



OULUN YLIOPISTO
UNIVERSITY of OULU

OULUN YLIOPISTON KAUPPAKORKEAKOULU

Jussi Jurkola

YKSITYISEN OSAKEYHTIÖN ARVONMÄÄRITYS

Kandidaatintutkielma

Kauppätieteet

Tammikuu 2017

SISÄLLYS

| | | |
|------------|---|-----------|
| 1. | JOHDANTO | 3 |
| 2. | ARVONMÄÄRITYSPROSESSI..... | 2 |
| 2.1 | STRATEGINEN ANALYYSI | 5 |
| 2.2 | TILINPÄÄTÖSANALYYSI..... | 7 |
| 2.2.1 | Tunnuslukuanalyysi..... | 8 |
| 2.2.2 | Rahavirtalaskelmat..... | 11 |
| 2.3 | TULEVAISUUDEN NÄKYMÄT..... | 12 |
| 2.3.1 | Strategia ja organisaatiokulttuuri..... | 12 |
| 2.3.2 | Kasvu, suorituskyky ja menestys..... | 13 |
| 3 | PÄÄOMAN TUOTTOVAATIMUS JA RISKI..... | 15 |
| 3.2 | ODOTETTU TUOTTO JA RISKI..... | 15 |
| 3.3 | PÄÄOMAN TUOTTOVAATIMUS..... | 15 |
| 3.4 | KOKO PÄÄOMAN KUSTANNUS | 17 |
| 3.4.1 | Vieraan pääoman tuottovaatimus..... | 17 |
| 3.4.2 | Oman pääoman tuottovaatimus..... | 18 |
| 3.4.3 | Listamattoman yrityksen beeta-kerroin..... | 19 |
| 4 | ARVON MÄÄRITTÄMINEN | 23 |
| 4.1 | TUNNUSLUVUT | 23 |
| 4.2 | ARVONMÄÄRITYSMALLIT..... | 24 |
| 4.2.1 | Lisäarvomalli..... | 24 |
| 4.2.2 | Vapaan kassavirran malli..... | 26 |
| 5 | YHTEENVETO | 29 |
| 6 | LÄHTEET | 31 |

1. JOHDANTO

Yrityksen arvon määrittäminen tuottaa informaatiota yrityksen taloudellisesta tilasta ja tarjoaa välineitä päätöksenteon tueksi. Arvonmäärittäytietoa hyödyntävät etenkin yrityksen omistajat, sijoittajat sekä yrityksen potentiaalinen ostaja. Yrityksen arvon määrittäminen on tarpeen muun muassa listautumis- tai yrityskauppatilanteessa, jossa yritykselle määritetään myyntihinta. (Kallunki & Niemelä 2004: 15). Suomessa osakeyhtiöt jaotellaan julkisiin ja yksityisiin osakeyhtiöihin (OYL 1: 1§). Yksityiset osakeyhtiöt ovat kaikki listaamattomia yrityksiä, eivätkä niiden osakkeet voi olla julkisen kaupankäynnin kohteena. Julkisen osakeyhtiön osakkeilla voidaan sen sijaan käydä kauppaa arvopaperimarkkinoilla (OYL 1: 1§). Listaamattoman osakeyhtiön arvon määrittäminen on mutkikkaampaa kuin julkisesti noteeratun osakeyhtiön, jonka markkina-arvo määräytyy suoraan markkinoilla ja jonka tilinpäätöstiedot ovat kansainvälisten standardien mukaiset. Kun yrityksen osakkeilla käydään julkisesti kauppaa, on arvonmäärittäykseen tarvittavan informaation saaminen helpompaa ja ajantasaisempaa. (Kallunki & Niemelä 2004: 12, 20.)

Useat tutkimukset osoittavat merkittävän eron tarjolla olevan tiedon määrässä ja laadussa listattujen ja listaamattomien osakeyhtiöiden yrityskauppojen välillä (Ekkayokkaya, Holmes & Manipol 2009). Tiedon epäsymmetrisyys osoittautuu listaamattomien yhtiöiden ostajien tuotoissa lyhyellä aikavälillä poikkeuksellisen positiivisena ja pitkällä aikavälillä puolestaan tappiollisena suhteessa listattuihin yrityksiin (Faccio, McConnel & Stolin 2006). Listaamattomien yhtiöiden omistajien nähdään salaavan negatiivisvaikutteista tietoa ja sen sijaan korostavan myyntiin positiivisesti vaikuttavia tekijöitä. Tämä on mahdollista vapaamman ja harvaluontoisemman tiedon raportointivelvollisuuden vuoksi. Informaation epätasainen jakautuminen asettaa reunaehdot arvonmäärittäyksessä sovellettavalle tehokkaiden markkinoiden periaatteelle. (Ekkayokkaya ym. 2009.) Markkinat ovat tehokkaat, kun markkinahinnat reagoivat täysimääräisesti olemassa olevaan informaatioon. Tällöin yritykset ovat kykeneviä suunnittelemaan ja toteuttamaan onnistuneita investointeja ja sijoittajat valitsemaan pääomalleen parhaimmat sijoituskohteet. Markkinoiden tehottomuuden aiheuttajia ovat suuret kaupankäyntikustannukset, tiedon epäsymmetrinen jakautuminen ja sijoittajatyypistä

riippuvat päätelmät olemassa olevan tiedon pohjalta. (Fama 1970.)

