana strategiana, uusia innovaatioita synnyttävänä tutkimus- ja tuotekehitystyönä sekä itseohjautuvuuden aikaansaamana tuottavuuden paranemisena. (Ruuska 2001, 169)

Yrityksen osaamiselle ei voi täysin määritellä mitään rahamääräistä arvoa asian subjektiivisuuden vuoksi. Yrityksen osaamisen kohdalla onkin pyrittävä päättämään, miten osaaminen näkyy yrityksen markkina-aseman kehityksessä ja siten myös kassavirtapohjaisen arvonmäärittelyn kannalta tärkeimmässä asiassa, kassavirrassa. (Ruuska 2001, 170)

Yritystä arvioivan analyytikon ei ole helppoa arvioida yrityksen osaamista. Viitteitä yrityksen osaamisesta ja erityisesti organisatorisesta osaamisesta täytyy hakea useista lähteistä ja päättämään monista eri seikoista. Ulkopuolisen analyytikon ensimmäiset havainnot yhtiön osaamisesta perustuvat luonnollisesti yrityksen historiaan. Analyytikon tulisi paneutua yrityksen esille tuomiin kriittisiin menestystekijöihin, koska ne voivat kertoa paljon yrityksen tärkeästä osaamisesta. Yrityksen esille tuomien menestystekijöiden suhteen analyytikon tulee olla kuitenkin kriittinen ja hänen on oikeasti tutkittava, ovatko menestystekijät todellakin ainutlaatuisia ja onko menestystekijöitä oikeasti edes olemassa. (Ruuska 2001, 170)

Yrityksen osaamisen kanssa tulee samalla tarkastella yrityksen strategiaa. Aidosti ohjaavan strategian tekeminen ja varsinkin sen toteuttaminen kertovat erittäin paljon yhtiön johtamiskyvykkyydestä. Yrityksen strategia ja osaamisen on vastattava hyvin pitkälti toisiaan, ja mikäli näin ei ole, strategia tuskin toteutuu toivotulla tavalla. On mahdollista, että yrityksen

osaaminen muodostaa yrityksen strategisen perustan tai mahdollisesti strategian pohjalta kehitetään yrityksen osaamista. Todellinen strategian muutos vaatii yleensä myös osaamisen kehittymistä ja strategisen muutoksen toteuttaminenkin on merkittävä yrityksen osaamisalue. (Ruuska 2001, 171) Yrityskauppa on jokaiselle organisaatiolle eräänlainen oppimisprosessi, ja hyvin johdettuna sillä voidaan saavuttaa pitkäaikaista kilpailukykyä, mikäli yritys voi laajentaa strategisten varojen varastoa ja myös luoda uusia strategioita (Krishnan, Miller & Judge 1997, 371).

Yrityksen osaamista kartoittaessa on syytä selvittää myös se, kuinka yritys hallitsee sen sisäisen osaamisen jakamisen ja siirtämisen. Osaamista tietoisesti kehittävä yritys tukee osaamisen muuttumista yhteisölliseksi. Yksilötason osaaminen on tietenkin tärkeää, mutta mikäli liian suuri osa osaamisesta saapuu ja poistuu päivittäin yrityksestä ilman että muuttuu jaetuksi tai yhteisölliseksi, yrityksen toiminnallinen riski kasvaa. Tällainen lisääntynyt riski korottaa yrityksen tulevaisuuden kassavirtaan kohdistuvaa tuottovaatimusta ja alentaa yrityksen arvoa. (Nonaka 1991, 98; Ruuska 2001, 171) Pienissä yrityksissä osaamisen jalkauttaminen yrittäjältä muille yrityksen työntekijöille on varmasti yritystä arvostettaessa otettava tarkasti huomioon.

Yrityksen arvostukseen vaikuttaa myös se, kuinka lähelle etulinjaa yrityksen operatiivinen ohjaaminen on uskallettu viedä. Mikäli yrityksessä luotetaan osaamiseen ja eri osaamisryhmiin mutta ei luoteta etulinjassa olevien riittävään järkeen ja kykyyn hoitaa itseohjautuvasti asioita, on varmasti turha puhua osaamisintensiivisestä yrityksestä. (Ruuska 2001, 171) Osaamisen tulisi yrityskaupan jälkeen löytyä organisaatiosta itsestään ja tutkimuksissa onkin arvioitu, että yritysten henkilöstö voi selittää kolmanneksen tai jopa puolet epäonnistuneista yrityskaupoista (Hubbard & Purcell 2001, 17).

Yritystä ei tulisi nähdä pelkästään koneena vaan elävänä kokonaisuutena, joka jatkuvasti kehittää osaamistaan. Osaamista luova yritys toimii ihanteellisesti, kun sen toiminta antaa tilaa erilaisille ajatuksille ja ideoille, joista osa voi olla todellisia innovaatioita. Uuden osaamisen luominen tarkoittaa yrityksen kohdalla sitä, että yritystä ikään kuin luodaan jatkuvasti uudelleen. Ihanteellisessa tilanteessa yrityksen työntekijät ovat osaamisen ja tiedon tuottajia, jolloin he ovat yrityksen sisäisiä yrittäjiä. (Nonaka 1991, 97)

Yrityksen osaaminen ja tieto voidaan karkeasti jakaa kahteen osaan: avoin tieto ja hiljainen tieto. Avoin tieto on muodollista ja systemaattista, joten siitä voidaan helposti kommunikoida ja sitä on helppo jakaa eteenpäin. Tällaista tietoa voivat olla muun muassa tuotteen tekniset tiedot, tieteellinen kaava tai tietokoneen ohjelma. Hiljainen tieto on kuitenkin huomattavasti vaikeampi ilmaista ja tuoda esiin. Hiljainen tieto on usein vahvasti henkilökohtaista, sitä on vaikea muotoilla tarkasti ja siten siitä on vaikea myös keskustella. Filosofin Michael Polanyin sanoin ”Me voimme tietää enemmän kuin me voimme kertoa”. Tällainen tieto on vahvasti juurtunut joihinkin toimiin ja sen merkitys voi olla suuri joissakin erityisissä tilanteissa. Hiljaista tietoa voi olla esimerkiksi hyvät käden taidot, ammattitaito tai jonkin työryhmän toimintatavat. Tällä hiljaisella tiedolla on monesti suuri merkitys yrityksen menestykseen, mikäli sitä osataan hyödyntää oikein. Hiljainen tieto tulisi tunnistaa organisaatiossa mahdollisimman hyvin ja saada se tavalla tai toisella yrityksen käyttöön kokonaisuudessaan, mikä edistäisi koko organisaatiota toimimaan omalla ainutlaatuisella tavallaan. (Nonaka 1991, 98–99)

3.2 Yritysjohdon merkitys ja toiminta osaamista luovassa yrityksessä

On usein sanottu, että korvaamattomia ihmisiä ei ole olemassakaan. Tämä väite pitänee paikkansa, kun ajatellaan asiaa yhteiskunnallisesti. Mutta yksittäisissä tapauksissa yhden henkilön vaikutus voi olla hyvin merkittävä, kuten yrityksissä, joissa merkittävä osa yrityksen tiedoista, taidoista ja osaamisesta on yhden tai muutamien henkilöiden tiedossa. Joissakin tapauksissa yrittäjävetoinen yritys on rakentunut niin perusteellisesti yrittäjän oman osaamisen varaan, että ilman häntä yritys ei kykene toimimaan. Varsinkin palvelualoilla ja muuten runsaasti tietotaitoa vaativilla aloilla tällaiset tilanteet ovat yleisempiä. (Tenhunen & Werner 2000, 50)

Cartwright ja Cooper (1993, 57–70) ovat perehtyneet ja tutkineet organisaatioiden kulttuurien merkitystä yrityskauppojen onnistumiseen nähden. He ilmaisevat artikkelissaan yleisen ongelman, että yritysostoja suunniteltaessa selvityksissä paneudutaan liikaa taloudellisiin tunnuslukuihin eikä vaikeammin selvitettäviin subjektiivisiin asioihin perehdytä riittävän hyvin. Tutkijat mainitsevat, että Japanissa on yleisempiä yritysostot niiden yritysten parissa, jotka ovat jo aikaisemmin olleet yhteydessä toisiinsa. Näin ollen yrityksillä on jo ennakkotietoa toisen organisaation kulttuurista ja siten eri kulttuurien sovittaminen on alusta alkaen helpompaa.

Organisaation kulttuuri, strategia ja aktiivisuus on suurelta osin kiinni yrityksen johdosta. Yrityksen johdolla on yleensä suurin rooli ja vaikutusvalta siihen, kuinka yrityksen osaamista käytetään ja kehitetään. Yrityksen johdolla on merkittävin rooli organisaation kulttuurin muodostumisessa, joka taas voi edistää tai estää osaamisen kehittymistä, omaksumista ja organisaation sisäistä muutosta. Yrityksen johto on ikään kuin tärkeä välikappale osaamisen keräämiseen ja levittämiseen läpi koko organisaation. (Kiessling & Harvey 2006, 1308–1309)

Yrityksen johtoa voidaan kuvata yrityksen tietojen ja osaamisen pääarkistoksi, jolla on arvokasta resurssia yrityksen menestymisen kannalta. Hyvä yritysjohto voi olla myös yksi syy yritysostoon, jolloin yritysjohton säilyttämisestä yrityksessä tulee strateginen välttämättömyys. Ylemmän portaan teoria on kehittänyt kytköksen johtamisominaisuuksien ja strategisen ominaisuuksien kehittymisen sekä yrityksen suorituskyvyn välille. Yritysten tulisi olla yritysjohton toiminnan kaltaisia, mikä helpottaisi selittämään myös yrityksen kilpailukäyttäytymistä. Suurin osa yrityksen strategisesta tiedosta on hiljaista, kuten yritysjohton kokemus ja yritysjohton ohjaus, joten yritysjohton menettäminen voisi hyvinkin vaarantaa hankitun yrityksen suorituskykyä merkittävästi. (Kiessling & Harvey 2006, 1309)

Osaamista luova yritys tarvitsee erityylistä johtamista kuin perinteinen länsimainen johtaminen on ollut. Organisaatioon tulisi luoda sellaiset käytännöt ja toimintamallit, jotka auttavat hiljaisen tiedon jakaantumista mahdollisimman laajalle koko organisaatiossa. Organisaation menestymisen kannalta olisi tärkeää, että erilaiset osastot tekisivät yhteistyötä enemmän. Esimerkiksi markkinoinnin osaston olisi tärkeä tutustua organisaation tuotekehityksen toimintaan ja päinvastoin. Tutustuminen voi olla esimerkiksi työtehtävien säännöllistä vaihtoa tai lyhytaikaisempaa tutustumista, tärkeintä on, että tällainen vaihtelu auttaa työntekijöitä ymmärtämään liiketoimintaa monipuolisemmasta näkökulmasta. Tällä tavalla organisaation tiedoista voidaan saada myös sujuvampaa ja helpommin ymmärrettävämpää. (Nonaka 1991, 102)

Osaamisen luomiseen pyrkivän yrityksen johtaminen ei ole kaikkein helpoimpia tehtäviä. Kun koko organisaatio saadaan ideoimaan ja toimimaan innovatiivisesti, se voi tuntua johdon näkökulmasta myös kaaokselta. Tällaisen kaaoksen aikaansaaminen voi olla kuitenkin tärkeää tilanteessa, jossa yrityksen perinteiset tiedot ja osaaminen ei enää toimi kilpailuilla markkinoilla. Tällaisessa tilanteessa johdon päätehtävä on suunnata kaaos kohti tarkoituksellista tie-

don luomista. Yritysjohto tekee tämän tarjoamalla työntekijöille käsitteelliset kehykset tai puitteet, mikä helpottaa heitä tekemään ratkaisuja heidän oman kokemuksensa perusteella. (Nonaka 1999, 103)

Yritysjohdon tulisi luoda perinteisten mittareiden, kuten tehokkuuden tai alentuneiden kustannusten, rinnalle myös laadullisia mittareita, joihin työntekijät voivat pyrkiä. Tällaisia mittareita voisivat olla: Edustaako työntekijän idea yhtiön visiota? Onko idea yhdenmukainen ylimmän johdon strategisten valintojen ja päämäärien kanssa? Onko idealla mahdollista lisätä yhtiön koko organisaation tietämystä? Tärkeää tällaisessa tilanteessa on pitää yrityksen visio mahdollisimman hyvin esillä kaikkien työntekijöiden keskuudessa. Vision tulisi olla riittävän selkeä ja herkkä tarvittaville muutoksille. Riittävän selkeä ja monimuotoinen visio antaa työntekijöille ja työryhmille vapauden asettaa itselleen heidän omia tavoitteitaan. (Nonaka 1999, 104)

Osaamista luovassa yrityksessä yrityksen keskijohdolla on hyvin merkittävä rooli. Keskijohdon rooli on olla risteyksessä, missä yrityksen vertikaaliset ja horisontaaliset tietovirrat kulkevat. He ovat eräänlaisia sillanrakentajia johdon visionääristen ideoiden ja todellisen markkina-tilanteen kohtaavan työntekijöiden välillä. Yrityksen keskijohtoa voidaan tällaisessa yhtiössä kuvata tiedon koneistoksi, koska sen rooli yhdistää organisaation hiljainen tieto sekä työntekijöiltä että yritysjohdolta ja muuttaa se avoimeksi tiedoksi koko organisaation hyödyksi. (Nonaka 1999, 104)

3.3. Yritysjohdon vaikutus yrityksen menestykseen yrityskaupan jälkeen

Timothy Kiessling ja Michael Harvey (2006, 1307–1320) ovat tehneet tutkimusta, että vaikuttaako yritysjohtajien jääminen yrityskaupan jälkeen ostavaan yritykseen positiivisesti yrityksen toimintaan. Heillä oli tutkimuksessa kaksi hypoteesia eli väittämää: 1) Ostetun yrityksen yritysoston jälkeisen ajan suorituskyvyllä ja entisen yritysjohtajan jatkamisella yrityksessä yrityskaupan jälkeen on positiivinen yhteys sekä 2) Työntekijöiden suorituskyky on positiivisesti korreloitunut työnjohdon pysymiseen yrityskaupan jälkeisenä aikana. Tutkimuksen tarkoitus oli vertailla erikokoisia ja eri toimialan yrityksiä mahdollisimman kattavasti, että tutkimus antaisi mahdollisimman yleisen kuvan yritysjohtajan roolista toimialaa tai yrityksen kokoa

katsomatta. Suorituskykyä mitattiin tutkimuksessa sekä taloudellisilla että laadullisilla mittareilla.

Kiesslingin ja Harveyn (2006, 1314–1316) tutkimuksen mukaan molemmat tutkimuksen hypoteesit pitivät paikkansa. Yritysjohdon jatkaminen ostetun yrityksen toiminnassa johti siis siihen, että yritystoston jälkeen yhtiön suorituskyky oli parempi kuin vastaavissa tapauksissa, joissa yritysjohto ei jatkanut yritystoston jälkeen. Toisen väittämän mukaan ostetun yrityksen työntekijöiden suorituskyky oli parempi, mikäli yritysjohto jäi yrityskaupan jälkeen ostetun yrityksen johtoon. Tutkijoiden mukaan tämä tutkimustulos vahvistaa niin sanotun hiljaisen tiedon merkitystä organisaation menestymisen kannalta, ja tämä hiljainen tieto sitoutuu vahvasti yrityksen henkilöstöön. Tutkijoiden mukaan tällaista hiljaista tietoa ovat sekä ulkoiset markkinalähtöiset tiedot sekä yrityksen sisäiset asiat. Ulkoista tietämystä markkinoista voivat olla muun muassa asiakkaat, kilpailijat ja teollisuudenala, kun taas yrityksen merkittäviä sisäisiä tietoja voivat olla työntekijät, strategia, yrityskulttuuri ja henkilöstövoimavarojen käyttö.

KPMG (1999, 1–2) on tehnyt melko laajaa kansainvälistä tutkimusta yrityskaupoista aiheenaan ”Vapauttaa osakkeenomistajille arvoa: avaimet menestykseen”. Tutkimuksen tarkoitus on löytää syyt onnistuneisiin yrityskauppoihin eikä niinkään tutkia yrityskaupoissa esiintyneitä ongelmia. Tutkimuksen mukaan 17 prosenttia yrityksistä oli lisännyt arvoaan osakkeenomistajille yhden vuoden jälkeen yrityskaupasta. 30 prosentissa tapauksista ei havaittu merkittävää muutosta yrityskaupan jälkeen ja jopa 53 prosentissa tapauksista yrityskauppa oli tuhonnut osakkeenomistajan arvoa ensimmäisen toimintavuoden aikana. Toisin sanoen jopa 83 prosenttia yrityskaupoista ei tuottanut osakkeenomistajille ensimmäisen vuoden aikana mitään liiketaloudellista hyötyä.