Elnathan, Gavius ja Hauser ovat tutkimuksessaan (2010) vertailleet listatun ja listaamattoman yrityksen arvonmäärittystä ja osoittaneet yrityksen arvon olevan riippuvainen siitä, onko arvonmäärittäminen suoritettu yrityksen ostajan vai myyjän taholta. Tutkimus esittää ammattilaiselta – useimmiten investointipankilta - tilatun arvonmäärittäksen toimivan osittain kumileimasimena tukemaan palvelun ostajan omia intressejä. Tiedon jalostamisesta hyötyvät taloudellisesti sekä tilaaja että palveluntarjoaja. Käytännössä yritysarvon keinotekoinen muokkaaminen ilmenee ostajan ja myyjän eriävinä hinta-arvioina yrityskauppatilanteessa. Löydösten pohjalta voidaan todeta, että pienille ja keskisuurille listaamattomille yrityksille olisikin olennaista selvittää ja esitellä parhaiten soveltuvat ja käytettävyyden rajoissa olevat tavat, joilla yritysten omistajat ja sijoittajat voivat itse luoda objektiivisen kuvan yrityksen arvosta. (Elnathan ym. 2010.)

Tässä tutkielmassa pohditaan listaamattoman osakeyhtiön arvonmäärittystä ja sen haasteita. Työn ydintarkoituksena on tutkia listattujen yritysten arvonmäärittäksen kehitettyjen mallien soveltuvuutta listaamattomien yritysten arvon määrittämiseen. Tutkittaviksi arvonmäärittäsmalleiksi valitaan vapaan kassavirran malli ja lisäarvomalli niiden laaja-alaisen käytön ja olemassa olevan tutkimustiedon pohjalta. Käyttäen vertailukohteena julkisen osakeyhtiön arvonmäärittystä työ esittelee ratkaisuja ongelmakohtiin, joissa rajallinen informaatio ja markkinaperusteisten arvojen puuttuminen ovat rajoitteena yksityisen osakeyhtiön arvonmäärittäkselle. Tutkielman tarkoituksena on myös perehtyä arvonmäärittämisprosessin taustalla olevaan teoriaan ja tunnistaa arvonmäärittäsmalleissa käytettävät keskeisimmät laskennalliset tekijät.

Tutkielman toinen kappale käsittelee arvonmäärittämisprosessin vaiheita valittujen päänäkökulmien kautta. Kolmannessa kappaleessa käydään läpi investointi- ja rahoituspäätöksenteon taustoja portfolioteorian näkökulmasta. Neljännessä kappaleessa esitellään valitut arvonmäärittäsmallit ja arvioidaan niiden soveltuvuutta yksityisen osakeyhtiön arvonmäärittäykseen.

2. ARVONMÄÄRITYPROSESSI

Arvonmääritysprosessin vaiheet voidaan jakaa strategiseen analyysiin, tilinpäätösanalyysiin ja tulevaisuuden näkymien arviointiin. Strategisessa analyysissä tutkitaan yrityksen liiketoimintamallin toimivuutta, asemaa ja kilpailukykyä saman toimialan kilpailijoihin nähden. Tilinpäätöstiedoista kerättävää tietoa tutkitaan tunnusluku- ja rahavirta-analyysin avulla. Tulevaisuuden näkymiä arvioidaan asetettujen tavoitteiden, nykyisen suorituskyvyn ja tilinpäätöksen tarjoaman informaation pohjalta. (Kallunki & Niemelä 2004: 23-24.)

2.1 Strateginen analyysi

Strategisen analyysin pyrkimyksenä on arvioida edellytyksiä yrityksen liiketoiminnan jatkuvuudelle ja määritellä yrityksen voittoihin ja kassavirtoihin tulevaisuudessa vaikuttavia tekijöitä. Näitä tekijöitä ovat esimerkiksi markkinaosuus toimialalla, tuotevalikoiman kilpailukyky, kasvunäkymät ja asetetut tavoitteet. Analyysi voidaan jakaa ulkoiseen ja sisäiseen analyysiin. (J. Barney 1991.)

Sisäinen analyysi kattaa resurssit, joita yrityksellä on hallussaan. Resurssit jaetaan fyysisiin, aineettomiin ja organisatorisiin resursseihin. Fyysisiä resursseja ovat muun muassa yrityksen hallussa olevat teknologiat, tuotantolaitteet, maantieteellinen sijainti ja pääsy raaka-aineisiin. Fyysisiä tekijöitä mitataan operatiivisen tehokkuuden ja kustannustehokkuuden mittareilla, jotka ovat perinteisesti pienissä yrityksissä eniten seurattuja mittareita. Fyysisten tekijöiden arvottaminen voidaan täten kohdistaa tiettyyn tilinpäätöserään tai esimerkiksi tietyn teknologian synnyttämään liikevaihtoon. Barneyn mukaan aineettomat resurssit henkilöityvät yrityksen yksittäisiin johtajiin ja työntekijöihin sitoutuneen uniikin tiedon kautta, minkä ansiosta yritys menestyy. Yrityksen omistamaa aineetonta pääomaa on haasteellista määrittää tiettyyn arvoon. Aineetonta pääomaa on myös esimerkiksi brändi, joka voi yrityskaupassa näkyä taseeseen kirjattuna liikearvona tai sijoitustilanteessa korkeampana osakkeen hintana. Pienet ja keskisuuret yritykset toimivat usein pörssiyrityksiä kapeammilla tuotevalikoimilla ja palvelevat pienempiä

asiakassegmenttejä, mikä korostaa juuri aineettomien resurssien pysyvyyden arvioimisen merkitystä. Organisatoriset tekijät kuvaavat tapaa, jolla yritys suunnittelee toimintaansa ja viestii tästä ulkoisille ja sisäisille sidosryhmilleen. Organisaation resursseja ovat esimerkiksi sen hyvät suhteet asiakkaisiin, rahoittajiin ja omaan henkilöstöön. (J. Barney 1991.)

Kaikki yrityksen resurssit eivät ole relevantteja lisäämään yrityksen arvoa, vaan arvonmäärityksen laatijan tehtävänä onkin määrittellä ja mitata strategiset resurssit, jotka nostavat yrityksen arvoa ja tekijät, jotka mahdollisesti laskevat sitä. Arvoa laskevia tekijöitä ovat esimerkiksi käynnissä olevat oikeudenkäynnit tai huono maine asiakaskunnassa. (J. Barney 1991.)

Sisäisen analyysin avulla voidaan testata yrityksen liiketoiminnan toimivuutta. Tutkimalla yrityksen menneisyydessä tehtyjä valintoja ja kykyä tehdä kannattavia investointeja, voidaan muodostaa kuva tulevaisuuden liiketoiminnan arvosta nykyhetkessä. Yrityksen kilpailukykyyn perustuvat sisäiset tavoitteet ovat lähtökohtaisesti suojeltuja liikesalaisuuksia, jolloin analyysin tekeminen ulkopuolisen taholta on haasteellista. On siis olennaista, että arvonmäärityksen laatijalla on riittävä pääsy yrityksen tietoihin, jotta luotettava analyysi voidaan tehdä. (Kallunki & Niemelä 2004: 25, 31.)

Ulkoinen analyysi kuvaa SWOT-analyysin kaltaisesti yrityksen ulkoisten tekijöiden mahdollisuuksia ja uhkia. Barney muotoilee yrityksen ulkoisen analyysin selittävän yrityksen ulkopuolisten tekijöiden vaikutusta yrityksen kannattavuuteen ja arvoon. Ulkoinen analyysi jaetaan toimiala-analyysiin, kilpailija-analyysiin ja vallitsevaa taloustilannetta tutkivaan analyysiin. (J. Barney 1991.)

Yrityksellä on kestävä kilpailullinen etu, kun se toimeenpanee arvoa luovaa strategiaa, jota nykyiset tai potentiaaliset kilpailijat eivät toteuta eivätkä pysty kopioimaan (J. Barney 1991). Yleisesti tällaisia etuja on tuoreilla korkean teknologian tuotteita myyvillä yrityksillä, kun taas perinteisemmällä toimialoilla kova kilpailu voi johtaa tuotteiden hintojen laskuun ja kannattavuusongelmiin (Kallunki & Niemelä 2004: 30). Tällaisten indikaattoreiden tunnistamisella voi olla suuri vaikutus yrityksen liiketoiminnan arvoon. Maailmantaloudellisten näkymien kehitys ja

poliittinen vakaus näkyvät yritysten voitoissa pitkällä aikavälillä. Tämän vuoksi arvonmäärittäminen edellyttää riittävää kansallisten ja globaalien riskien tunnistamista. Maantieteellisiä riskejä tutkittaessa onkin olennaista selvittää, kuinka laajasti yritys toimii kotimaansa ulkopuolella. (Kallunki & Niemelä 2004: 29).