KPMG:n (1999, 2–3) tutkimuksen mukaan onnistuneissa yrityskaupoissa on panostettu erityisesti kuuteen eri osa-alueeseen. Nämä kuusi eri osa-aluetta voidaan jakaa ”koviin avaimiin” ja ”pehmeisiin avaimiin”. ”Kovat avaimia”, joita tarvitaan organisaatioiden yhdistymisvaiheessa, olivat yrityskaupan onnistumisen kannalta tutkimuksen mukaan synergian arviointi, integroinnin projektisuunnittelu sekä due diligence. ”Pehmeitä avaimia”, jotka ottavat huomioon organisaatiossa toimivat ihmiset, olivat taas yritysjohdon valinta, kulttuuristen asioiden ratkaiseminen sekä kommunikaatio. Kaikista suurin merkitys yrityskaupan onnistumiselle oli

vastaaajien mielestä synergian arviointi ja tutkimuksen mukaan yrityskauppa onnistui 28 prosenttia todennäköisemmin keskiarvoa paremmin, mikäli synergiaetua tutkittiin huolellisesti ennen yrityskauppaa. Toiseksi suurimmat merkitykset olivat ”pehmeillä avaimilla”; huolella suunniteltu yritysjohtajan valinta vaikutti tutkimuksen mukaan sen, että yrityskauppa onnistui 26 prosenttia todennäköisemmin keskiarvoa paremmin ja kulttuuristen ongelmien ratkaisuihin panostaminen etukäteen vaikutti myös samalla tavalla eli yrityskauppa onnistui 26 prosenttia todennäköisemmin keskiarvoa paremmin.

KPMG:n (1999, 3–4) tutkimuksesta nousi esiin myös yllättäviä tuloksia. Yrityskaupoissa, joissa keskityttiin erityistä huomiota taloudellisiin ja oikeudellisiin kysymyksiin, oli 15 prosenttia epätodennäköisempää onnistua keskiarvoa paremmin. Tutkimuksessa havaittiin, että onnistuneet yritysostajat painottivat molempien sekä ”kovien avaimien” että ”pehmeiden avaimien” merkitystä yrityskaupan onnistumiseksi. Tutkimuksen mukaan alle 10 prosenttia yritysostajista (9 yritystä) oli panostanut kaikkiin kolmeen ”pehmeisiin avaimiin” sekä oli suorittanut integroinnin projektisuunnittelun, mutta kaikki nämä yhdeksän yrityskauppaa olivat onnistuneita.

KPMG:n (1999, 15) tutkimuksen mukaan ”pehmeillä avaimilla” on suurempi rooli kuin yleisesti kuvitellaan. Yrityskaupasta ei varmaankaan ole saatavilla ylimääräistä hyötyä, mikäli yrityksen työntekijät ovat sekä haluttomia että kykenemättömiä yrityskaupan myötä tullessaan muutokseen. Tällainen muutos voi vaikuttaa eri tavalla eri työntekijöiden keskuudessa. Osa työntekijöistä voi olla hyvinkin valmiita ja halukkaita toimimaan uuden yrityksen strategian mukaisesti, mutta suuri osa työntekijöistä voi kokea muutoksen täysin päinvastaisesti. Yleisesti ottaen työntekijöiden joukossa on aina niitä, jotka eivät halua muutosta nykyiseen tai he lähtökohtaisesti pelkäävät muutoksen aiheuttavan heille haittaa. Työntekijöitä koskevat asiat ovat tärkeitä, mutta niiden ratkaisut voivat myös usein olla hankalia. Henkilökuntaa ei voi pakottaa yhteistyöhön ja muuttamaan käyttäytymistä, mutta oikeilla motiivointi keinoilla ja kannustimilla ohjailu tuottaa yleensä paremman tuloksen. (Marks & Mirvis 1992, 20–24; KPMG 1999, 15)

Yrityskaupan yksi onnistumisen edellytys on vahva johtajuus johtoryhmästä alaspäin, jotta onnistuttaisiin ajamaan eteenpäin monimutkainen integrointiohjelma arvon tuottamiseksi. Tästä syystä johtajien valinta on yksi avaintekijöistä yrityskaupan onnistumiseksi. Kun

KPMG:n (1999) tutkijat perehtyivät yritysjohdon valinnan vaihtoehtoihin, he löysivät vahvan korrelaation siihen, että onnistumisen aste vaihtelee riippuen otetusta lähestymistavasta sekä ostajan ja kohteen yhdistymisen määrästä. Tutkimuksessa ilmeni, että monialayrityksissä yritystoston onnistumisen aste parani, jos ostetun yrityksen yritysjohdo vaihdettiin. Toisaalta tutkimuksessa ilmeni se, että täysin yhdistyneissä liiketoimissa onnistumisaste lisääntyi, mikäli ostetun yrityksen johto säilytettiin ennallaan ja yhdistettiin uuteen yritysjohdoon. (KPMG 1999, 15–16)

KPMG:n (1999, 16) tulokset johdon säilyttämisen tai vaihtamisen osalta ovat osittain vastoin yleistä käsitystä, mutta tutkijat selvittävät asiaa seuraavilla asioilla:

- Monella yritysostajalla on tavoite ostaa yritys, jonka he kokevat olevan muuten hyvä, mutta huonosti johdettu. Tällaisessa tapauksessa nopea arvonmuutos voidaan saavuttaa yksinkertaisesti tuomalla paremmin soveltuva johtoryhmä entisen tilalle. Uudella johtoryhmällä nähdään tällaisessa tapauksessa olevan parempi kyky taipua etsimään hyötyjä uuden sulautuneen yrityksen näkökulmasta.
- Ostetun yrityksen henkilöstö tuo arvokasta tietämystä ostajan johtoryhmään, mutta myös heidän jatkuva läsnäolonsa voi antaa ratkaisevassa mielessä jatkuvuuden uusiin työntekijöihin ja tämä puolestaan helpottaisi yritysten yhdistymisprosessia.

Kiessling ja Harvey (2006, 1317) pohtivat myös tutkimuksessaan kysymystä, että kannattaako ostettavan yrityksen johto jättää yritykseen yritystoston jälkeen, mikäli yrityksen aikaisempi suorituskyky on ollut huono. Heidänkin näkemys on KPMG:n tutkimusta tukeva, eli he eivät suosittele lähtökohtaisesti säilyttämään tällaisen yrityksen johtoa yritystoston jälkeen. Samalla he kuitenkin muistuttavat, että kehnon suorituskyvyn omaava yritys voi muuttua menestykselliseksi, mikäli yrityksen käyttöön yrityskaupan jälkeen saadaan oikeat resurssit ja apu ostaneelta yritykseltä.

KPMG:n (1999, 18) tutkimuksen yksi mielenkiintoinen tulos tuli esille, kun tutkijat analysoivat ristiin sekä ”pehmeitä” että ”kovia avaimia” etsien korrelaatiota kahden eri muuttujan välillä. Tuloksien mukaan onnistumisen aste kasvoi aina kun molemmat muuttujat olivat käytössä. Mielenkiintoisinta näissä tuloksissa oli se, että kun yritysostaja kiinnitti erityistä huomiota yritysjohdon valintaan sekä integroinnin projektisuunnitteluun, yrityskauppa onnistui 66 prosenttia todennäköisemmin keskiarvoa paremmin. Toinen merkittävä korrelaatio oli synergian

arvioinnin ja kommunikaation välillä, jolloin yrityskauppa onnistui 45 prosenttia todennäköisemmin keskiarvoa paremmin.

Hema A. Krishnan, Alex Miller ja Villiam Q. Judge (1997, 361–362) ovat tehneet mielenkiintoista tutkimusta erilaisten johtoryhmien vaikutuksesta yrityksen menestykseen yrityskaupan toteutumisen jälkeen. Tutkijat mainitsevat tutkimuksessaan, että yleisesti ottaen sekä tutkijoiden että johtajien mielestä yrityksen johtoryhmän tulisi koostua yritysoston jälkeen sekä ostetun yrityksen että ostajayrityksen johdosta. Tällainen täydentävyys on koettu tärkeäksi ja sopivaksi, joten tutkijat olettavat, että sillä on tärkeä vaikutus yritysoston jälkeiseen suorituskyyntiin. Toisena tutkimuksen kohteena tässä tutkimuksessa oli yritysjohton vaihtuvuus yritysoston jälkeen vertailtaessa erilaisia johtoryhmien koostumuksia. Tutkijoiden alkuoletus on, että erilaisista taustoista koostuvan johtoryhmän jäsenten vaihtuvuus on pienempi, koska tällöin johtoryhmässä on vähemmän tarpeettomia ja samankaltaisia ominaisuuksia. Tutkijat uskovat, että johdon vähäinen vaihtuvuus parantaa yrityksen suorituskyykyä, joten erot johtoryhmän taidoissa ja tiedoissa todennäköisesti parantavat myös yrityksen suorituskyykyä yritysoston jälkeen johdon vaihtuvuuden vähentyessä.

Krishnan ym. (1997, 364–366) asettavat tutkimuksessa yhteensä viisi hypoteesia eli väittämää:

- 1) Yrityskaupan jälkeinen suorituskyyky on positiivisesti yhteydessä täydennettyyn johtoryhmään, joka koostuu sekä ostajayrityksen että ostetun yrityksen johdosta ja heillä on erilaiset käytännön taustat.
- 2) Mitä suurempi on ostajan ja ostetun yrityksen johdon täydentävyys erilaisista käytännön taustoista, sitä pienempi on yritysjohton vaihtuvuus ostetussa yrityksessä.
- 3) Mitä alhaisempi on ostetun yrityksen johdon vaihtuvuus, sitä parempi on yrityskaupan jälkeinen suorituskyyky.
- 4) Täydentävyyden ja yritysoston jälkeisen suorituskyyntiin välinen suhde vaikuttaa yritysjohton vaihtuvuuteen siten, että tämä suhde on voimakkaampi, mikäli yrityksen johdon vaihtuvuus on vähäisempää.
- 5) Yritysjohton täydentävien käytännön taustojen vaikutus yritysoston jälkeiseen suorituskyyntiin on suurempi yrityksissä, jotka toimivat samalla toimialalla kuin yrityksissä, jotka toimivat eri toimialoilla.

Krishnan ym. (1997, 368–371) asettamista hypoteeseista kolme ensimmäistä sai tukea eli hypoteesit pitivät paikkansa. Neljännen ja viidennen hypoteesin kohdalla tämä aineisto ei antanut tieteellistä näyttöä väittämien todellisuudesta. Tutkimustuloksista tutkijat mainitsivat merkittävimmiksi viisi eri havaintoa. Ensiksi, erilaiset käytännön taustat eli täydentävyys johtoryhmässä molemmista yrityskaupan yritysjohdosta oli positiivisesti yhteydessä yrityskaupan jälkeisen ajan suorituskykyyn. Toiseksi, edellä mainitun kaltainen täydentävyys on negatiivisesti yhteydessä yrityksen johtoryhmän jäsenten vaihtuvuuteen, eli johdon vaihtuvuus oli pienempää, mikäli uuden organisaation johto koostui molempien yrityskaupan osapuolien yritysjohdosta. Kolmanneksi, yrityksen johtoryhmän jäsenten vaihtuvuus on negatiivinen suhteessa yrityskaupan jälkeiseen suorituskykyyn eli yritysjohdon vähäinen vaihtuvuus takasi tutkimuksen mukaan keskimääräistä parempaa menestystä yrityskaupan jälkeen. Neljänneksi, yrityksen johtoryhmän jäsenten vaihtuvuus ei vaikuta täydennettävyyden ja yritysoston jälkeisen ajan suorituskyvyn väliseen suhteeseen, kuten aiemmat tutkimukset ovat antaneet olettaa. Viidenneksi, tutkimuksen mukaan positiivinen suhde täydennettävyyden ja yrityskaupan jälkeisellä suorituskyvyllä oli merkittävä niin saman toimialan kuin eri toimialan yrityskaupoissa.

Krishnan ym. (1997, 371) tekemässä tutkimuksessa pyrittiin myös johdattelemaan ajatusta, mistä johtuu näiden kolmen väittämän selkeä tilastollinen merkitsevyys. Tutkijat tuovat esiin ajatuksen, että organisaation oppimiskyky on ratkaisevassa tekijässä, kun ajatellaan yrityskaupan onnistumista. Tutkijoiden mukaan yksi merkittävimmistä asioista organisaation oppimiskyvyn kannalta on oikein toimiva johto ja yrityskaupan jälkeen molempien organisaatioiden johto muodostaisi siten kattavamman osaamisalueen kuin pelkästään toisen yrityksen johto. Yrityksen johdossa olisi tällöin enemmän laaja-alaista kokemusta eivätkä päätökset tulisi aloittelevan johdon spekulatioista. Se luo edellytykset myös sille, että organisaation työntekijät voivat luottaa johdon osaamiseen alusta alkaen.

Kahden eri yrityksen johtoa valittaessa yrityskaupan jälkeen uuden yrityksen johtoon tulee erityisesti kiinnittää huomiota johdon kokemuspohjaan. Yrityksen johdon pitäisi koostua monipuolisesta kokemuksesta ja pitkällä tähtäimellä organisaatio toimii paremmin, kun yritysjohdon kokemukset ja ajattelutavat ovat erilaisia. Erilaisuudessa nähdään yleisesti olevan

mahdollisuutta luoda ainutlaatuista arvoa, mikä voi antaa organisaatiolle elintärkeää kilpailukykyä. (Krishnan ym. 1997, 371)

Krishnan ym. (1997, 370–371) tutkimuksessa nousi esiin myös asia, joka ei ole täysin yhtenevä joidenkin tutkimuksien kanssa. Aiemmin mainittu tutkimus (KPMG 1999) sekä myös muut aiemmat tutkimukset osoittavat, että yritysjohtojen yhdistyminen ei tuo positiivista vaikutusta yrityksen suorituskykyyn, mikäli yritysosto kohdistuu eri toimialan yritykseen. Krishnan ym. tutkimuksen mukaan yritysjohtojen yhdistäminen eli täydentävä johtamisryhmä yrityskaupan jälkeen oli merkittävä suorituskyvyn parantaja sekä samaan toimialaan että eri toimialaan kohdistuneissa yrityskaupoissa.

3.4. Yritysjohdon säilyttäminen ostetusta yrityksestä yrityskaupan jälkeen

Michael Lubatkin, David Schweiger ja Yaakov Weber (1999, 64–65) ovat tehneet tutkimusta yritysjohtajien vaihtuvuuden määristä ja syistä yrityskaupan toteutumisen jälkeen. Tutkimuksessa seurattiin yritysjohtajien vaihtuvuutta neljän vuoden ajan yrityskaupan toteutumisen jälkeen. Heidän tutkimuksen mukaan kumulatiivinen vaihtuvuus ensimmäisen neljän vuoden aikana oli vuosittaisessa järjestyksessä 20, 33, 42 ja 52 prosenttia. Nämä tulokset ovat hieman aiemmin tutkittuja vastaavia lukuja pienemmät. Hambrickin ja Canellan (1993; ref. Lubatkin ym. 1999, 64–65) tutkimuksessa vastaavat prosentit olivat 27, 44, 55 ja 67. Walsh ja Ellwood (1991; ref. Lubatkin ym. 1999, 64) saivat tutkimuksessaan seuraavat kumulatiiviset vaihtuvuusprosentit: 26, 39, 49 ja 55. Walsh'n ja Ellwoodin (1991, ref. Lubatkin 1999, 64) tutkimuksessa yrityskaupan jälkeisiä prosenttilukuja verrattiin 75 yritykseen, joissa ei tapahtunut yrityskauppaa samana ajanjaksona ja siten niin sanotun normaalin yrityksen johdon vaihtuvuus oli tutkimuksen mukaan 7, 15, 24 ja 29 prosenttia kumulatiivisesti neljän toimintavuoden aikana.

Jeffrey A. Krug ja Hegarty W. Harvey (1997, 670–671) ovat tehneet myös tutkimusta yritysjohdon vaihtuvuudesta. Tutkimuksen pääongelmana heillä oli, että eroaako johdon vaihtuvuusaste ostetuissa Yhdysvaltalaisissa yrityksissä, kun ostajana oli kotimainen yritys tai ulkomaalainen yritys. Tutkimuksen mukaan johdon vaihtuvuus on jonkin verran suurempaa, kun ostajana on ulkomaalainen yritys. Tutkimuksessa seurattiin johtajien vaihtuvuutta viiden vuoden ajan. Kotimaisen yritysoston jälkeen johdon vaihtuvuus nousi kumulatiivisesti en-

simmäisestä vuodesta viidenteen vuoteen 20,4 prosentista 69 prosenttiin, kun taas ulkomaalaisen yritysostajan vaikutuksesta johdon vaihtuvuus nousi samalla ajan jaksolla 20,9 prosentista 74,8 prosenttiin. Kiinnostavana vertailuryhmänä tutkimuksessa oli 120 yrityksen joukko, jotka eivät olleet yrityskaupan kohteena viiden vertailuvuoden aikana. Tämän vertailuryhmän johdon vaihtuvuusaste nousi ensimmäisestä vuodesta viidenteen vuoteen 8,1 prosentista 36,9 prosenttiin. Niinpä tämän kuin aiemmin mainitun tutkimuksen mukaan yritysjohton vaihtuvuus on jopa kaksi kertaa suurempaa yrityskaupan jälkeen kuin mikäli yrityskauppaa ei toteutettaisi (Lubatkin ym. 1999, 64).