2.2 Tilinpäätösanalyysi

Kun strateginen analyysi on suoritettu ja muodostettu käsitys yrityksen taloudellisesta tilasta, tutkitaan yrityksen tilinpäätöstietoja. Tilinpäätöstietojen avulla voidaan arvioida yrityksen kannattavuutta sekä rahoitus- ja varallisuusasemaa. (Korhonen & Korhonen, 2011: 7)

Yrityksillä on käytössään sarja harkinnanvaraisia keinoja tulos- ja verosuunnitteluun. Yritys voi hyvää kirjanpitoa noudattaen jalostaa tilinpäätöksessä esitettävää kirjanpidollista, verotuksellista ja operatiivista tulosta tarpeidensa mukaan. (Kallunki & Kytönen 2002: 29.) Jotta listaamattoman yrityksen arvonmäärittämiseen käytettävät tilinpäätöstiedot vastaisivat aina todenmukaista tilaa, on suositeltavaa käyttää oikaistua tuloslaskelmaa ja tasetta. Listatuilla yrityksillä tilinpäätöstiedot ovat lähtökohtaisesti keskenään vertailukelpoisia sellaisenaan (Kallunki & Niemelä 2004: 30.) Yritystutkimus Ry:n (2011) mukaan tilinpäätöksen oikaisemisen perusteena on tarve jalostaa tilinpäätöksestä saatavaa informaatiota analyysin laatijan tarpeiden mukaisesti. Erien oikaisu käytännössä tarkoittaa liiketoiminnan volyymin ja kannattavuutta ilmentävien tuloslaskelman arvojen ja taseen varallisuutta kuvaavien erien muuttamista niiden todellista tilaa vastaaviksi. Tällöin tilinpäätöstiedot kertovat yrityksen taloudellisesta eikä kirjanpidollisesta tilasta. (Korhonen & Korhonen, 2011: 7, 17, 31.)

Tilinpäätösanalyysi voidaan luokitella suoriteperusteiseen analyysiin, rahavirta-analyysiin ja markkinaperusteiseen analyysiin (Kallunki & Kytönen 2002: 14). Yleisesti käytetty suoriteperusteinen tilinpäätösanalyysi voidaan suorittaa käyttämällä kannattavuutta, vakavaraisuutta, maksuvalmiutta ja pääoman kiertonopeutta kuvaavia tunnuslukuja. Ne ovat helppokäyttöisiä ja tarjoavat nopeasti vertailukelpoista tietoa analyysin tekijän käyttöön. (Kallunki & Niemelä 2004: 65.)

Tunnuslukujen matemaattiset kaavat on esitelty erikseen kunkin aihealueen käsittelyn yhteydessä.

2.2.1 Tunnuslukuanalyysi

Yritys on kannattava, kun se tuottaa tuloja enemmän kuin niiden synnyttämiseksi on aiheutunut menoja. Tilinpäätösanalyysissä kannattavuutta seurataan useamman vuoden perspektiivillä, jolloin minimoidaan lyhytaikaisten suhdannevaihteluiden tai investoinneista aiheutuvien poikkeuksellisten kulujen vaikutukset. Tällöin yrityksen arvokin perustuu sen pitkän aikavälin kykyyn harjoittaa liiketoimintaa. Yksinkertaisimmat tunnusluvut lasketaan yhden tilikauden arvoihin perustuen, jonka vuoksi eri tilikausien tulosten vertailu keskenään on suositeltavaa. Kannattavuuden tunnuslukuja voidaan laskea joko suhteuttamalla jotain tuloslaskelman arvoa sitä vastaavaan taseen arvoon tai suhteuttamalla tuloslaskelman arvoja keskenään. (Kallunki & Kytönen 2002: 74.)

Yleinen kannattavuutta kuvaava tunnusluku on sijoitetun pääoman tuotto prosentti, joka kuvaa liiketoiminnan tuottoa suhteessa yrityksen koko pääomaan. Pääomaan luetaan oma pääoma ja korollinen vieras pääoma. Sijoittajan tai omistajan näkökulmasta oman pääoman tuottavuutta voidaan mitata oman pääoman tuotto prosentilla, jossa nettotulos jaetaan oikaistulla omalla pääomalla. Oman pääoman tuotto prosenttia voidaan keinoitekoisesti vivuttaa ylöspäin tiettyyn rajaan asti lisäämällä vierasta pääomaa. Ilmiö perustuu velkarahan aiheuttamaan vipuvaikutukseen investoinnin kasvaneissa tuotoissa samalla, kun oma pääoma säilyy muuttumattomana. Velkavipu kuitenkin toimii vain siihen saakka, kunnes rahoituskulut ylittävät investoinnin tuoton. Varsinkin taloudellisesti huonoina aikoina korkean velkaantuneisuuden ongelmat nousevat esiin yritysten investoinneille ennustettujen tuottojen heiketessä suhteessa velan kuluihin. On olennaista, että arvonmäärittäjä huomioi tilinpäätösanalyysissä vieraan pääoman riskit ja tunnistaa yrityksen pääomarakenteen kipupisteen, jossa sen velkataakka muuttuu korkeampien tuottojen sijasta sijoittajan murheeksi. (Kallunki & Kytönen 2002: 74, 78).