Tutkimuksissa on myös vertailtu johdon vaihtuvuutta suhteessa yrityksen kokoon yrityskaupan jälkeen. Tutkimustulokset kuitenkin osoittavat, että mitään tilastollista merkitsevyyttä yrityksen koon vaikutuksesta johdon vaihtumiseen ei olisi saavutettu. (Krug & Hegarty 1997, 670; Lubatkin ym. 1999, 66)

Pienissä yrityksissä yritysjohtoa voi olla vähäisimmillään yksi henkilö. Tilanne voi olla sellainen, että yrityksen koko yrityskaupan jälkeen ei mahdollista useamman johtajan palkkaamista molemmista organisaatioista. Tällaisissa tapauksissa ostetun yrityksen johto voidaan nähdä liian isona kulueränä, ja tällainen johdon päällekkäisyys poistetaan. Yrityksen johdon täydellinen vaihtaminen on kuitenkin suuri riski myös muun henkilökunnan vaihtumisen vuoksi. Ostavan yrityksen kannalta tällaisessa tilanteessa tulee pohtia sitä, että kannattaako maksaa aluksi panostamalla yritysjohton toimivuuteen vai maksaako kenties myöhemmin avainhenkilöiden vaihtumisesta aiheutuneista kustannuksista. (Marks & Mirvis 1992, 30)

Tilanteissa, joissa yrityksen osaaminen on pitkälti yrittäjän osaamista, yritysostajan on välttämätöntä suunnitella vaiheittain tapa, jolla yritys jatkossa selviytyy. Toimivia ratkaisuja näissä tilanteissa voivat olla yrittäjän jatkaminen palkkajohtajana määräajan, varatoimitusjohtajan hankkiminen oppimaan yrityksen toimintatapoja tai yrityksen toiminnan mukauttaminen hiljalleen ostettavaan yritykseen siten, että toimintamalli opetetaan nopeasti suuremmalle ihmisjoukolle. (Tenhunen & Werner 2000, 50–51)

Usein yrityksen johto ja yrittäjät haluavat kuitenkin irtautua saatuaan yrityksen myydyksi. Syitä irtaantumiseen yrityksestä voi olla esimerkiksi, että he ovat saattaneet jo rikastua riittävästi myynnistä saaduilla korvauksilla, he eivät enää voikaan itsenäisesti tehdä päätöksiä yri-

tyksen puolesta, uudet roolit uuden omistajan alaisuudessa eivät välttämättä miellytä tai vaikutusvalta voi pienentyä niin paljon, että motivaatio työhön loppuu. (Kiessling & Harvey 2006, 1317)

Lubatkin ym. (1999, 65–66) pyrkivät tutkimuksessaan kartoittamaan syitä yritysjohton vaihtumiseen yrityskaupan jälkeen. Heidän tutkimuksen mukaan näkemykset kulttuurillisista erilaisuuksista ja näkemys vapauden kaventumisesta olivat suurimmat syyt johton vaihtuvuuteen ensimmäisen toimintavuoden aikana yritysoston jälkeen. Tutkimuksen mukaan jopa 50 prosenttia ensimmäisen toimintavuoden vaihtuvuudesta selittyi näiden kahden syyn yhteisvaikutuksesta. Yrityksen toimialalla ei näyttänyt olevan vaikutusta ensimmäisen toimintavuoden aikana johton vaihtuvuuteen ja johton vaihtumisen syihin. Muita luonnollisia syitä yritysjohton vaihtumiseen ensimmäisenä toimintavuonna yrityskaupan jälkeen voivat olla muun muassa ”kultaiset kädenpuristukset”, eläkkeelle siirtyminen tai välitön irtisanominen.

Yrityskaupan tutkimuksissa on havaittu, että yrityskaupan täydet vaikutukset eivät tule näkyviin ensimmäisen neljän toimintavuoden aikana yrityskaupan toteutumisesta (Krug & Hegarty 1997, 673). Lubatkin ym. (1999, 65–66) tutkimuksessa havaittiin, että johton vaihtuvuus neljäntenä toimintavuotena yrityskaupasta johtui pääosin johton vapauden kaventumisesta. Tutkimuksessa havaittiin kuitenkin toimialasta riippuen eroja syistä, jotka johtivat johton vaihtuvuuteen neljännen toimintavuoden aikana. Valmistusteollisuudessa johton vapauden kaventuminen oli pääsyy johton vaihtumiseen, kun taas pankkisektorilla kulttuuriset eroavaisuudet vaikuttivat vielä niin paljon, että se oli pääsyy johton vaihtumiseen. Erona ensimmäisen vuoden vaihtuvuuteen neljäntenä vuotena johton vaihtuminen on varmastikin enemmän vapaaehtoista kuin pakotettua.

Tilanteissa, joissa yrittäjän tai muun johton jääminen katsotaan välttämättömäksi yrityksen menestymisen kannalta, tulisi miettiä vaihtoehtoja, kuinka yrityksen johto saadaan pysymään yrityksen toiminnassa mukana riittävän kauan. Kaupan ehdoista kannattaa tällöin sopia siten, että ostajalla ja myyjällä on sama intressi eli saada yritys yhä kannattavammaksi. Tällaisessa tilanteessa kauppaehtoihin kannattaa ottaa määräys, että myyjä saa osan kauppahinnasta kauppaa seuraavien vuosien tuotosta. Näin myyjä saa mahdollisen palkan lisäksi kauppaehto- jen mukaiseen tuottoon perustuvan kauppahinnan lisän vuosittaisista voitoista. (Pasonen ym. 2000, 99)

Tällainen kauppahinnan pilkkominen tuleville vuosille ei ole eduksi myyjälle, ellei myyjälle anneta samalla oikeutta vaikuttaa yrityksen tulevien vuosien menestykseen ja tulokseen. Myyjälle tulee siis jättää valtaa ja vastuuta riittävästi, mikäli kauppahinnasta huomattava osa ajatellaan koostuvan tulevien vuosien voitoista. Teknisesti tulevien vuosien kauppahinnan maksu voidaan toteuttaa esimerkiksi siten, että kolmen vuoden ajalta yrityskaupan jälkeen maksetaan myyjälle 20 prosenttia yrityksen käyttökatteesta. (Tenhunen & Werner 2000,51–52)

4 TUTKIMUSMENETELMÄT

4.1 Miksi haastattelu?

Haastattelu on hyvin joustava menetelmä, joten se sopii monenlaisiin tutkimustarkoituksiin. Haastattelussa ollaan suorassa kielellisessä vuorovaikutuksessa tutkittavan kanssa, mikä luo mahdollisuuden suunnata tiedonhankintaa haastattelutilanteessa. Tällöin on myös mahdollista saada esiin vastausten taustalla piileviä motiiveja. Haastattelussa esiin tulevat ei-kielelliset vihjeet auttavat ymmärtämään vastauksia sekä joskus myös ymmärtämään merkityksiä toisin kuin esimerkiksi alussa ajateltiin. Haastattelujen etuja ovat muun muassa, että selvittävien asioiden tietoja on mahdollista syventää ja selventää sekä monitahoisten asioiden huomioon ottaminen on mahdollista. Haastattelun huonoina puolina voidaan pitää ainakin sitä, että virheitä aiheutuu niin haastattelijasta kuin haastateltavasta. Esimerkiksi haastattelun luotettavuutta voi heikentää haastateltavan taipumus antaa sosiaalisesti suotavia vastauksia. Haastattelijalta vaaditaan myös taitoa ja kokemusta kysyä oikeita asioita ja tulkita vastauksia oikealla tavalla. (Hirsjärvi & Hurme 2009, 34–35)

Tutkimuksen empiirinen osio päätettiin toteuttaa haastattelemalla, koska kvantitatiiviseen tutkimukseen ei ollut mahdollista saada riittävän suurta aineistoa kohtuullisella työpanoksella. Yrityskaupoista ei ole Suomessa kovin hyvin koottuja tietokantoja vaan yrityskaupat ovat yleensä yksittäistapauksina tiettyjen henkilöiden tiedoissa. Toinen asia, joka puolsi haastatteluja, on yrityskauppojen monimuotoisuus ja tarkoituksellisuus. Yrityskauppoja voidaan toteuttaa monista eri syistä, toki taloudellisuus on yleensä ohjaava tekijä. Yrityksiä voidaan ostaa muun muassa sen vuoksi, että kilpailija poistuisi markkinoilta eikä ostettavaa yritystä ole tarkoitus edes kehittää.

Haastateltavat valittiin tutkimukseen sen perusteella, ketkä osaisivat antaa parhaiten vastauksia tutkimuksen kirjallisuuskatsauksessa nousseisiin asioihin. Yksi vaihtoehto olisi ollut tutkia yrityskauppoja tehneitä yrityksiä ja heidän edustajiaan, mutta näille yrityksille yrityskaupat ovat yleensä ainoita tapauksia eikä siten esimerkiksi yrityskaupan hintaan vaikuttavat tekijät olisi niin tuttuja asioita heille. Useita yrityskauppoja toteuttaneet ja pitkään alalla toimineet asiantuntijat ovat käyneet yrityskaupan hintaan vaikuttavia tekijöitä huomattavasti perusteelli-

semmin läpi ja he ovat joutuneet jokaisessa yrityskaupassa käymään läpi myös yrityskaupan kannalta merkittäviä subjektiivisia asioita läpi.

4.2 Haastattelun laatu ja luotettavuus

Haastattelun laadukkuutta voidaan tavoitella etukäteen hyvin valmistelulla haastattelurungolla. Ennalta on hyvä miettiä, miten teemoja voidaan syventää ja hyvä on pohtia myös vaihtoehtoisia lisäkysymysten muotoja. Tutkimuksessa haastattelijana toimii itse tutkija, joten tietoa kerätään jokaiselta haastateltavalta samalla tavalla. Haastattelut äänitetään ja litterointi tapahtuu mahdollisimman pian haastattelun jälkeen. (Hirsjärvi & Hurme 2009, 184–185)

Kvantitatiivisessa tutkimuksessa käytetään laadun ja luotettavuuden kanssa reliabelius ja validius -käsitteitä. Kvalitatiivisessa tutkimuksessa näitä laadun ja luotettavuuden mittareita on vaikea käyttää, koska tutkimusmenetelmät ovat niin erilaisia. Sekä kvantitatiivisessa että kvalitatiivisessa tutkimuksessa pyritään kuitenkin siihen, että se paljastaa tutkittavien käsityksiä ja heidän maailmaansa niin hyvin kuin mahdollista. Haastattelututkimuksessa tutkija ei ole etäinen tutkija, kuten yleensä kvantitatiivisessa tutkimuksessa, vaan tutkija vaikuttaa aktiivisemmin saatavaan tietoon. Haastattelun pohjalta tehdyssä tutkimuksessa on kyse tutkijan tulkinnoista ja hänen käsitteistöstään, johon tutkittavien käsityksiä yritetään sovittaa. Tämän vuoksi käsiteanalyysi on merkittävä laadun mittari, eli tutkijan on pystyttävä dokumentoimaan, miten hän on päätenyt luokittamaan ja kuvaamaan tutkittavien maailmaa juuri niin kuin hän on sen tehnyt. (Hirsjärvi & Hurme 2009, 188–189)

Haastatteluaineiston laatua tulisi arvioida muun muassa siten, että onko kaikki käytettävissä oleva aineisto otettu huomioon ja onko tiedot litteroitu oikein. Aineiston tulisi heijastaa mahdollisimman paljon tutkittavien ajatusmaailmaa, vaikkakin haastattelujen tulos on aina seurausta haastattelijan ja haastateltavan yhteistoiminnasta. (Hirsjärvi & Hurme 2009, 189)

4.3 Haastateltavien taustatiedot

Tutkielman empiirisen osuuden muodostavat kuuden yrityskauppojen asiantuntijoiden haastattelut. Haastattelut toteutettiin helmikuussa 2012 siten, että Joensuussa haastateltiin viisi asiantuntijaa kasvotusten sekä pääkaupunkiseudulta haastateltiin yhtä asiantuntijaa puhelin-

keskustelun välityksellä. Haastattelun kohteena olleet asiantuntijat ovat olleet tekemisissä yrityskauppojen kanssa jo usean vuoden ja heillä jokaisella on kokemusta yrityskaupoista vähintään 40 yrityskaupan osalta. Kaikki haastattelut on nauhoitettu ja litteroitu. Haastattelujen kestot vaihtelivat yhdestä kahteen tuntia ja litteroitua aineistoa kertyi yhteensä 101 sivua.

Asiantuntija 1:n haastattelu on toteutettu 6.2.2012. Hän toimii yksityisenä yrittäjänä ja päätyönään hän tekee yrityksille yritysjohtoon konsultointia eri asioissa. Ennen oman yrityksen perustamista asiantuntija 1 on toiminut noin 15 vuotta tukkukaupan ja teollisuuden esimies- ja johtotehtävissä. Tehtävinä ovat olleet taloushallinto, rahoitus sekä linjavastuut tehtaissa. Nykyisen yrityksen toimenkuvaan kuuluvat monenlaiset kehittämiskonsultoinnit sekä yrityskauppoihin liittyvät konsultoinnit. Yritys on toiminut vuodesta 1990 alkaen ja yrityskauppoja yrityksessä on tehty vuodesta 1998 lähtien eli kokemusta yrityskaupoista on tällä hetkellä kertynyt noin 14 vuoden ajalta. Yrittäjän arvion mukaan hän on ollut mukana 50 - 100 yrityskaupassa. Asiantuntija 1:n yrityskauppa-asiakkaat ovat usein jo aikaisempia asiakkaita tai yrityskaupan myötä yritykset tulevat hänen asiakkakseen, joten hän on voinut seurata melko hyvin yrityskauppojen vaikutuksia yrityskaupan toteutumisen jälkeen. Asiantuntija 1:n rooli yrityskaupoissa on ollut enimmäkseen myyjän asiantuntijana, mutta usein myös ostajan asiantuntijana.

Asiantuntija 2:n haastattelu toteutettiin myös 6.2.2012. Hän työskentelee paikallisessa kehittämissyhtiössä, joka on perehtynyt yritystalouden kehittämiseen. Kehittämissyhtiön rahoitus tulee verorahoista ja asiantuntijapalvelu on yrityksille ilmaista. Asiantuntija 2:n rooli yrityskaupoissa on vetää yrityskauppaprosesseja eteenpäin ja ideana on, että yhtiö ei kilpaile muiden juristien ja konsulttien kanssa vaan yhtiö ohjaa yrityskauppoja myös heille. Asiantuntija 2 auttaa perusneuvonnan ja yleensä aloittaa yrityskauppaprosessin. Asiantuntija 2 on tehnyt pisimmän työuran yrittäjänä, 15 vuotta, ja sen jälkeen hän on ollut erinäisissä projektitehtävissä, jotka liittyvät tavalla tai toisella omistajanvaihdokseen. Hänellä on kokemusta yrityskaupoista noin 10 vuoden ajalta ja hän on ollut lähes 1000 yrityskaupassa jollain tavalla mukana. Asiantuntija 2:n yrityskaupat koostuvat pääosin mikroyrityksistä, joiden palveluksessa on vähemmän kuin 10 työntekijää.

Asiantuntija 3:n haastattelu on toteutettu 7.2.2012. Asiantuntija 3 toimii KHT-tilintarkastajana ja yrityskauppojen asiantuntijana omassa yrityksessään, jossa työskentelee tällä hetkellä kol-

me henkilöä. Asiantuntija 3:n rooli on olla asiantuntijana joko ostajan tai myyjän puolella ja pääsääntöisesti hän hoitaa koko yrityskauppaprosessin arvonmäärittämisestä yrityskaupan tekemiseen toteuttamiseen saakka. Asiantuntija 3:lla on työkokemusta noin 10 vuotta pankkialalla yritysrahoituksen tehtävissä ja sen jälkeen hän toimi yrittäjänä yli 20 vuotta taloushallintopalveluita tuottavassa yrityksessä. Hän myi yrityksen muutama vuosi sitten ja toimii nyt yrittäjänä pienemmässä yrityksessä. Hänellä on kokemusta yrityskaupoista noin 15 vuoden ajalta ja erityisesti viime vuosina hän on keskittynyt enemmän yrityskauppoihin. Asiantuntija 3 ei ole pitänyt kirjaa yrityskauppojen määrästä, mutta arvioi, että yrityskauppojen lukumäärä on satoja.

Asiantuntija 4:n haastattelu toteutettiin puhelinhaastatteluna 8.2.2012. Asiantuntija 4 työskentelee pääkaupunkiseudulla pääomasijoitusyhtiössä, jossa työskentelee 5 henkilöä. Asiantuntija 4:n rooli on olla sijoittajana, joka tekee yrityksiin sijoituksia heidän hallinnoimiensa rahojen mukaan. Asiantuntija 4:n aikaisempi työkokemus koostuu pääasiassa investointipankin alalta, jossa hän työskenteli noin 10 vuotta. Aikaisemmassa työssään hänen rooli oli olla asiantuntijatahona myyjälle eli hänellä oli myynti toimeksianto ja hän yritti hakea siihen yritykseen ostajan. Yrityskauppojen parissa asiantuntija 4 on työskennellyt noin 11 vuotta ja hän on ollut 40 – 50 yrityskaupassa mukana uransa aikana.