Toiminnan katetta, eli liiketoiminnan kokonaiskannattavuutta, voidaan mitata nettotulos prosentilla, joka suhteuttaa tuloslaskelman arvoja. Nettotulos prosentti

lasketaan jakamalla nettotulos säännöllisillä tuotoilla. (Kallunki & Kytönen 2002: 77-79.)

$$\text{Sijoitetun pääoman tuotto-\%} = \frac{\text{Nettotulos} + \text{Rahoituskulut} + \text{Verot}}{\text{Sijoitettu pääoma [keskiarvo]}} \times 100 \% \quad (1)$$

$$\text{Oman pääoman tuotto-\%} = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Oikaistu oma pääoma}} \times 100 \% \quad (2)$$

$$\text{Nettotulos-\%} = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Liiketoiminnan säännölliset tuotot}} \times 100 \% \quad (3)$$

Vakavaraisuus kuvastaa vieraan ja oman pääoman osuutta koko pääomasta. Yritys on vakavarainen, kun vieraan pääoman osuus ei ole liian suuri ja rahoituskulut ovat kohtuullisella tasolla. Vaikka optimaalinen pääomarakenne on jokaisella yrityksellä yksilöllinen, on usein mahdollista havaita toimiala- ja aluekohtaisia trendejä. Tämän korrelaation avulla voidaan muodostaa kuvan yrityksen velkaantuneisuudesta ja vakavaraisuudesta vertaamalla sitä saman toimialan tai alueen vastaaviin yrityksiin. (Kallunki & Kytönen 2002: 80-82.)

Yleisimmät vakavaraisuuden tunnusluvut ovat omavaraisuusaste ja gearing-luku eli nettovelkaantuneisuusaste. Oikaistujen lukujen käyttö on suositeltavaa. Omavaraisuusaste lasketaan jakamalla oma pääoma taseen loppusumman ja saatujen ennakkomaksujen erotuksella. Omavaraisuusaste kuvaa oman pääoman määrää koko taseen vastattavista. Korkean omavaraisuusasteen omaavat yhtiöt selviävät lähtökohtaisesti paremmin rahoituskuluistaan kuin matalan omavaraisuusasteen yhtiöt. Nettovelkaantuneisuusaste kuvaa velkojen suhdetta yrityksen omaan pääomaan, kun likvidit varat on käytetty vieraan pääoman takaisinmaksuun. Matalaa nettovelkaantumisastetta pidetään merkinä toiminnan vakaudesta pitkällä aikavälillä. Tällöin yrityksellä on rahoituksellista liikkumavaraa huonoina aikoina ja resursseja kasvaa suotuisassa liiketoimintaympäristössä. (Kallunki & Kytönen 2002: 83-84.)

$$\text{Omavaraisuusaste} = \frac{\text{Oikaistu oma pääoma}}{\text{Oikaistu taseen loppusumma} - \text{Saadut ennakot}} \times 100 \% \quad (4)$$

$$\text{Nettovelkaantumisaste} = \frac{\text{Korollinen vieras pääoma} - \text{Rahat ja arvopaperit}}{\text{Oikaistu oma pääoma}} \quad (5)$$

Maksuvalmiutta mittaavat tunnusluvut kuvaavat yrityksen kykyä selviytyä lyhyen aikavälin maksuvelvoitteista. Maksuvalmiuden tunnusluvuista tunnetuimpia ovat Quick Ratio ja Current Ratio. Ne mittaavat vaihtuvien vastaavien riittävyyttä lyhytaikaisen vieraan pääoman takaisinmaksuun. Current Ration erona Quick Ration on vaihto-omaisuuden mieltäminen riittävän likvidinä varallisuutena, joka voidaan tarvittaessa muuntaa käteiseksi velkojen maksuun. Quick Ratiossa vaihto-omaisuuden vaikutus – yleisimmin varaston arvo – vähennetään osoittajasta. (Kallunki & Kytönen 2002: 84-87.)

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Vaihtuvat vastaavat} - \text{Vaihto-omaisuus}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma} - \text{Saadut ennakkomaksut}} \quad (6)$$

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Vaihtuvat vastaavat}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma}} \quad (7)$$

Kiertoaika- eli tehokkuusluvuilla tarkoitetaan pääoman kierron tehokkuutta. Pääoman kierron tehokkuus kuvastaa yrityksen kyvykkyyttä tulouttaa myytyjä suoritteita rahaksi tai vastaavasti järjestää tulonmuodostukseen tarvittavien tuotantopanosten ja -tekijöiden ostoja. Pääoman kiertotehokkuus heijastuu yrityksen tulorahoituksen riittävyyteen eli siihen, kuinka tehokkaasti yritys pääsee uudelleensijoittamaan myyntisaamisiaan. Tehokas tulorahoitus turvaa yrityksen säännöllisen perusliiketoiminnan harjoittamisen ja on parhaimmillaan myös merkittävä osa kasvun ja investointien rahoituksesta. (Kallunki & Kytönen 2002: 88-91.) Yrityksen kestävä kasvuvauhti SGR (sustainable growth rate) kuvaa tilaa, jossa kasvu maksimoidaan ilman velanoton lisäystä tai oman pääoman kasvattamista. Termin selvittäminen on keskeinen työkalu arvioitaessa tulorahoituksen riittävyyttä tutkittavan yrityksen nykytilaan ja tavoitteisiin nähden. (Platt & Platt 1995.)