Asiantuntija 5:n haastateltiin 16.2.2012. Asiantuntija 5 toimii tällä hetkellä taloushallintopalveluita tuottavan yrityksen johdossa, missä on noin 40 henkilöä töissä. Hänen työtehtäviin kuuluvat yritysconsultoinnit sekä liikkeenjohdon työtehtävät, ja yrityskaupat muodostavat nykyään merkittävän osan työstä. Asiantuntija 5 on toiminut itse yrittäjänä aikaisemmin ja on toteuttanut useita yrityskauppoja itsekin sekä ostajana että myyjänä. Yleensä hänen rooli on ollut yrityskaupoissa asiantuntijana, joka vie yrityskauppaprosessin alusta loppuun. Asiantuntija 5 on myös aitiopaikalla seuraamassa yritysten menestymistä yrityskaupan jälkeen, sillä yrityskauppa-asiakkaat ovat pääsääntöisesti heidän aikaisempia asiakkaita ja ovat yrityksen asiakkaita yleensä myös yrityskaupan jälkeen. Asiantuntija 5 on paneutunut yrityskauppoihin erityisesti viimeisen kahdeksan vuoden ajan ja viimeisen neljän vuoden aikana hän on ollut yli 50:ssä yrityskauppaan liittyvässä tapauksessa mukana.

Asiantuntija 6:n haastateltiin viimeisenä 16.2.2012. Asiantuntija 6 toimii perheyrityksessä isänsä kanssa. Asiantuntija 6:n työtehtäviin kuuluvat yritysconsultoinnit ja tällä hetkellä suu-

rimman osan ajasta vie yrityskauppoihin liittyvät arvonmääritykset. Asiantuntija 6:n rooli on olla yrityskaupoissa ulkopuolinen asiantuntija, joka pyrkii puolueettomaan näkemykseen yrityskaupassa. Asiantuntija 6:n työ painottuu yritysten arvonmäärityksiin sekä verotuksen ja rahoituksen kysymyksiin yrityskaupan yhteydessä eli pääsääntöisesti yrityskauppatapaukset ovat melko lyhytkestoisia, joitakin tapauksia on tosin pidempiaikaisia ja asiakassuhde on jatkunut myös yrityskaupan jälkeen. Asiantuntija 6 on perehtynyt yrityskauppoihin noin kahdeksan vuoden ajan koko ajan suuremmassa määrin ja hän on tehnyt arvonmäärityksiä yrityskauppojen yhteydessä noin 180 - 190 kappaletta.

5 ASiantuntijoiden Näkemyksiä Yrityksen Arvon Määrityksestä ja Yritysjohdon Merkityksestä

5.1 Kauppahinta ja arvonmääritys

Haastattelun aluksi asiantuntijoilta kartoitettiin heidän tapaansa määritellä yrityksen kauppahintaa. Tiettyjen nyrkkisääntöjen käyttö yrityskaupassa, kuten esimerkiksi 3-5 kertaa käyttökate, ei ollut kovin yleisessä käytössä asiantuntijoiden keskuudessa. Näitä yksinkertaisia nyrkkisääntöjä saatettiin käyttää aluksi arvioitaessa karkeasti yrityksen kauppahintaa, mutta varsinainen kauppahinnan arviointi ja yrityksen arvonmääritys näyttäisi tapahtuvan syvällisemmän taloudellisen analyysin kautta.

Asiantuntijoiden rooli yrityskauppojen synergioita mietittäessä näyttäisi olevan vähäinen. Yrityskaupoissa ostaja saattaa olla kiinnostunut mahdollisista synergioista, mutta synergioiden hakeminen ei koske yleensä asiantuntijoiden tekemää arvonmääritystä eikä se vaikuta yrityksen arvonmääritykseen. Jotkut asiantuntijoista olivat havainneet, että ostaja voi olla valmis maksamaan yrityksestä käypää arvoa enemmän, mikäli ostajan mielestä hän saa merkittäviä synergiaetuja yrityskaupassa. Joissakin tapauksissa synergioilla näyttäisi olevan merkitystä myös pk-yrityksien välisissä yrityskaupoissa sekä kaupan toteutumiseen että kauppahintaan, mutta synergiaista maksamisen järkevyyttä ostajan kannattaa aina miettiä. Muutama asiantuntija mainitsi, että ostajan ei kannattaisi maksaa synergiaeduista myyjälle, koska ostajan ei kannattaisi maksaa siitä, mitä hän itse saa aikaan yrityskaupan myötä.

Tulevaisuuteen ennustaminen kuuluu kiinteästi yrityskaupan hinnan määrittämiseen, mutta asiantuntijat painottivat historian merkitystä tulevaisuuden ennustamisessa. Tulevaisuutta pyritään usein karkeasti arvioimaan erilaisten strategioiden kautta, mutta osa asiantuntijoista painotti, että heidän toimialatuntemus ei välttämättä riitä arvioimaan yrityksen tulevaisuutta riittävän hyvin. Moni asiantuntija käyttää osana yrityksen arvonmääritystä kassavirta-analyysia, jonka tarkoituksena on arvioida yrityksen tulevaa kassavirtaa, mutta todellisuudessa, kuten yksi haastateltavista mainitsi, yrityksen tulevaisuus on aina jotain muuta kuin mitä laskelmat odottavat.

Yrityksen laskennallisen arvon määrittäminen voidaan tehdä usealla tavalla, mikä näyttäisi riippuvan melko paljon asiantuntijan roolista yrityskaupassa. Moni asiantuntijoista myös mainitsi, että kysyttäessä usealta asiantuntijalta yrityksen arvoa saadaan yhtä monta hintaa kuin on hinnan arvioijia. Yritykselle on siten mahdotonta antaa täysin oikeaa hintaa, koska jokainen yrityskauppa on aina yksilöllinen ja yrityksen arvoon vaikuttavat niin monet asiat. Lisäksi lopulliseen kauppahintaan vaikuttaa merkittävästi ostaja, eli paljonko ostaja on valmis maksamaan myytävästä kohteesta. Muutama asiantuntijoista mainitsi, että varsinkin Itä-Suomessa yrityksen ostajaehdokkaista on melko vähän, mikä saattaa vaikuttaa pienentävästi myytävän yrityksen kauppahintaan.

Asiantuntijoilla näyttäisi olevan paljon samoja vaiheita arvonmäärittämisessä, mutta eri asioiden painotus näyttää hieman vaihtelevan hieman asiantuntijoiden roolin mukaan. Usein arvonmäärittäminen aloitetaan yrityksen strategian analyysillä tai arvioinnilla. Osa asiantuntijoista miettii strategiaa liiketoimintasuunnitelman laatimisen tai arvioimisen kautta ja osa keskustelemalla muuten yrittäjien kanssa. Näyttäisi olevan myös melko tyypillistä, että myytävästä yrityksestä tehdään ostajaehdokkaalle jonkinlainen myyntiesite, jossa kerrotaan yrityksen strategisista asioista, kuten liikeideasta, palveluista, kilpailijoista, asiakassuhteista ja henkilöstöstä. Varsinkin sijoittajan näkökulmasta strategiaan asioihin panostetaan paljon, ja merkittävä asia näyttäisi olevan, että ostajalle tai sijoittajalle tulee luottavainen olo yrityksen tulevaisuuden menestymiseen ja henkilöstön osaamiseen.

Strategisen analyysin tekemisen kattavuus vaihtelee hieman eri asiantuntijoilla, mutta talouden analysoinnin kaikki asiantuntijat tekevät melko tarkasti. Myytävän yrityksen historiaa tutkitaan yleensä kahden tai kolmen vuoden verran taaksepäin ja tuloslaskelmaan sekä taseeseen tehdään tarvittavat oikaisut, eli tehdään tietynlainen tilinpäätösanalyysi yrityksen aiemmista vuosista. Usein tuloslaskelmaa oikaistaan yrittäjien palkkakustannusten osalta, mikäli yrittäjät eivät ole ottaneet rahaa yrityksestä palkkana, tai sitten yrittäjät ovat voineet maksaa vapaaehtoisia eläkevakuutuksia, jotka taas pienentävät yrityksen tulosta. Taseen eri osien oikaisuja käypään arvoon tehdään tarvittaessa ja erityisesti kiinteistöjen osalta saatetaan tehdä isoja oikaisuja. Yhden asiantuntijan mukaan syrjäseuduilla voi olla siten, että kiinteistön arvo on vain 10 prosenttia sen rakentamiskustannuksista. Kiinteistöjen arvioinnissa käytetään yleensä apuna kiinteistövälittäjiä. Talouden analysointiin kuuluu lisäksi tulevaisuuden ennustaminen, mikä tapahtuu yleensä budjetoinnin tai kassavirta-analyysin avulla. Budjetointia

mietitään yleensä kaksi tai kolme vuotta eteenpäin ja arvioidaan karkeasti tulevaisuutta myös sen jälkeen.

Pääsääntöisesti myytävälle yritykselle lasketaan substanssiarvo, mutta välttämättä sitä ei lasketa ollenkaan, mikäli substanssin merkitys on vähäinen tai se on täysin sidoksissa liiketoiminnan pyörittämiseen ja liiketoiminta on kannattavaa. Substanssiarvon merkitys on yrityskaupassa yleensä vähäinen, kun ollaan ostamassa tai myymässä hyvin kannattavaa yritystä, mutta mikäli yrityksen kannattavuus on huono, niin yrityksen kauppahinta saattaa olla hyvin lähellä substanssiarvoa tai joskus jopa sen alapuolella. Lähtökohtaisesti yrityksen arvo määräytyy tuottoarvon kautta, koska ostajat pyrkivät ostamaan yleensä kannattavia yrityksiä eivätkä yleensä ole kiinnostuneita riskialttiimmista huonosti kannattavista yrityksistä.

Arvonmäärittämissä käytö vaihtelee jonkin verran asiantuntijoittain ja tähänkin näyttäisi vaikuttavan asiantuntijan rooli yrityskaupoissa. Selvästi eniten asiantuntijat käyttävät tuottoarvoon perustuvaa (vapaan) kassavirran mallia ja jonkin verran käytettiin myös vertailulukuja sekä talouden lisäarvomallia. Arvonmäärittämissä tehdään myös rahoittajien käyttämällä tavalla, jolloin etenkin yrityskaupan takaisinmaksuaika käydään yleensä läpi. Asiantuntijoiden arviot yrityskauppojen takaisinmaksuajoista vaihtelivat jonkin verran ja syynä saattaa olla, että osa asiantuntijoista on keskittynyt eri toimialoihin. Teollisuuden toimialalla näyttäisi keskimäärin olevan hieman pidemmät maksuajat, noin 5-6 vuotta, mutta keskimäärin takaisinmaksuajat näyttäisivät olevan 3-4 vuotta, joillakin riskialttiilla toimialoilla jopa lyhyempi.

Yksi asiantuntijoista käytti pienten yritysten arvonmäärittämissä verottajan kehittämiä yrityksen arvonmäärittämissä sukupolvenvaihdokseen, mutta osa asiantuntijoista ei ollut vakuuttuneita mallin toimivuudesta todellista yrityksen arvoa laskettaessa. Verottaja laskee yrityksen arvon substanssiarvon ja tuottoarvon kautta siten, että mikäli tuottoarvo on alle yrityksen substanssiarvon, yrityksen arvo on substanssiarvo, ja mikäli tuottoarvo on korkeampi kuin substanssiarvo, yrityksen arvoksi tulee verottajan mukaan substanssiarvon ja tuottoarvon välinen keskiarvo.

Asiantuntijat painottivat, että yrityksen arvonmäärittäminen on vain suuntaa antava luku yrityksen kauppahinnasta, koska arvonmäärittämissä sisältyy paljon subjektiivista arviointia sekä ennustamista. Siten tiettyyn laskentamalliin pidättäytyminen ei edistä kaupan toteutumista vaan

yrittäjäkaupan toteuttamiseksi on tärkeä miettiä nimenomaan sitä, että paljonko ostajat ovat kustakin yrityksestä valmiita maksamaan. Eräässä tapauksessa yhden kasvuyrityksen arvoksi saatiin erilaisilla laskentamalleilla pienimmillään kaksi miljoonaa ja suurimmillaan 24 miljoonaa riippuen siitä, miten pitkä oli tuottoaika, miten nopea kasvukäyrä ja mikä oli oman pääoman tuottovaatimus. Yrityksestä myytiin jonkin ajan kuluttua osakkeita, jolloin tästä kasvuyrityksestä maksettiin kauppatilanteessa luku, joka oli noin puolivälissä aiemmin laskettua arvonmäärityksen hintahaarukkaa.

Verotuksen vaikutus yrityskaupan hintaan on kaikkien asiantuntijoiden mielestä selkeä. Nykyinen verolainsäädäntö ohjaa siihen, että osakekauppa on myyjälle edullisempi ja liiketoimintakauppa on taas ostajalle parempi. Haastatteluissa kävi myös ilmi, että mikäli kaupan kohteena ovat samat asiat, niin liiketoimintakaupan hinta on yleensä aina korkeampi kuin vastaava osakekauppa. Päällimmäinen syy liiketoimintakaupan korkeampaan hintaan on ostajan puolelta se, että liiketoimintakaupassa ostava yritys saa vähentää verotuksessa poistoina yrityskaupasta syntyvän liikearvon, kun taas osakekaupassa maksettu liikearvo ei ole verotuksessa vähennyskelpoista. Tämän vuoksi paljon liikearvoa sisältävät yrityskaupat ovat kalliimpia liiketoimintakauppana kuin osakekauppana. Myyjän puolelta liiketoimintakaupan hintaa korottava tekijä on se, että liiketoimintakaupassa myyjänä on yhtiö eikä omistaja. Siten liiketoimintakaupasta tullut kauppahinta on liikearvon verotuksen jälkeen vasta yhtiön varallisuutta ja omistajan pitäisi saada se tavalla tai toisella itselleen, jolloin tulee yhtiön purkukustannuksia eli omistajaan kohdistuvat verot.

Asiantuntijoiden rooli näyttäisi vaikuttavan siihen, että onko osake- vai liiketoimintakauppa yleisempi. Puhtaasti yrityskauppaneuvottelijana toimivat näyttäisivät suosivan liiketoimintakauppaa, mutta sijoittajana toimivat tai myyjän edustajana olevat asiantuntijat näyttäisivät toteuttavan enemmän osakekauppoja. Tämä jakautuminen näyttää johtuvan siitä, että myyjän kannattaa pyrkiä yleensä yrityskauppaan ja ostajan liiketoimintakauppaan. Rahoittajat saattavat suosia myös liiketoimintakauppaa ja saattavat olla valmiita rahoittamaan suurempaa kauppahintaa, mikäli yrityskauppa toteutetaan liiketoimintakauppana.

Yrityskauppaneuvottelijana toimivat voivat painottaa enemmän liiketoimintakaupan toteuttamista, koska yrityskaupan vastuut ja vakuudet eivät siirry liiketoimintakaupassa ostajalle. Yksi asiantuntijoista mainitsi, että vastuut ovat usein piileviä, joten liiketoimintakauppa on

ostajalle aina turvallisempi vaikka vastuut ja vakuudet olisi näennäisesti käyty läpi yritys-kauppaneuvotteluissa. Tietyillä toimialoilla, kuten rakentaminen, näyttäisi olevan lähes vakiintunut käytäntö, että yrityskaupat toteutetaan liiketoimintakauppana. Joillakin toimialoilla ja yrityksillä myyjäosapuolella saattaa toisaalta olla niin merkittäviä sopimuksia, että ostajan ei kannata ostaa liiketoimintakauppaa, koska uudet sopimukset esimerkiksi asiakkaisiin tai toimittajiin eivät olisi todennäköisesti yhtä hyviä.

Asiantuntijoilla näyttäisi olevan samansuuntaisia kokemuksia rahoituksen vaikutuksesta kaupan toteutumiseen ja kauppahintaan. Rahoituksen järjestymisen voi olla asiantuntijoiden mukaan yrityskaupan toteutumisen este, mutta harvoin se näyttäisi vaikuttavan toteutuneeseen kauppahintaan. Rahoittajat laskevat omalla tavallaan ostavan yrityksen riskin lainan maksamisesta takaisin rahoittajalle, ja yleensä rahoittaja ottaa kantaa ainoastaan siihen, että lähtekö se rahoittamaan yrityskauppaa vai ei. Tietyllä tavalla rahoituksella voi olla kaupan hintaan pienentävä vaikutus, kun rahoittajat eivät lähde yrityskauppaan mukaan, mikäli riski on heidän mielestään liian suuri. Tällöin myyjän on usein pudotettava kauppahintaa, että rahoitus saataisiin järjestymään. Tällaisessa tilanteessa tietenkin ostajankin kannattaisi miettiä, että onko maksamassa yrityksestä liikaa, mikäli rahoittajat vetäytyvät yrityskaupasta. Rahoittajien intressi on tietenkin saada yrityskaupan hinta mahdollisimman pieneksi, että ostaja olisi maksukykyinen lainan takaisinmaksuun. Asiantuntijoiden mukaan rahoittajat pyrkivät myös siihen, että ostajalle täytyy jäädä jonkin verran rahaa yrityksen kehittämiseen lainan lyhennysten ja korkojen maksun lisäksi.