$$\text{Myyntisaamisten kiertoaika} = \frac{\text{Myyntisaamiset} + \text{Sisäiset myyntisaamiset}}{\text{Liikevaihto}} \times 365 \quad (8)$$

$$\text{Kestävä kasvuvauhti} = \text{oman pääoman tuotto} - \% \times (1 - \text{osingonmaksusuhde}) \quad (9)$$

2.2.2 Rahavirtalaskelmat

Rahavirtojen analyysin periaatteena on selvittää yrityksen rahoituksellinen tilanne ja poistaa harkinnanvaraisuudet tunnusluvuista. Muun muassa suoritteiden jaksottaminen ja tilinpäätöksen kirjanpidolliset erät eivät ole rahavirtojen näkökulmasta oleellisia. Rahavirtoja tutkittaessa ei menoja ja tuloja jaksoteta suoriteperusteisesti eri tilikausille, vaan ne kirjataan kassaperusteisesti. Erona suoriteperusteisessa ja kassaperusteisessa tavassa on tilitapahtumien rekisteröinnin ajankohta. Kun kirjaukset tehdään rahan liikkeen yhteydessä eikä suoritteen oston tai myynnin kirjaamisen hetkellä, saadaan tarkka kuva yrityksen rahoituksellisesta tilasta. Yrityksen rahavirrat koostuvat kassaanmaksuista ja kassastamaksuista. Kassaanmaksuista olennaisimpia ovat myyntitulot sekä vieraan ja oman pääoman nettomääräiset sijoitukset. Merkittävimmät rahan ulosvirtaukset ovat operatiivisen liiketoiminnan harjoittamiseen kohdistettavat kulut sekä rahoituskulut oman ja vieraan pääoman sijoittajille. Rahavirtalaskelma kertoo, paljonko yrityksen kassaan on tilikauden aikana tullut rahaa ja paljonko rahaa on lähtenyt. Laskelma kertoo myös, mihin mahdollinen ylijäämä on sitoutunut tai millä alijäämä on rahoitettu. (Carland Jr. & White 1980, Kallunki & Kytönen 2002: 93-95.)

Rahavirtalaskelmissa käytetään etuoikeusjärjestystä, jossa myyntituloilla katetaan menojen pakollisuuden pohjalta ensin juoksevat kulut, rahoituskulut ja verot. Vastanäiden jälkeen laskelmiin viedään investointien, lainanlyhennyksien ja osinkojen aiheuttamat kassastamaksut. Kassavirtalaskelma on tyypillisin ja yleisimmin hyödynnetty rahavirtojen laskentatapa, jossa tulot ja menot kirjataan kassaperusteisesti, eli vain kassan muutokset rekisteröidään. Kassavirtalaskelmassa käytetään apuna suoriteperusteista tuloslaskelmaa ja tasetta, josta kukin tuloserä muutetaan kassaperusteisesti tuloksi tai menoksi niihin liittyvien tase-erien muutosten ja liitetietojen avulla. Raportoidun tuloslaskelman kirjanpidollisten erien, kuten poistojen vaikutus sen sijaan poistetaan laskelmasta, sillä niillä ei ole todellista kassavaikutusta. (Kallunki & Kytönen 2002: 101, 105.)

Arvonmäärittäjän näkökulmasta olennaista on selvittää rahavirtojen koko, niiden kehityssuunta viimeisen 3-5 vuoden aikana ja toimenpiteet, joita yritys on tehnyt päästäkseen asetettuihin tavoitetasoihin. Kassavirtoja hetkellisesti parantavia keinoja

voivat olla esimerkiksi lyhytaikaisten velkojen kasvattaminen eli velan vipuvaikutuksen lisääminen. Rahavirtojen tutkiminen usean vuoden aikavälillä vähentää kausivaihtelujen aiheuttamia vääristymiä tuloksissa. (Korhonen & Korhonen, 2011: 58.)

Rahavirtalaskelmat ovat raportoitua tilinpäätöstä herkempiä kertomaan yrityksen liiketoiminnan, investointien ja rahoituksen sekä positiivisista että negatiivisista muutoksista. Rahavirtojen muutokset voivat kertoa esimerkiksi myynnin kannattavuuden heikentymisen vaikutuksesta yrityksen tulorahoituksen pienenemiseen, joka puolestaan laskee yrityksen investointien nettonykyarvoa. (Carland Jr. & White 1980.) Rahavirtojen muutoksilla on suora tai välillinen vaikutus kaikkiin tunnuslukuanalyysin osa-alueisiin, minkä vuoksi rahavirtalaskelmat taustoittavat hyvin yksinkertaisten tunnuslukujen tuloksia.

2.3 Tulevaisuuden näkymät

Odotetun kehityssuunnan merkitys yrityksen tulevaisuuden ennakoinnissa on suuri ja yksityiskohtiin tarkimmin syventyvä. Odotukset perustuvat omistajien tämänhetkisiin näkemyksiin ja laskelmiin tulevaisuuden liiketoiminnan tilasta. Odotuksiin vaikuttavat muun muassa toimialanäkymät, tuotekehitys ja yrityksen rahoituksellinen tilanne. (Kallunki & Niemelä 2004: 31.) Näkymiä voidaan tarkastella niin strategisten valintojen kautta kuin raportoidun tilinpäätöksen tarjoaman informaation avulla. Luotettava tulevaisuuden näkymien arviointi edellyttääkin kohtien 2.1 (strateginen analyysi) ja 2.2 (tilinpäätösanalyysi) perusteellista tarkastelua ja oikeiden näkökulmien valintaa.

2.3.1 Strategia ja organisaatiokulttuuri

Tulevaisuuden näkymät ovat vahvasti riippuvaisia yrityksen strategiasta. Strategista analyysia voidaankin käyttää työkaluna tulevaisuuden odotuksien luomisessa. Tähän viittaavat tutkimuksissaan muun muassa J. B. Barney (1986b) ja Weinzimmer (2012). Barney'n teorian mukaan yrityksen kohtaama kilpailu on riippuvainen yrityksen koosta ja toimialasta, jolla se toimii, minkä vuoksi strategia tulee luoda kunkin yrityksen vahvuuksien ja kykyjen mukaan. Barney erittelee kolme yritysten

välistä kilpailua kuvaavaa mallia mikrotaloustieteen tasolla. Näiden kolmen mallin perusteella kestävästä kilpailuetua ja keskimääräistä korkeampia tuottoja pitkällä aikavälillä nauttivat yritykset, jotka erilaistavat tuotevalikoimiaan, tunnistavat toimialansa rakenteet ja pyrkivät vähentämään kilpailijoidensa määrää. Mitä korkeammat markkinoille tulemisen kustannukset ovat ja mitä monimutkaisempi toimialan rakenne on, sitä paremmin yritys pystyy suojaamaan kilpailuetuaan pitkällä aikavälillä. Barney'n tutkimukseen viitaten Weinzimmer (2012) tähdentää puolestaan yrityksen strategisen orientaation merkitystä. Kun koko organisaatio on omaksunut toimintaansa ja päätöksentekoonsa yrityksen strategian, katsotaan tämän ohjaavan yritystä läpi sen strategisten valintojen. Tällainen lähestymistapa luo yritykselle kestävästä kilpailukyvyn pitkällä aikavälillä. (J. B. Barney 1986b.)

Strategisen orientaation nähdään liittyvän yrityksen organisaatiokulttuuriin. Vahvan organisaatiokulttuurin yritykset ovat keskimäärin menestyvämpiä kuin yritykset, joiden organisaatiokulttuuri ei ole yhtä uniikki ja joka on täten helpommin kopioitavissa. (J. B. Barney 1986a.) Organisaatiokulttuuri käsittää arvoja, uskomuksia ja symboliikkaa, jotka välittyvät henkilöstön käyttäytymisen ja toimien kautta. Nämä tekijät ovat puolestaan lähtöisin yrityksen omistajatasolta ja juontavat käsitykseen tavasta, jolla yritys harjoittaa liiketoimintaa. Käytännössä organisaation kulttuuri näkyy yrityksen kohtaamisina muiden työntekijöiden, asiakkaiden ja esimerkiksi tavarantoimittajien kanssa. Voidaankin todeta, että yrityksen omistajat itseasiassa määrittävät, millaisia työntekijöitä, asiakkaita ja kumppaneita sillä on – juuri sellaisia kuin yritys itse on. Tämä voidaan käsittää sekä hyvässä että pahassa, sillä organisaatiokulttuurilla esitetään olevan parhaimmillaan merkittävää taloudellista hyötyä. Barney muotoilee asian näin: ”Yritykset, jotka saavuttavat tuottavuutensa henkilöstön kautta, pitävät hallussaan sellaisia työntekijöitä, jotka elävät halusta palvella asiakasta.” Tällöin yritys pystyy toimimaan lähellä asiakasta ja tuottamaan samalla lisäarvoa sekä asiakkailleen että itselleen. (J. B. Barney 1986a.)