Yrityksen vastuut ja vakuudet näyttäisivät vaikuttavan varsin vähän yrityskaupan hintoihin pk-yrityksissä. Joillakin toimialoilla, kuten rakentamisen alalla, takuisiin liittyviä asioita joudutaan miettimään hieman enemmän, mutta yleensä myytävät yritykset ovat hyvässä tilassa myös vastuiden ja vakuuksien suhteen, joten niiden vaikutus näyttäisi jäävän vähäiseksi yrityskaupan kokonaisuutta ajatellen.

5.2 Yrityksen osaamisen ja yritysjohton merkitys yrityskaupassa

Asiantuntijat pitivät yrityksen osaamisen ja yritysjohton merkityksen tutkimista hyvin mielenkiintoisena aiheena. Asiantuntijoiden vastaukset ja näkemykset vaihtelivat jonkun verran riippuen taas siitä, mikä on heidän roolinsa yrityskaupassa. Mikäli asiantuntijan tehtäviin kuu-

luu pelkästään yrityskauppaprosessin läpivienti tai vain osa yrityskaupanprosessin tehtävistä, niin yrityksen osaaminen ja yritysjohton rooli näytti merkitsevän arvonmäärityksessä ja yrityskauppaprosessissa hieman pienempää osuutta. Vastaavasti sijoittajana toimivat ja ostetun yrityksen kanssa yrityskaupan jälkeen toimivat asiantuntijat ovat joutuneet osittain pakostakin miettimään ja elämään mukana yrityksen osaamisen ja yrityksen johdon kanssa.

Asiantuntijat olivat yksimielisiä siitä, että yrityksen osaamisella on merkitystä yrityskaupassa. Yrityksen osaamisen arviointi ja määrittely eivät yleensä ole arvonmäärityksessä tai yrityskauppaprosessissa mikään tietty vaihe, vaan yrityksen osaaminen ilmenee usealla eri tavalla ja useassa eri yrityskauppaprosessin vaiheessa. Osa asiantuntijoista lähtee yrityskaupassa liikkeelle myytävän tai ostettavan yrityksen liiketoimintasuunnitelmasta tai myyntiesitteestä, jossa käydään jo ensimmäisen kerran läpi esimerkiksi henkilöstöön liittyviä asioita sekä kriittisiä menestystekijöitä. Toiset asiantuntijat lähtevät taas liikkeelle yrityksen tilinpäätöstiedoista ja suorittavat ehkä karkean arvonmäärityksen, jonka jälkeen arvioidaan yrityskaupan riskiä käymällä tarkemmin läpi, kuinka realistinen arvonmääritys on tilinpäätöksen pohjalta ja kuinka paljon arvonmääritystä tulee korjata tai kuinka paljon tulee lisätä niin sanottua riskikerrointa tuotto-odotuksiin.

Yrityksen osaamista asiantuntijat arvioivat muun muassa vapaasti keskustelemalla myyjäyrittäjän kanssa yrityksen strategiasta ja henkilöstöstä. Joissakin tapauksissa tilinpäätösinformaatiota katsottaessa saatetaan kiinnittää huomiota joihinkin erikoisen hyviltä tai huonolta vaikuttaviin asioihin, kuten myynnin kehitykseen tai palkkakustannuksiin. Tilinpäätösinformaation pohjalta saattaa ilmetä, että yrityksessä on töissä todellinen myyntitykki tai että palkkakustannukset ovat suuret reklamaatiokorjausten vuoksi, koska henkilöstön hyvinvointi on ollut pitkään huonolla tolalla. Asiantuntijat pyrkivät kartoittamaan henkilöstöstä yleensä ainakin yrityksen henkilöstön keski-ikä sekä avainhenkilöt, joilla on ollut merkittävä vaikutus yrityksen menestymiseen sekä tulevaisuuden odotuksiin tuotoista. Avainhenkilöiden kohdalla mietitään esimerkiksi sitä, kuinka todennäköisesti he jatkaisivat yrityksen palveluksessa yrityskaupan toteutumisen jälkeen ja vaikuttasiko yrityskauppa jollakin tavalla avainhenkilöiden käyttäytymiseen.

Henkilöstön ja avainhenkilöiden vaihtuvuus yrityskaupan jälkeen ei näyttäisi olevan kovin merkittävää pk-yrityksissä asiantuntijahaastattelujen pohjalta. Joitakin tapauksia kuitenkin

ilmeni, että mikäli yrityksen kulttuuria tai toimintatapoja oli muutettu hyvin merkittävästi ja nopealla aikataululla yrityskaupan jälkeen, niin henkilöstön vaihtuminen aiheutti jopa toiminnallisen riskin yritykselle. Yrityskauppa voi olla henkilöstölle todella merkittävä tapahtuma pk-yrityksessä varsinkin silloin, kun omistaja on ollut läheisesti tekemisissä yrityksen henkilöstön kanssa pitkään. Jonkun verran henkilöstön vähäiseen vaihtuvuuteen saattaa vaikuttaa se, että Pohjois-Karjalassa vaihtoehtoisia työpaikkoja ei ole välttämättä kovin paljon tarjolla, vaikka henkilökunta haluaisikin vaihtaa työpaikkaa yrityskaupan jälkeen. Osa asiantuntijoista kuitenkin painotti, että tutkimustieto, jonka mukaan henkilöstön vaihtuvuus yleensä lisääntyy yrityskaupan myötä, on enemmän suurempien organisaatioiden ongelma.

Yrityksen osaaminen ei asiantuntijoiden mukaan vaikuta suoranaisesti yrityskaupan hintaan, mutta usein se voi vaikuttaa välillisesti. Välillinen vaikutus tarkoittaa tässä sitä, että yleensä ostetaan yrityksiä, jotka ovat taloudellisesti hyvässä tilanteessa, jolloin yrityskaupan hinta muodostuu pitkälti tuottoarvon mukaan ja hyvin menestyvässä yrityksessä on lähes poikkeuksetta myös osaava henkilökunta. Moni asiantuntijoista mainitsi, että yrityksen osaaminen näkyy yrityksen aikaisempien vuosien tuloksessa, mutta sitä on mahdotonta erikseen laskea, kuinka suuri vaikutus on henkilöstön osaamisella yrityksen tulokseen. Toisin sanoen, kun lasketaan yrityksen arvoa tuottoarvon mukaan, niin yrityksen aikaisempien tuloksien mukaan myös henkilöstön osaaminen vaikuttaa tuottoarvoon ja siten myös arvonmäärittelyyn. Arvonmäärittelyä tehtäessä osaamista on kuitenkin mahdoton irrottaa erilliseksi osakseen.

Yritysjohdolla näyttäisi haastattelujen mukaan olevan hyvin suuri merkitys koko yrityksen osaamiseen pk-yrityksissä. Asiantuntijoiden mukaan yrittäjän merkitys yrityksen kokonaisosaamisessa riippuu usein yrityksen kokoluokasta. Yhden hengen yrityksiä tai ammatinharjoittajina toimivia yrittäjiä ei usein voi edes myydä, koska entisen yrittäjän poistuessa myös osaaminen poistuu yrityksestä. Joistakin yhden hengen yrityksistä saatetaan ostaa asiakaskunta, tällainen on mahdollista esimerkiksi tilitoimistoalalla, ja silloin kauppahinta voidaan sitoa esimerkiksi saatavien asiakkaiden määrään entiseltä yrittäjältä. Suuremmissa pk-yrityksissä on asiantuntijoiden mukaan yleensä muitakin avainhenkilöitä yrittäjän lisäksi, mutta muiden avainhenkilöiden merkitys riippuu hyvin paljon yrittäjän halusta ja kyvystä luovuttaa vastuuta yritystoiminnasta muille avainhenkilöille. Yritystoiminnan myynnin kannalta yrittäjän olisi tärkeä hyvissä ajoin ennen yrityskauppaa siirtää omaa osaamista ja vastuuta pois itseltään luotettaville avainhenkilöille.

Pienissä yrityksissä ainoa avainhenkilö voi olla yrittäjä, jolloin tulee miettiä, kuinka yrittäjän osaaminen saadaan siirrettyä uudelle yrittäjälle tai uuden omistajan valitsemalla johdolle. Tiedon dokumentointi ja siirtäminen ei ole kuitenkaan aina yksinkertaista, koska osaaminen ja niin sanottu hiljainen tieto voi ilmetä vain joissakin tilanteissa, joihin ei ennalta osata varautua. Asiantuntijat painottivat, että pk-yritykset, joissa osaaminen on pitkälti yrittäjän varassa, ovat usein hankalasti myytäviä. Yleensä tällaiset yhtiöt ovat yhden tai muutaman hengen yrityksiä, mutta joissakin noin 30 hengen yrityksissäkin voi olla vielä tilanteita, että yrittäjä on ainoa osaava henkilö tietyissä strategisesti tärkeissä osaamisalueissa, kuten asiakasrajapinnassa ja hinnoittelussa. Näissä tapauksissa myyjän tulisi kehittää itselleen hiljalleen korvaavaa henkilö, että saisi yrityskaupan toteutetuksi ja yritykselle tulisi jatkoa pidemmällä aikavälillä.

Yrityksen johdon ja yrittäjän merkitys näyttäisi olevan aina merkittävä pk-yrityksessä sekä hyvässä että pahassa. Yrittäjä tai yritysjohto voi pitkälti vaikuttaa siihen, kuinka hyvässä kunnossa yritys on. Asiantuntijat toivat haastatteluissa esille, että yritysjohtoon merkitys yrityskauppatilanteessa on erilainen riippuen siitä, onko omistus ja johto samoilla henkilöillä vai onko omistus ja johto erillään pk-yrityksessä. Selvästi yleisin tilanne pk-sektorilla on, että omistus ja johto ovat samalla tai samoilla henkilöillä ja etenkin pienemmissä yrityksissä on näin lähes poikkeuksetta.

Asiantuntijoiden mukaan yrittäjä jää harvoin, jos koskaan, yritykseen pitkäksi aikaa, mikäli hän on myynyt yrityksensä eteenpäin. Yrittäjällä on yrityksensä myymiseen yleensä jokin vahva motiivi, joka voi olla raha, mutta hyvin usein myös ikääntyminen tai tylsistyminen työhön. Yrityksen myytyään yrittäjällä ei ole yleensä enää vastaavaa intoa kehittää yritystä vaan tavoitteena on yleensä yrityskaupan jälkeen hellittää otetta yrityksestä. Näin ollen entisen yrittäjän vaikutus voi olla pitkällä aikavälillä jopa haitallinen yrityksen menestymisen kannalta. Kuitenkin yrittäjällä voi olla yrityskaupan tekovaiheessa vielä hyvin merkittävä vaikutus yrityksen toimivuuteen, joten asiantuntijoiden mukaan tiedon ja osaamisen siirto tulee tehdä järkevästi ja hallitusti uudelle yrittäjälle tai johdolle.

Asiantuntijoiden mukaan pienissä yrityksissä ei välttämättä sovi mitään tiettyä aikaa, kuinka kauan entisen yrittäjän on vielä toimittava yrityksessä yrityskaupan jälkeen, mutta hyvin usein pientenkin yritysten kauppakirjoihin laitetaan maininta, että entinen omistaja on velvollinen

antamaan opastusta ja neuvontaa veloituksetta uudelle omistajalle. Joissakin yrityskaupoissa mainitaan tällaisessa tilanteessa myös aikoja, kuinka kauan tällaista palvelua vaaditaan myyjältä. Kaupparjoihin saatetaan tehdä myös maininta, että siirtymäajan jälkeen myyjä auttaa uutta yrittäjää tarvittaessa tietyllä tuntihinnalla töitä tehden.

Hieman isommissa pk-yrityksissä näyttäisi olevan asiantuntijoiden mukaan yleisempää, että entinen yrittäjä jää joksikin aikaa esimerkiksi osa-aikaisesti yrityksen palvelukseen, ja siten pyritään saamaan entiseltä yrittäjältä tiedot hiljalleen uudelle yrittäjälle. Tällaiset siirtymäajat ovat kuitenkin lähes poikkeuksetta lyhyitä, yleensä yhdestä kuukaudesta yhteen vuoteen. Asiantuntijat mainitsivat, että on hyvin poikkeuksellista, että entinen yrittäjä jää yritykseen palkkatyöhön pidemmäksi aikaa kuin vuodeksi. Ainoastaan tapauksissa, joissa yrityskaupan hinta on sidottu tulevien vuosien menestymiseen, saattaa entinen yrittäjä olla aktiivisesti yrityksen mukana muutamia vuosia, että hän voisi vaikuttaa itse saamaansa kauppahintaan mahdollisimman paljon. Asiantuntijoiden mukaan pk-yrityksien yrityskaupoissa on kuitenkin paljon yleisempää tehdä yrityskauppoja, joissa kauppahinta maksetaan kerralla ja vain isommissa pk-yrityksissä käytetään joissakin tapauksissa kauppahinnan maksuun tapaa, jossa myyjä saa osan kauppahinnasta vasta tulevaisuudessa esimerkiksi tulevien vuosien liiketuloksen mukaan.

Pääomasijoituksia tehtäessä yrityskauppoihin yrityksen johdolla ja avainhenkilöillä näyttäisi olevan suurempi rooli kuin niissä tapauksissa, että saman alan yritys ostaa toisen saman alan yrityksen tai että yksityinen henkilö ostaa jonkin yrityksen. Näissä tapauksissa yrityksestä luonnollisesti poistuvat päällekkäiset johtajuudet, kun uusi yrittäjä tulee yritykseen eikä pk-yrityksessä sen koon vuoksi välttämättä kovin montaa johtajaa voi edes pitää. Sijoittajana toimiva ei itse yleensä kuulu yhtiön aktiivisesti toimivaan johtoon vaan hän vaikuttaa yritykseen yleensä muulla tavalla, esimerkiksi hallituksen jäsenyyden kautta. Näin ollen sijoittajana toimiva joutuu yleensä valitsemaan yritysjohton ja pääomasijoittajana toimivan asiantuntijan mukaan lähtökohtaisesti toimiva johto kannattaa säilyttää, kun ostetaan hyvin toimivaa yritystä. Sijoittajaa kiinnostaa suuresti pk-yrityksessä avainhenkilöt ja heidän rooli yrityskaupan jälkeen, ja mikäli on vahva epäily, että yrittäjä ja muu avainhenkilöstö poistuu yrityksestä yrityskaupan myötä, niin yleensä yrityskauppa ei toteudu. Joissakin tapauksissa sijoittajalla tai myyjällä saattaa olla tiedossa hyvä yritysjohto esimerkiksi ostettavan yrityksen toiseksi ylim-

mästä johdosta tai muun suhteen kautta, ja silloin yritysjohto saatetaan vaihtaa yrityskaupan myötä, mikäli uuden yritysjohtoon kykyyn ja osaamiseen luotetaan.

Pk-yritysten koko, joihin tehdään pääomasijoituksia, näyttäisi olevan keskimäärin suurempi kuin pk-yritykset yleensä. Tästä johtuen yrityksen omistus ja johto saattavat olla myös erillään ja näissä tapauksissa yrityskauppa ei lähtökohtaisesti aiheuta mitään muutoksia yrityksen toimivaan johtoon. Asiantuntijan mukaan pääomasijoitusmaailmassa on yleistä, että avainhenkilöt tai yritysjohto sidotaan omistuksella mukaan ostettuun yritykseen. Tällöin yrityksen toimiva johto saa ostaa osakkeita, usein hieman halvemmalla kuin sijoittaja, ja tällä toivotaan oleva yritysjohtoa sitova vaikutus yritykseen, kun he näkevät yrityksen menestymisen myös omana etunaan. Tällöin toimiva yritysjohto ei ole niin herkästi vaihtamassa työpaikkaa ja pitkällä aikavälillä toimiva johto voi saada merkittävät korvaukset sitoutumisesta yritykseen. Näissä tapauksissa yritysjohtoon motivaatio saattaa myös kasvaa yrityskaupan myötä, mikä heijastuu usein myös yrityksen menestykseen.

Pääomasijoituksia tehtäessä, mikäli yritysjohto ja omistus ovat olleet yrityksessä sama, käytetään yleensä mallia, jossa aikaisempi yrittäjä-omistaja sidotaan yritykseen osaomistuksella. Tämä tarkoittaa sitä, että sijoittaja ostaa ensin yrityksen kokonaisuudessaan itselleen, mutta samalla hän vaatii, että myyjä sitoutuu tietyllä omistusosuudella vielä mukaan yritykseen. Tällä järjestelyllä toivotaan olevan sellainen vaikutus, että entinen yrittäjä olisi vielä aktiivisesti mukana kehittämässä yhtiötä eteenpäin, kun hänellä on sidottuja pääomia yrityksessä ja yrityksen arvonnousun kautta pääoma voi myös kasvaa merkittävästi.

Yritysjohtoon jääminen tai poistuminen voi vaikuttaa asiantuntijoiden mukaan merkittävästi yrityskaupan toteutumiseen. Vaikutus on nimenomaan niin, että mikäli yrityksen entinen johto ei suostu jäämään edes vähäksi aikaa yritykseen yrityskaupan jälkeen, niin yrityskauppa ei yleensä toteudu. Tämä ei kuitenkaan asiantuntijoiden mukaan nouse yleensä ongelmaksi vaan myyjä haluaa usein antaa sen verran työpanosta uudelle yrittäjälle, että tämä ei joudu hänen takiansa pulaan. Useissa haastatteluissa nousi esille, että yrittäjille on usein kunnia-asia, että yritys menestyy myös tulevaisuudessa yrityskaupan jälkeen. Joissakin tapauksissa jopa kaupakirjoihin on laitettu maininta, että yrityksen toimipaikan tulee säilyä samalla paikalla tietyn ajan, koska yrittäjä haluaa säilyttää työpaikat nykyisillä työntekijöillä ja hänelle on muodostunut syviäkin tunnesiteitä yritystä ja työntekijöitä kohtaan. Kauan yrittäjänä toimineet voivat

kokea yrityksen tietyllä tavalla omaksi lapsekseen ja sen takia myös tunteet ovat usein pinnalla yrityskauppoja tehtäessä.

Asiantuntijoiden mukaan yrityksen johdolle ei voi oikein antaa jotain tiettyä arvoa kuten ei voi yrityksen tai henkilöstön osaamisellekaan. Yritysjohdon kanssa asia on samoin kuin yrityksen osaamisen kanssa, että yritysjohtajan arvo näkyy yrityksen aikaisempien vuosien tuloksissa, mutta sitä ei voi erikseen saada selville. Yksi haastateltavista toi esimerkin omaisesti esille yritysjohtajan vaikutuksen kauppahintaan: yritysjohtajan vaikutus näkyy yrityksen tuottamiskyvyssä, eli jos yritysjohto on ollut osaava ja se on pitänyt yrityksen kassavirrat kunnossa, niin se näkyy suoraan yrityksen kauppahinnassa. Jos taas johto on huono, niin pääsääntöisesti yrityksen tulokset ja kassavirrat ovat heikkoja, ja siten yrityksen arvo on heikko. Yritysjohtajan on turha väittää yrityskauppatilanteessa, että heidän osaaminen on paljon parempi kuin mitä tulokset näyttävät.

Yrityksen johdolle ei siis voida antaa mitään tiettyä arvoa, mutta se vaikuttaa yrityksen arvoon ja kauppahintaan välillisesti. Yritysjohtajan arvo on luonteeltaan samankaltainen kuin yrityksen osaamisen arvo, eli kun ostettavan yrityksen arvoa lasketaan tuottoarvon mukaan, niin yrityksen aikaisempien tuloksien mukaan myös yritysjohtajan osaaminen vaikuttaa tuottoarvoon ja siten myös arvonmääritykseen sekä kauppahintaan.

5.3 Yrityskauppojen onnistuminen pk-yrityksissä

Haastattelujen viimeisenä kysymyksenä oli tarkoitus kartoittaa asiantuntijoilta yrityskauppojen onnistumisia ja epäonnistumisia pk-yrityskaupoissa sekä syitä siihen, miksi yrityskaupat onnistuvat tai epäonnistuvat. Haastattelujen pohjalta käy ilmi, että pk-yrityskaupat näyttäisivät onnistuvan paremmin kuin mitä tutkimustulokset antavat osoittaa. Haastattelussa ei asetettu asiantuntijoille kuitenkaan mitään tarkkaa rajaa, milloin yrityskauppa on onnistunut tai epäonnistunut, joten yrityskaupan onnistuminen perustuu pelkästään asiantuntijoiden subjektiiviseen arvioon.

Asiantuntijoiden näkemykset vaihtelivat yrityskauppojen onnistumisesta jonkin verran. Asiantuntijat, jotka olivat olleet tiiviimmin mukana yrityksen toiminnassa myös yrityskaupan jälkeen, sanoivat että selvästi valtaosa yrityskaupoista oli onnistuneita. Vastaavasti asiantunti-

jat, jotka olivat vähemmän tekemisissä yrityksiensä kanssa yrityskaupan jälkeen, arvioivat yrityksiensä menestymistä yrityskaupan jälkeen hieman heikommaksi ja heidän arvionsa mukaan yrityskaupoista epäonnistuu noin kolmannes tai maksimissaan puolet. Osa asiantuntijoista painotti, että kaikki yritykset kohtaavat jonkinlaisia ongelmia yrityskaupan jälkeen ja yrityksen tulokset voivat esimerkiksi sopeuttamistoimien tai poistojen lisääntymisen vuoksi hetkelisesti laskea, mutta yrityskauppa voi siitä huolimatta olla hyvinkin onnistunut.

Muutama asiantuntijoista mainitsi, että tutkimustieto, jonka mukaan maksimissaan puolet tai yli puolet yrityskaupoista epäonnistuu, ei pidä täysin paikkaansa pk-sektorilla. Pk-sektorilla yrityskauppoja toteuttavat usein yksityiset henkilöt tai toiset pk-yritykset, joten rahoituksella on joidenkin asiantuntijoiden mukaan vaikutusta siihen, kuinka suureksi kauppahinnat pk-sektorilla muodostuvat. Rahoitus on siis monesti rajoittava tekijä ylisuuriin kauppahintoihin, mikä auttaa yrityksiä onnistumaan rahoituksellisissa asioissa myös yrityskaupan jälkeen. Esimerkiksi pörssiyrityksissä rahoituksen järjestelyyn on yleensä enemmän vaihtoehtoja ja se ei siten ole niin rajoittava tekijä yrityskauppojen toteutumiselle. Muutamat asiantuntijoista mainitsivat, että nimenomaan pörssiyritysten tapa hinnoitella yrityskauppa voi olla aivan järjetön ja siten yrityskaupasta saatetaan maksaa kohtuuttoman paljon.

Asiantuntijat mainitsivat haastatteluissa useita erilaisia syitä, miksi yrityskaupat epäonnistuvat tai kohtaavat isoja ongelmia. Suurimmiksi epäonnistumisen syiksi näyttää haastattelujen pohjalta löytyvän uuden yrittäjän haltuunoton ongelmat sekä liian suuri kauppahinta. Haltuunotossa on asiantuntijoiden mukaan monia asioita, mitkä saattavat tuottaa ongelmia, kuten ostajan osaamattomuus tai kokemattomuus, liian nopea siirtymävaihe myyjän ja ostajan välillä, ostajan väärin valitsemat strategiat sekä yrityskulttuuriin tulevat muutokset yrityskaupan myötä. Toinen merkittävä asia on kohtuullinen kauppahinta, jotta yritys selviytyisi lainan takaisinmaksusta ja tärkeää olisi myös jättää varoja yrityksen kehittämiseen, että pysytään mukana kilpailussa markkinoilla. Pienimpien pk-yritysten yrityskaupoissa näyttäisi nousevan ongelmaksi myös se, että ostajana toimiva henkilö ei ole valmis yrittäjäksi ja tukiverkon puuttuessa taustalta yrittäjälle voi tulla ikäviä asioita vastaan. Toinen asia, mikä näyttäisi koskevan pienimpiä pk-yrityksiä, on se, että uusi yrittäjä ei ole osannut tuoda yritykseen mitään uutta, vaikka asiakkaat ovat ajatelleet yrityskaupan muuttavan yritystä johonkin suuntaan.

Yrityskaupasta tulee asiantuntijoiden mukaan yleensä onnistunut, kun yrityskaupan jälkeen panostetaan edellisessä kappaleessa esitettyihin asioihin, kuten haltuunoton ongelmiin sekä kohtuulliseen kauppahinnan maksamiseen. Asiantuntijat mainitsivat myös, että ostajan pitäisi huolella perehtyä ostettavaan yritykseen eikä rynnätä suin päin ostamaan yritystä. Onnistumisen kannalta moni asiantuntija mainitsi hyvin tärkeäksi myös sen, että ostetun yrityksen työntekijöihin ja avainhenkilöihin kannattaa panostaa merkittävästi. Yhdessä tapauksessa yrityskauppa oli menossa täysin pieleen sen vuoksia, että yrityskulttuuriin oli tullut liian isoja ja nopeita muutoksia yrityskaupan jälkeen. Henkilökunta oli kokenut tämän niin ahdistavana, että suuri osa henkilökunnasta vaihtui ensimmäisen vuoden aikana yrityskaupan jälkeen. Toisessa tapauksessa ostetun yrityksen työntekijät kieltäytyivät tekemästä ylitöitä yrityskaupan jälkeen. Vaikka henkilöstön vaihtuvuus ei näyttänyt olevan Pohjois-Karjalassa tapahtuneissa yrityskaupoissa hyvin merkittävää yrityskaupan jälkeen, niin henkilöstö saattaa reagoida yrityskaupan tuomiin muutoksiin monella tapaa. Osaamisintensiivisellä alalla henkilökunnan hyvinvointiin tulisi panostaa erityisesti, koska henkilöstössä oleva osaaminen voi mennä hukkaan, mikäli työntekijöillä ei ole motivaatiota työn tekemiseen.

6 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä tutkielmassa on etsitty selitystä siihen, mitkä asiat vaikuttavat yrityksen kauppahintaan yrityskaupassa sekä sitä, mikä on ostettavan yrityksen yritysjohton arvo tai merkitys yritys-kauppatilanteessa. Tutkielman alussa on käsitelty yleisiä asioita, jotka vaikuttavat yrityksen arvoon ja kauppahintaan yrityskauppatilanteessa. Alkuosan teoreettinen viitekehys on melko laajasti tutkittua ja kirjallisuuslähteitä löytyi paljon myös kotimaisesta kirjallisuudesta. Tutkielman toisessa teoreettisessa osiossa perehdyttiin yrityksen osaamisen ja erityisesti yritysjohton merkitykseen yrityskaupassa. Toisen osan teoreettinen osuus on vähän vähemmän tutkittua aluetta ja suurin osa tutkimuskirjallisuudesta painottuu Yhdysvalloissa tehtyihin tutkimuksiin. Empiirisessä osuudessa on haastateltu kuutta asiantuntijaa, joilla kaikilla on kokemusta useista kymmenistä yrityskaupoista. Tutkielma on kirjallisuuskatsauksen ja käytännön vuoropuhelua, minkä avulla on pyritty hakemaan selityksiä pk-yrityksen kauppahinnan muodostumiseen ja yritysjohton merkitykseen yrityskauppatilanteessa.

6.1 Yrityksen kauppahintaan vaikuttavista yleisistä tekijöistä

Yleisten kaupan vaikuttavien hintatekijöiden vaikutus näyttäisi olevan pääosin samankaltainen kirjallisuuskatsauksen ja asiantuntijoiden mukaan. Kaikki asiantuntijat olivat pitkälti samoilla linjoilla esimerkiksi erilaisten arvonmääritysmallien, verotuksen ja rahoituksen vaikutuksista yrityskaupan hintaan. Jonkin verran näissä asioissa tuli vaihtelua ja erilaisten asioiden painotuksia riippuen asiantuntijan roolista yrityskaupassa. Puhtaasti yrityskauppaneuvottelijana ja yrityskaupprosessien läpiviejinä toimivat asiantuntijat painottivat haastatteluissa hieman eri asioita kuin sijoittajana ja myyjän edustajana toimivat asiantuntijat.

Synergian merkitys yrityskaupassa ja sen vaikutus kauppahintaan näyttäisi tutkimuksen mukaan olevan vähäisempää kuin mitä kirjallisuuskatsaus antaa ymmärtää. Missään haastattelussa ei noussut kovin merkittävästi esille, että synergioita etsittäisi ja arvioitaisi pk-sektorin yrityskaupoissa hyvin järjestelmällisesti. Usein pk-sektorin yrityskaupat tapahtuvatkin yrityksen ja luonnollisen henkilön välillä, jolla ei ole aikaisempaa yritystä lainkaan, jolloin ei luonnollisestikaan synergivaikutuksia voida hakea, ellei uuden omistajan osaamista voida siksi lukea. Jatkotutkimuksen kannalta olisi tärkeä haastatella useita eri yritysostajia ja kysyä heidän näkemyksiään synergian merkityksestä, koska asiantuntijat ainakin tietyissä rooleissa eivät kä-

sittele synergiaan liittyviä asioita juuri lainkaan. Toisaalta ostajan ei yleensä kannata maksaa synergiaa myyjälle, koska yrityskaupassa saatu synergia on ostajan aikaansaamaa hyötyä eikä sen arvoa myyjä voi myydä, koska hänelle ei sitä vielä itsellään ole.

Arvonmäärittämisprosessit näyttäisivät olevan samankaltaisia esitetystä kirjallisuuskatsauksessa sekä asiantuntijoilla. Yksi asiantuntijoista käytti juuri samanlaista kuviota (KUVIO 5) kuin Kallunki & Niemelä (2004, 24) käyttävät yrityksen arvon määrittämisen päävaiheista. Huolellisesti tehty arvonmäärittämisprosessi sisältää strategisen analyysin, taloudellisen arvioinnin, tulevaisuuden ennustamisen sekä riskisyyden arvioinnin. Jonkin verran näiden painotus näyttää vaihtelevan asiantuntijoilla, mutta tämä johtunee pitkälti siitä, että osalla asiantuntijoista ei ole yrityskaupoissa niin kattavaa roolia, että he olisivat yrityskaupassa mukana koko prosessin ajan.

Yrityksen arvostaminen näyttäisi tapahtuvan yleensä tuottoarvon mukaan eikä yrityksen substanssiarvo useinkaan kerro mitään lopullisesta kauppahinnasta. Lähtökohtaisesti vain hyvässä kunnossa olevat yritykset kiinnostavat ostajia, mikä ohjaa siihen, että ostaja pyrkii maksamaan nimenomaan tulevaisuuden tuotto-odotuksista eikä yrityksen varallisuudesta. Joissakin poikkeustapauksissa ostaja saattaa etsiä niin sanottuja kehittämissyhtiöitä, joiden tulokset ovat syystä tai toisesta huonoja, ja tällöin kauppahinta muodostuu lähelle yrityksen substanssiarvoa. Kehittämissyhtiöihin tehdyt yrityskaupat ovat kuitenkin huomattavasti riskialttiimpia, joten rahoitus saattaa aiheuttaa ongelmia, mikäli halutaan ostaa tällaisia yrityksiä. Toinen asia, joka saattaa johtaa yrityskaupan hinnan lähelle substanssiarvoa, on se, että myyjälle tulee äkillinen tarve luopua yrityksestä muun muassa vakavan sairastumisen vuoksi.

Arvonmäärittämismallien käyttö näyttäisi olevan itsestään selvyyttä kaikissa yrityskaupoissa. Joissakin pienten yritysten välisissä kaupoissa oli havaittavissa, että ostaja saattoi tehdä ratkaisuja myös ilman arvonmäärittämisalleja, mutta tämä ei liene suotavaa yleensä yrityskaupoissa. Selvästi suosituin arvonmäärittämismalli asiantuntijoilla oli vapaan kassavirran malli muunnoksineen, mutta jonkin verran käytettiin myös vertailumenetelmiä sekä talouden lisäarvomallia. Osinkoperusteista mallia en kuullut kenenkään asiantuntijan käyttävän, joten sen merkitys lienee aika vähäinen ainakin pk-yrityskauppojen keskuudessa. Arvonmäärittämismallien antamat yritysarvot näyttäisivät olevan kuitenkin vain suuntaa antavia ja pitkälti subjektiivisia arvioita yrityksen arvosta, joten minkään arvonmäärittämismallin antamaan yritysarvoon on turha liian

vahvasti nojautua. Lopullinen kauppahinta riippuu paljolti ostajasta: joskus ostajaehdokkaita on useita ja yrityksestä ollaan kiinnostuneita maksamaan jopa ylihintaa, kun taas joskus hyvin menestynyt yritys saattaa kohdata vaikeuksia löytää ostajia, jotka olisivat valmiita maksamaan arvonmääritysmallien mukaista hintaa yrityksestä.

Yrityskaupan yksi onnistumisen tae on ostajan hyvä perehtyminen myytävään yritykseen. Kirjallisuuskatsauksessa mainittua due diligence -tutkimuksen yleisyyttä yrityskaupoissa ei asiantuntijoilta kartoitettu, mutta moni asiantuntijoista painotti, että yksi kaupan onnistumisen edellytys on, että ostaja on perehtynyt riittävästi ostettavaan yritykseen. Due diligence – prosessissa tehtävät selvitykset suoritettiin usein myös asiantuntijoiden tekemissä yrityskaupoissa ja hyvin usein asiantuntijat käyttivät yrityskauppatilanteessa apuna muita asiantuntijoita kuten juristeja ja kiinteistövälittäjiä. Osan due diligence – tutkimuksen osioista asiantuntijat kävivät itse luonnollisesti läpi yrityskaupprosessin aikana, varsinkin jos he olivat toimeksiannossa ostajan puolella.

Verotuksen vaikutus yrityskaupan hintaan ja toteutumiseen on selkeä. Asiantuntijat vahvistivat täysin näkemyksen, että osakekauppa on yleensä edullisempi myyjälle ja liiketoimintakauppa on vastaavasti edullisempi ostajalle. Näin ollen osakekauppana myydyt yritykset ovat myös asiantuntijoiden mukaan yleensä halvempia kuin vastaavat liiketoimintakaupat. Monesti tarkkaa vertailua ei kuitenkaan tehdä yrityskauppatilanteessa vaan lähtökohtana arvonmäärittämiselle on yleensä joko osake- tai liiketoimintakauppa. Osa asiantuntijoista suosi enemmän osakekauppaa ja osa asiantuntijoista suosi selvästi enemmän liiketoimintakauppaa ja vastaukset näyttivät vaihtelevan sen mukaan, millaisessa roolissa asiantuntija yrityskauppaneuvotteluissa yleensä on.

Ostajan ja myyjän välinen intressi ristiriita esimerkiksi verotuksessa vaikeuttaa asiantuntijoiden mukaan puolueetonta yrityskauppaneuvontaa, koska asiantuntijoiden sanoin toiselle osapuolelle kumartaminen tarkoittaa toiselle osapuolelle pyllistämistä. Osa asiantuntijoista korostikin, että he asettuvat yrityskauppaneuvotteluissa aina toisen osapuolen puolelle, koska he kokevat mahdottomana toimia molempien osapuolten puolueettomina neuvonantajina.

Rahoitukselliset ongelmat yrityskaupassa olivat pitkälti samankaltaisia sekä kirjallisuuskatsauksen että asiantuntijoiden mukaan. Rahoittajia tarvitaan lähes kaikissa yrityskaupoissa, joten

rahoittajien liikkeitä ja ajatuksia halutaan yrityskauppaneuvotteluissa kuunnella jo alkuvaiheessa. Rahoittajat voivat olla myös este yrityskaupan toteutumiselle, mutta mikäli ostaja ei saa yhtään rahoittajaa mukaan yrityskauppaan, hänen tulisi pohtia vakavasti, onko hän ostamassa oikeanlaista yritystä tai onko hän maksamassa liikaa kauppahintaa myyjälle. Rahoittajilla on lisäksi selvä intressi suosia enemmän liiketoimintakauppoja kuin osakekauppoja sekä verotuksellisista että vakuudellisista asioista johtuen. Näin ollen rahoittajat ovat usein valmiita rahoittamaan hieman korkeampaa liiketoimintakauppaa kuin vastaavaa halvempaa osakekauppaa.

Jonkin verran kirjallisuuskatsauksessa käsitelty osuus rahoituksesta poikkesi siinä käytännössä, että varsinkin pienimpien pk-yritysten yrityskaupat tehdään lähes poikkeuksetta kerralla maksettuina ja vain joissakin isommissa pk-yrityksissä käytetään kauppahinnan maksuun tapaa, jolla myyjä saa osan kauppahinnasta vasta tulevaisuuden tuotoista yrityskaupan jälkeen. Tähän vaikuttanee se, että pienissä yrityksissä yritysjohtoon ei kuulu usein muita kuin yrittäjä itse ja mikäli entinen omistaja ei voi vaikuttaa enää yrityksessä tuloksiin, hän ei yleensä suositu kauppahinnan maksutapaan, joka maksetaan osin tulevaisuuden tuotoista. Vähän isommissa yrityksissä sekä varsinkin silloin, jos yrityksen omistus ja johto on erillään, tulevaisuuden tuottoihin perustuva kauppahinnan maksu voi olla hyvä tapa, mikäli myyjälle annetaan mahdollisuudet vaikuttaa yrityksen menestymiseen myös yrityskaupan jälkeen.

Yrityksen vastuut ja vakuudet näyttäisivät merkitsevän melko pientä roolia pk-yritysten välisissä yrityskaupoissa. Asiantuntijoiden mukaan vastuut ja vakuudet käydään läpi yrityskaupassa, mutta yleensä niiden vaikutukset osoittautuvat niin pieniksi kokonaiskauppahintaa ajatellen, että niiden vaikutus kauppahintaan on vähäinen tai ne eivät vaikuta ollenkaan. Vastuiden ja vakuuksien vaikutus on monesti siinä, että toteutetaanko yrityskauppa osake- vai liiketoimintakauppana, ja selvästi myös myytävän yrityksen toimiala vaikuttaa tähän asiaan.

6.2 Osaamisen ja johdon merkitys pk-yrityksissä

Yrityksen osaamisen ja johdon merkityksen arvioiminen on huomattavasti vaikeammin hallittavissa oleva asia kuin tietyt faktat esimerkiksi verotuksessa tai rahoituksessa yrityskauppatilanteessa. Osaamisen ja johdon merkityksen käsittelyssä kirjallisuuskatsaus ja käytäntö eivät näytä aina kohtaavan, ja näissä asioissa on valtavia yrityskohtaisia eroja, joten niiden käsittely

ei ole niin toistuvaa ja selvää jokaisessa yrityskaupassa. Asiantuntijoiden näkemykset vaihtelevat hieman enemmän näissä subjektiivisissa asioissa, mutta hyvin paljon asiantuntijat olivat kohdanneet samanlaisia ongelmia ja usein ratkaisumallitkin olivat samansuuntaisia.

Yrityksen ja sen henkilöstön osaaminen riippuu valtavasti organisaatiosta. Kaikissa yrityksissä on varmasti jonkinlaista osaamista, koska yritykset ovat selvinneet kilpailullisilla markkinoilla. Joillakin toimialoilla osaamisen merkitys on kuitenkin hyvin merkittävä, ja saattaa olla, että yrityksen arvo substanssiarvolla mitattuna on hyvin pieni, mutta taas tuottoarvolla mitattuna yrityksen arvo voi olla monikertainen tai monikymmenkertainen substanssiarvoon verrattuna. Tällöin yrityksessä täytyy olla aineetonta pääomaa, jolla yritys on saatu niin hyvään kuntoon ja hyvin usein tämä aineeton pääoma on seurausta hyvästä henkilökunnasta ja yritysjohdosta. Yrityksissä, joissa on myös paljon substanssia, saattaa henkilökunnalla olla silti todella merkittävä rooli yrityksen menestymisen kannalta, koska työntekijät voivat olla esimerkiksi harvoja henkilöitä, joilla on osaamista tiettyihin teknisiin laitteisiin tai asioihin.

Asiantuntijahaastattelujen pohjalta näyttää siltä, että pk-yritysten henkilöstön ja johdon vaihtuvuus olisi vähäisempää kuin keskimääräinen vaihtuvuus tutkimuksissa yrityskauppojen jälkeen. Yksi osatekijä on varmasti sijainti, eli missä myytävät yritykset sijaitsevat. Pohjois-Karjalassa on ollut viime vuosina Suomen keskiarvoon mitattuna suhteellisen korkea työttömyys, joten vaihtoehtoisia työpaikkoja ei työntekijöillä välttämättä ole. Näin ollen ostajalla voi olla Pohjois-Karjalassa helpompi pitää työntekijät yrityksessä, mutta toisaalta yritykseen ei välttämättä ole niin helppo saada uusia motivoituneita ja yrityksen alan työntekijöitä.

Ostajan tulee siis kiinnittää huomiota yrityksen henkilöstöön ja etenkin yrityksen avainhenkilöihin sillä tavalla, että kuinka sitoutuneita he ovat jatkamaan uuden omistajan palveluksessa sekä vaikuttaako uusi omistaja heidän käyttäytymiseen ja millä tavalla. Onhan mahdollista, että uusi yrittäjä saa hyvästä henkilökunnasta vielä enemmän irti kuin aikaisempi yrittäjä on saanut, mutta erityisesti ostajan täytyy varoa, ettei hän tuhoa henkilöstön motivaatiota ja sitä kautta yrityksen osaamista varomattomilla toimillaan. Kuten kirjallisuuskatsauksessa mainittiin, tutkimuksissa on arvioitu, että yritysten henkilöstö voi selittää kolmanneksen tai jopa puolet epäonnistuneista yrityskaupoista (Hubbard & Purcell 2001, 17).

Yrityksen henkilöstölle tai sen osaamiselle ei voi kirjallisuuskatsauksen eikä asiantuntijoiden mukaan antaa mitään yksittäistä arvoa. Tämä ei tarkoita, että osaamisella ei olisi arvoa, mutta osaamisen arvo on sidoksissa yrityksen menestymiseen ja se näkyy yrityksen aikaisempien vuosien tuloksissa. Mikäli yrityksen arvo perustuu tuottoarvoon ja yrityksen substanssiarvo on vähäinen tuottoarvoon nähden, niin yrityksen osaamisella on varmasti merkittävää arvoa. Osaamisen merkitystä voitaneen perustella sillä, että yrityskaupassa syntynyt liikearvo muodostuu ainakin osittain yrityksen osaamisesta. Näin ollen paljon liikearvoa sisältävässä yrityksessä on todennäköisesti myös paljon osaamista ja tämän osaamisen hallintaan tulee kiinnittää ostajan erityisen paljon huomiota.

Yritysjohdon ja yrittäjän merkitys yrityksen osaamisessa on suuri ja erityisen suuri se on yleensä pk-yrityksissä. Suuremmissa pk-yrityksissä toimiva johto ei ole enää suorittavassa työssä ja lähellä suorittavaa työntekijää, joten sen tulee tavalla tai toisella delegoida strategiset ajatukset organisaation alimpaan osaan. Pienemmissä pk-yrityksissä yritysjohto toimii yleensä yrittäjänä ja voi hyvinkin olla osaavin henkilö myös suorittavan tason töissä koko organisaatiossa. Mikäli yritysjohto tai yrittäjä ei ole osannut tai halunnut viedä osaamista ja vastuuta organisaatiossa alemmaksi, on yritys yleensä hyvin vaikea myytävä ja ostajan epäonnistuminen yrityskaupassa on huomattavasti todennäköisempää. Myyjän pitäisi tehdä itsensä mahdollisimman tarpeettomaksi yrityksen myyntiä ajatellen, ellei hän itse halua olla yrityksessä pitkään mukana myös yrityskaupan jälkeen.

Tutkimuksen aikana selvisi, että pk-yritykset ovat lähes aina hyvinkin yrittäjävetoisia, eli yrityksen omistus ja johto on yleensä samoilla henkilöillä myös yrityskauppatilanteessa. Tästä johtuen pk-yritysten väliset yrityskaupat eivät ole täysin kirjallisuuskatsauksen mukaisia siinä suhteessa, että voidaanko yritysjohto jättää yritykseen yrityskaupan jälkeen vai ei. Asiantuntijahaastattelussa kävi ilmi, että missään pk-yrityksen yrityskaupassa entinen omistaja ei ollut jäänyt yritykseen pitkäaikaisesti töihin yrityskaupan jälkeen. Näin ollen yrityskauppatapauksissa, joissa yrityksen omistus ja johto on sama, ostajan on tavalla tai toisella kyettävä siirtämään entisen yrittäjän osaaminen itselleen tai organisaatioon. Näyttää siis mahdottomalta, että ostaja saisi entisen omistajan sitoutumaan pitkäaikaisesti yritykseen, joten uuden yritysjohdon valinta tulisi tehdä mahdollisimman varhaisessa vaiheessa, jotta uusi johto saisi mahdollisimman paljon entisellä yrittäjällä olevaa tietoa itselleen.

Yrittäjävetoista pk-yritystä ostaessa ostaja ei pysty yleensä motivoimaan entistä yrittäjää jäämään yritykseen töihin pelkästään palkkaamalla. Mikäli ostaja kuitenkin näkee, että myyjän poistuminen yrityksestä yrityskaupan jälkeen voi johtaa isoihin ongelmiin, ostajan kannattaa pyrkiä sitomaan entinen yrittäjä kauppahinnan maksuun, jossa mahdollisimman iso osa kauppahinnasta maksetaan tulevaisuuden tuotoista. Tämä ei asiantuntijoiden mukaan ole useinkaan mahdollista myyjän toivomuksesta, mutta mikäli ostaja saa myyjän tähän suostumaan, myyjä todennäköisesti on aktiivisesti mukana yritystoiminnassa myös yrityskaupan jälkeen. Ostajan on syytä muistaa, että myyjälle tulee tällaisessa kauppahinnan maksussa jättää mahdollisuus vaikuttaa yrityksen menestymiseen. Joissakin tapauksissa tämäkään keino ei auta entistä yrittäjää pitämään motivaatiota kehittää yritystä, mikäli hän kokee saavansa riittävästi rahaa jo yrityskaupan tapahtuessa.

Yritysjohdon ollessa erillään yrityksen omistuksesta tullaan siihen kirjallisuuden käsittelemään aiheeseen, että halutaanko palkattu yritysjohto säilyttää vai poistaa yrityksestä yrityskaupan jälkeen. Tällaisia tapauksia ei ole ollut kovin paljon haastatelluilla asiantuntijoilla, mutta isompien pk-yritysten yrityskaupoissa esiintyy jonkin verran näitä tilanteita. Tässä tutkimuksessa lähinnä pääomasijoituksia tekevä asiantuntija oli ollut enemmän tämän kysymyksen kanssa tekemisissä ja hänen mukaansa hyvin toimivan yrityksen yritysjohto kannattaa yleensä säilyttää yrityksessä myös yrityskaupan jälkeen.

Pk-yritysten yrityskaupoissa on sellainen erityinen piirre, mikä puuttunee ainakin osittain isommista yrityksistä, että yrittäjillä on yritykseen paljon muitakin siteitä kuin pelkkä raha. Lähes kaikissa asiantuntijahaastatteluissa ilmeni, että yrityskauppaprosessin aikana myyjä painottaa, että hän haluaa uuden yrittäjän menestyvän hänen perustamassaan yrityksessä. Tämä oli ilmennyt myös konkreettisesti muun muassa siten, että myyjä oli joissakin tapauksissa valmis tiputtamaan kauppahintaa sen verran, että uuden yrittäjän lainanlyhennykset eivät vaarantuisi. Toisissa tapauksissa yrittäjä ei halunnut myydä yritystä sellaiselle, joka voisi kenties merkittävästi muuttaa tai ajaa alas hänen perustamaa yritystoimintaa. Yrityksen menestymisen uudella omistajalla on siis kunnia-asia entiselle omistajalle. Tämä todennäköisesti helpottaa sitä, että entinen yritysjohto haluaa, mikäli mahdollista, auttaa uutta yrittäjää menestymään vaikka entinen yrittäjä ei jäisikään yrityksen palvelukseen.

Yritysjohdon jääminen tai poistuminen ei pk-yritysten välisissä yrityskaupoissa näyttäisi olevan yleinen este kaupan toteutumiselle. Tähän vaikuttaa varmasti edellä mainittu asia, että entinen yrittäjä kokee yrityksen menestymisen kunnia-asiakseen myös yrityskaupan jälkeen.

Tutkimuksen alussa mainittuihin tavoitteisiin kuului selvittää voidaanko yrityksen johdolle antaa jokin arvo yrityskaupassa. Sekä kirjallisuuskatsauksen että asiantuntijoiden mukaan yrityksen johdolla ja sen osaamisella voi olla merkittävä vaikutus yrityksen menestymiseen, mutta itsessään yrityksen johdolle ei voida yrityskauppatilanteessa antaa mitään tiettyä ja varmaa arvoa. Yritysjohdo voi vaikuttaa toimillaan siihen, kuinka yritys menestyy ja siten yrityskauppatilanteessa se voi menneisyydellään osoittaa, että yritysjohdo on ollut osaava ja saanut aikaan aikaisempien vuosien hyvät tulokset.

Yritysjohdon arvo on siis sisäänrakennettua, kun mietitään yrityksen arvoa tuottoarvolla mitattuna. Yritysjohdon arvo voidaan perustella samalla tavalla kuin yrityksen osaamisen arvo on perusteltu aiemmin: mikäli yrityksen arvo perustuu tuottoarvoon ja yrityksen substanssiarvo on vähäinen tuottoarvoon nähden, niin yrityksen johdolla on varmasti merkittävää arvoa. Yritysjohdon merkitystä voitaneen perustella samalla tavalla, eli yrityskaupassa syntynyt liikearvo muodostuu ainakin osittain osaavasta yritysjohdosta. Näin ollen paljon liikearvoa sisältävässä yrityksessä on todennäköisesti myös hyvin toimiva yritysjohdo ja siten yritysjohdon käsittelyyn tulee ostajan kiinnittää erityisen paljon huomiota.

Yritysjohdon ja henkilöstön osaamisen lisäksi yritykselle tärkeää liikearvoa voivat tuoda muun muassa hyvä maine, laadukkaat tuotteet, patentit, hyvä sijainti sekä asiakassuhteet. Yritysjohdo ja henkilöstö ovat kuitenkin suurelta osin vaikuttaneet päätöksillään ja valinnoillaan näihin asioihin ja suuret muutokset yritysjohdossa tai henkilöstössä vaikuttavat moniin muihin liikearvoa tuottaviin osiin.

Runsaasti liikearvoa sisältävät yrityskaupat voidaan nähdä ostajalle riskisijoituksina. Mikäli yritys ostaa toisen yrityksen, jonka kauppahinta maksetaan tuottoarvon mukaan ja tuottoarvo on huomattavasti substanssiarvoa korkeampi, yritys ostaa omaisuutta, jonka hallinta on huomattavasti vaikeampaa kuin substanssiomaisuuden. Mikäli riski toteutuu ja yrityskauppa epäonnistuu tuottojen jäädessä ennakoitua pienemmiksi niin, että yrityksen tuottoarvo yrityskaupan jälkeen alenee lähelle yrityksen substanssiarvoa, uudet omistajat ovat menettäneet merkit-

tävästi sijoittamiaan varoja. Tilanteessa, jossa yrityksestä maksetaan substanssiarvon mukaan tai tuottoarvon mukaan suunnilleen substanssiarvon verran, yrityksen arvon väheneminen tapahtuu vain luonnollisen substanssin arvonalentumisen tai kannattamattoman toiminnan myötä.

On selvä riski, että yrityksen tuotto- ja liikearvo pienenevät, mikäli yritysjohto vaihdetaan heti yrityskaupan jälkeen. Ostajan ei kannata maksaa yrityksestä tuottoarvon mukaan, ellei yritykseen saada yhtä hyvää johtoa samalla kustannuksella kuin aiemmin. Näin ollen ostaja voi perustella tuottoarvoa pienempää kauppahintaa, mikäli nykyinen yritysjohto ei sitoudu mukaan yritykseen yrityskaupan jälkeen. Ostaja voi perustella myyjälle, että uuden johdon kokemattomuus vaikuttaisi yrityksen tulokseen laskevasti, mutta hiljalleen uudella johdolla tulokset voisivat nousta samalle tasolle kuin entisellä yritysjohdolla. Näin ollen ostaja olisi valmis maksamaan nykyiselle yritysjohdolle siitä, että he sitoutuisivat yritykseen yrityskaupan jälkeen. Vastaavasti, jos yritysjohto poistuu yrityksestä yrityskaupan jälkeen, ostaja on valmis maksamaan yrityksestä pienemmän tuotto-odotuksen mukaan eli huomattavasti pienemmän kauppahinnan.

Myyjän, joka on kuulunut yrityksen johtoon ja aikoo poistua yrityksestä yrityskaupan jälkeen, olisi pystyttävä perustelemaan ostajalle, että yritys pystyy aikaisempien vuosien kaltaiseen tulokseen myös ilman hänen työpanostaan. Myyjä voi esimerkiksi todistaa tämän sillä, että hän ei ole enää ollut aktiivisesti mukana yrityksen toiminnassa eli yritys on toiminut palkatun yritysjohton tai avainhenkilöiden varassa. Toinen mahdollisuus myyjällä voisi olla, että hän tietää ja pystyy perustelemaan esimerkiksi omista avainhenkilöistä tiettyjä henkilöitä, joilla on sama osaaminen kuin yrittäjällä, ja nämä henkilöt voisivat johtaa yritystä yhtä menestyksellä kuin nykyinen myyjä.

6.3. Pk-yritysten menestyminen yrityskaupan jälkeen

Asiantuntijahaastattelujen mukaan pk-yrityksien yrityskaupat näyttäisivät onnistuvan paremmin kuin mitä tutkimukset osoittavat yrityskauppojen onnistumisista yleensä. Jatkotutkimuksen kannalta olisi tärkeä tutkia yrityksien taloudellinen menestyminen tarkemmin esimerkiksi yrityksien tilinpäätöksien avulla. Pk-yritysten yrityskaupoista ei ole kuitenkaan kovin helppo

saada tietoja varsinkaan Suomessa, joten tutkimus helposti painottuu julkisiin osakeyhtiöihin ja näiden tekemiin yrityskauppoihin.

Selittäviä tekijöitä siihen, että pk-yrityksien väliset yrityskaupat onnistuisivat paremmin, voi olla rahoittajien rooli pk-yrityskaupoissa. Moni asiantuntijoista mainitsi, että moni yrityskaupoista ei toteudu, koska rahoitusta ei saada järjestymään. Julkisissa osakeyhtiöissä on usein mahdollista saada rahaa yrityskauppoihin useammalla eri tavalla ja helpommin, joka voinee nostaa yrityskauppojen hintoja. Toinen asia, joka voi helpottaa pk-yrityksen menestymistä, on se, että entiselle yrittäjälle myös yrityksen tulevaisuuden menestyminen on tärkeää, mikä voi puuttua isommilta yrityksiltä kokonaan. Entinen yrittäjä saattaa suostua melkoisiin myönnytyksiin vain sen takia, että yritys selviytyisi ja menestyisi myös uuden omistajan aikana.

Asiantuntijoiden ja osittain kirjallisuuskatsauksen mukaan pk-yrityskaupan onnistumiseksi ostajan tulisi kiinnittää huomiota, että yrityksen haltuunotto suunnitellaan erityisen hyvin ja että yrityksestä ei makseta liian suurta kauppahintaa. Asiantuntijoiden apu on yrityskaupoissa usein välttämätön, jotta kaikki näihin liittyvät asiat tulisivat hyvin käsitellyiksi. Ostajan tulisi myös kiinnittää huomiota, että hän ei liian rajuilla yrityskulttuurin muutoksilla saisi aikaan hyvästä yrityksestä huonosti menestyvää yritystä.

Jatkotutkimuksen kannalta olisi mielenkiintoista tutkia tarkemmin, onnistuvatko pk-yrityksien yrityskaupat todella paremmin kuin yrityskaupat yleensä. Tutkimuksessa voisi perehtyä tilinpäätösmateriaaleihin ja yrityskauppoja tehneisiin yrittäjiin. Yritysjohdon ja henkilöstön merkitystä olisi myös hyvä tutkia yrityksissä, jotka ovat tehneet yrityskauppoja, koska heidän näkemyksensä johdon ja henkilöstön rooleista voivat olla erilaisia kuin ulkopuolisella asiantuntijalla.

LÄHDELUETTELO

Ensisijaiset lähteet:

Blomqvist, L., Blummé, N., Lumme, E., Pitkänen, T. & Simonsen, L. 2001. Due diligence osana yrityskauppaa. Helsinki: KHT-yhdistyksen palvelu.

Cartwright, S. & Cooper, C. L. 1993. The role of culture compatibility in successful organizational marriage. *Academy of Management Executive*. Vol 7, No. 2, s. 57–70.

Francis, J., Olsson, P. & Oswald, D. R. 2000. Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates. *Journal of Accounting Research*. Vol 38, No. 1, 45–70.

Hirsjärvi, S. & Hurme, H. 2009. Tutkimushaastattelu. Teemahaastattelun teoria ja käytäntö. Helsinki: Oy Yliopistokustannus.

Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 2009. Tutki ja Kirjoita. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy.

Honko, J., Prihti, A. & Virtanen, K. 1982. Yrityksen investointiprosessin kriittiset kohdat. Joensuu: Karjalan Kirjapaino Oy.

Hubbard, N. & Purcell, J. 2001. Managing employee expectations during acquisitions. *Human Resource Management Journal*. Vol 11, No. 2, s. 17–33.

Immonen, R. & Lindgren, J. 2006. Onnistunut sukupolvenvaihdos. Helsinki: Talentum.

Kallunki, J-P., Martikainen, T. & Niemelä, J. 1999. Yrityksen arvonmääritys. Helsinki: Kauppakaari.

Kallunki, J-P. & Niemelä, J. 2004. Uusi yrityksen arvonmääritys. Helsinki: Talentum.

Kasanen, E., Lukka, K. & Siitonen, A. 1991. Konstruktiivinen tutkimusote liiketaloustieteessä. Liiketaloustieteen aikakauskirja 3, 301–324.

Kiessling, T. & Harvey, M. 2006. The human resource management issues during an acquisition: the target firm's top management team and key managers. *Journal of Human Resource Management*. Vol. 17:7 July 2006, 1307–1320.

KMPG 1999. Unlocking shareholder value: the key to success` in Mergers and Acquisitions: A Global Research Report. London: KPMG. Saatavissa www-muodossa: < http://www.imaainstitute.org/docs/m&a/kpmg_01_Unlocking%20Shareholder%20Value%20-%20The%20Keys%20to%20Success.pdf> (Luettu 3.10.2011)

Krishnan, H. A., Miller, A. & Judge, W. Q. 1997. Diversification and top management team complementarity: is performance improved by merging similar or dissimilar teams? *Strategic Management Journal*. Vol. 18:5, 361–374.

Krug, J. A. & Hegarty, W. H. 1997. Postacquisition turnover among U.S. top management teams: an analysis of the effects of foreign vs. domestic acquisitions of U.S. targets. *Strategic Management Journal*. Vol. 18:8, 667–675.

Leppiniemi, J. 1999. Omaisuuden arvo: Arvonmäärittäminen, tilinpäätös, verotus. Helsinki: Kauppa- ja kauppaliiton Oyj.

Leppiniemi, J. 2000. Rahoitus. 1. painos. Helsinki: WSOY.

Leppiniemi, J. 2005. Tilinpäätös- ja verosuunnittelu. Helsinki: WSOY.

Lilius, A-L. 2000. Eva jäi vieläkin liian vähälle. *Talouselämä* 19, 34–38.

Lubatkin, M., Schweiger, D. & Weber, Y. 1999. Top management Turnover in Related M&A`s: An Additional Test of the Theory of Relative Standing. *Journal of Management*. Vol. 25:1, 55–73.

Majamaa, J. 2011. Mitkä ovat käytetyimmät arvonmäärittämenetelmät? [Talouselämän Internet-sivuilla] Saatavissa www-muodossa: <<http://www.talouselama.fi/yrityskaupat/asiantuntijalta/hyvakysymys/article595266.ece>> (Luettu 6.4.2011)

Marks, M. L. & Mirvis, P. H. 1992. Rebuilding After the Merger: Dealing with “Survivor Sickness”. *Organizational Dynamics*. Vol. 21:2, 18–33.

Neilimo, K. & Näsi, J. 1980. Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen taloustiede. Tutkimus positivismiin soveltamisesta. Tampere: Tampereen yliopisto.

Nonaka, I. 1991. The Knowledge-Creating Company. *Harvard business review*. Vol. 69:6 November-December 1991, 96–104.

Paavola, U., Torppa, P. & Lumijärvi, O.-P. 1997. Miten lisätä yrityksen arvoa - menetelmiä omistajien tuotto-odotusten toteuttamiseksi. Porvoo: Wsoy.

Pasonen, E., Turunen, H. & Hiltunen, M. 2000. Miten myyn yritykseni: käytännön opas pk-yrittäjälle. Helsinki: Kauppakaari.

Ruuska, J. 2001. Osaaminen yrityksen arvon perustana. Teoksessa: Virkkunen, J. (toim.) Osaamisen johtaminen muutoksessa. Ideoita ja kokemuksia toisen sukupolven knowledge managementin kehittelyyn. Saatavissa www-muodossa: <http://www.mol.fi/mol/fi/99_pdf/fi/03_tutkimus_ja_kehittaminen/02_tykes/05_aineistopankki/julkaisut/jvirkkunen.pdf> (Luettu 28.9.2011)

Tamminen, R. 1993. Tiedettä tekemään. Jyväskylä: Atena Kustannus Oy.

Tenhunen, L. & Werner, R. 2000. Yrityskaupan käsikirja. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.

Tilastokeskus 2011a. PK-yritys. [Tilastokeskuksen Internet-sivuilla] Saatavissa www-muodossa: <http://www.stat.fi/meta/kas/pk_yritys.html> (Luettu 29.1.2011)

Tilastokeskus 2011b. Katsaus yrityksiin ja toimipaikkoihin. [Tilastokeskuksen Internet-sivuilla] Saatavissa www-muodossa: < http://www.stat.fi/til/syr/2009/syr_2009_2010-11-26_kat_001_fi.html> (Luettu 29.1.2011)

Tompuri, V. 2007. Due diligence – Erikoisraportti onnistuneisiin yrityskauppoihin. Teema-lehti 20.1.2007 Taloussanomien yhteydessä. Suomi Mediaplanet Oy.

Virtanen, K. 1979. Yritystoston suunnittelu prosessina. Helsinki: Helsingin kauppakorkeakoulu.

Yrittäjät 2010a. Arvonmääritys. [Yrittajat.fi Internet-sivuilla] Saatavissa www-muodossa: <<http://www.yrittajat.fi/fi-FI/minustakoyrittaja/omistajan-ja-sukupolvenvaihdos/arvonmaaritys/>> (Luettu 15.3.2011)

Yrittäjät 2010b. Yrityskaupan verotus. [Yrittajat.fi Internet-sivuilla] Saatavissa www-muodossa: <<http://www.yrittajat.fi/fi-FI/minustakoyrittaja/omistajan-ja-sukupolvenvaihdos/verotus/yrityskaupan-verotus/>> (Luettu 13.4.2011)

Yrittäjät 2010c. Rahoitus. [Yrittajat.fi Internet-sivuilla] Saatavissa www-muodossa: <<http://www.yrittajat.fi/fi-FI/minustakoyrittaja/omistajan-ja-sukupolvenvaihdos/rahoitus/>> (Luettu 20.4.2011)

Toissijaiset lähteet:

Hambrick, D. & Canella, B. 1993. Relative standing: A framework for understanding departures of acquired executives. *Academy of Management Journal*. Vol. 36:4, 733-762.

Walsh, J. P. & Ellwood, J. W. 1991. Mergers, acquisitions, and pruning of management deadwood. *Strategic Management Journal*. Vol. 12, 201–218.

Haastattelut:

Asiantuntija 1. 6.2.2012

Asiantuntija 2. 6.2.2012

Asiantuntija 3. 7.2.2012

Asiantuntija 4. 8.2.2012

Asiantuntija 5. 16.2.2012

Asiantuntija 6. 16.2.2012

LIITE 1

Haastattelukysymykset

I TAUSTATIETOA ASiantuntijayrityksestä/Yhteisöstä JA HAASTATEL- TAVASTA

1. Millainen on yrityksenne rooli yrityskauppojen asiantuntijana?
 - Yrityksenne organisaatio, liikevaihto ja henkilöstö?
 - Mikä on yrityksenne rooli yrityskauppojen asiantuntijatahona?
 - Oletteko erikoistuneet tietynlaisiin yrityskauppoihin?
 - Kuinka pitkään yrityksenne on toiminut alalla?
2. Millainen on oma taustanne (koulutus/työura)?
 - Millaista asiantuntijatyötä teette yrityskauppojen yhteydessä? Käyttekö muita asiantuntijoita yrityskauppaneuvotteluissa?
 - Kuinka pitkä kokemus Teillä on yrityskauppojen parissa?
 - Kuinka monen yrityskaupan kanssa olette olleet tekemisissä uranne aikana?

II YRITYSKAUPAN HINTA JA ARVONMÄÄRITYS YLEISESTI

3. Miten kauppahinta määritellään?
 - Onko olemassa jotain nyrkkisääntöä kauppahinnan muodostukseen?
 - Onko synergialla merkitystä kauppahintaan ja kuinka sitä arvioidaan?
 - Mikä merkitys on tulevaisuuden ennustamisella kauppahinnan määrittelyksen yhteydessä?
4. Miten yrityksen laskennallinen arvo määritetään?
 - Mitkä ovat arvonnäarityksen vaiheet eli kuinka suoritate arvonnäarityksen?
 - Käytetäänkö erilaisia arvonnäaritysmalleja ja kuinka niitä sovelletaan kauppahinnan määrittelyssä?
 - Vaikuttaako verotus yrityskaupan hintaan tai toteutumiseen? Onko osakekauppa tai liiketoimintakauppa yleisempi?
 - Onko yrityskaupan rahoituksella vaikutusta kauppahintaan? Kuinka yritysten vastuut ja vakuudet vaikuttavat yrityskauppaan?

III OSAAMISEN JA YRITYSJOHDON VAIKUTUS YRITYSKAUPPAAN JA YRITYSKAUPAN HINTAAN

5. Mikä merkitys on yrityksen osaamisella?
 - Kuinka arvioitte yrityksen ja sen henkilöstön osaamista?
 - Vaikuttaako yrityksen osaaminen kauppahintaan?
 - Mikä merkitys on yritysjohdolla yrityksen osaamisessa pk-yrityksissä?

6. Mikä merkitys on yrityksen johdolla yrityskaupan jälkeen?
 - Kannattaako yrityksen johto säilyttää vai poistaa yrityksestä yrityskaupan jälkeen? Vaihteleekeko tämä tilannekohtaisesti?
 - Vaikuttaako johdon jääminen/poistuminen yrityskaupan toteutumiseen?
 - Voidaanko ostettavan yrityksen johdolle antaa jokin arvo? Vaikuttaako se kauppahintaan?

7. Seuraatteko yrityksiä yrityskaupan toteuttamisen jälkeen?
 - Kuinka moni yrityskauppa mielestänne onnistuu ja kuinka moni epäonnistuu?
 - Löydetäänkö epäonnistumiseen yleensä syytä? Mikä on yleisin syy epäonnistuneessa yrityskaupassa?
 - Mihin yrityskaupassa tulisi panostaa, että siitä tulee onnistunut?