2.3.2 Kasvu, suorituskyky ja menestys

Aikaisemman menestyksen ja nykyisen suorituskyvyn pohjalta voidaan arvioida tulevaisuuden suuntaa. Yrittäjyystutkimus on historiallisesti keskittynyt yrityksen

suorituskyvyn ja menestyksen mittaamiseen myynnin kasvun kautta. Ensimmäisinä liikevaihdon kasvun ja menestyksen positiivista riippuvuutta tutkivat muun muassa Penrose (1966) ja Birch (1987). (Allen 1989, Kiviluoto 2013.) Liikevaihdon kasvu yrityksen menestyksen mittarina onkin saanut käytännön piirissä vahvan roolin. Kiviluoto (2013) arvioi aiheen käytännön ja tutkimustyön ympärille muodostuneita olettamuksia ja käsityksiä. Hän kyseenalaistaa pelkän yksittäisen tekijän – eli myynnin kasvun - arvioimisen ja luonnehtii suorituskyvyn ja menestyksen mittaamista ennemminkin kokonaisvaltaisena prosessina. Kiviluoto jakaa prosessin kvantitatiiviseen ja kvalitatiiviseen analyysiin. Kvantitatiivisessa analyysissä mitataan myynnin kasvun riippuvuutta muihin tilinpäätösanalyysin tunnuslukuihin ja raportoidun tilinpäätöksen arvoihin. Kvalitatiivinen analyysi taas kartoittaa yrityksen sidosryhmien preferenssejä kasvun, kannattavuuden, suorituskyvyn ja menestyksen arvioinnissa. Kiinnostavaa onkin huomata kunkin sidosryhmän – esimerkiksi omistajan, rahoittajan tai julkisen päättäjän – omat erityispiirteet. Tutkittaessa yksityisomisteisen yrityksen arvonmäärittystä yrityskauppa- tai sijoitustilanteessa ovat yrittäjän ja ulkopuolisen sijoittajan tai ostajan näkökulmat näistä oleellimmat. (Kiviluoto 2013.)

Tutkittaessa 120 000 suomalaista listattua ja ei-listattua yritystä huomataan, että useimmiten myynnin kasvulla on vain vähän, tai ei lainkaan, korrelaatiota muihin yrityksen tilaa kuvaaviin lukuihin ja tunnuslukuihin (Kiviluoto 2013). Vertailuun valitut tunnusluvut kuvaavat muun muassa kannattavuutta, maksuvalmiutta, vakavaraisuutta ja pääoman tuottoa. Myynnin kasvu voi sen sijaan toimia hyvänä indikaattorina yrityksen toiminnassa tai ympäristössä tapahtuville muutoksille. Liikevaihtoa seuraamalla voidaan esimerkiksi tulkita myyntipanostusten, uusien tuotelanseerausten tai muuttuneen kilpailutilanteen vaikutuksia. Liikevaihdon muutoksen tarkastelun sijasta eri tekijöiden välisen korrelaation tutkimisella voidaan muodostaa käsitys siitä, miten kasvu on vaikuttanut yrityksen liiketoiminnalliseen asemaan sekä taloudelliseen- ja rahoitukselliseen tilaan. Olennaista on myös tutkia, miten kasvu on saavutettu ja onko se ollut kannattavaa. Kiviluoto korostaakin, että sijoittajille ja omistajille tärkein menestyksen merkki on kannattava kasvu. Myynnin kasvun ohella tärkeää on taito lukea olemassa olevaa tietoa ja tunnistaa eri tekijöiden vuorovaikutussuhteita – myynnin tarkastelu on vain osa totuutta. (Kiviluoto 2013.)

3 PÄÄOMAN TUOTTOVAATIMUS JA RISKI

3.2 Odotettu tuotto ja riski

Yritykset luovat tulevaisuuden tuottoja ja tuotto-odotuksia investoimalla parhaaksi näkemiinsä hankkeisiin, joiden rahoittamiseksi yritys tarvitsee pääomaa. Jos yritys ei investoi, sen tuotteet voivat vanhentua ja yritys voi menettää markkinaosuuttaan muille toimijoille, jotka palvelevat asiakkaitaan tehokkaammin ja innovatiivisemmin. Investointi- ja sijoituspäätösten seurauksiin liittyy kuitenkin aina epävarmuustekijöitä, minkä vuoksi riskin huomioiminen ja sisällyttäminen investointi- ja sijoituspäätösten tekoon on tärkeää. (Ball & Brown 1969.)

Investointipäätöksen tekijälle ja yritykseen sijoittavalle on olennaista hahmottaa halutun tuoton ja olemassa olevan riskin suhde. Riskin ja odotetun tuoton suhteesta ovat kiinnostuneita etenkin yrityksen johto, omistajat ja potentiaaliset sijoittajat. Kun riski kasvaa, nousee myös tuottovaatimus. (Ball & Brown 1969.) Riskin välttäminen ei tarkoita kaikkien riskillisten kohteiden torjumista, vaan pikemminkin sellaisten hyväksymistä, joiden nettonykyarvo ylittää pääoman kustannuksen. Yrityksen tilaa mahdollisesti horjuttavista tekijöistä muodostuu yrityksen kokonaisriski, joka määrää, mihin hintaan yritys saa lainaa ja mikä on oman pääoman sijoittajien tuottovaatimus. (Ball & Brown 1969.) Arvonmäärityksessä pääoman tuottovaatimuksen pienilläkin virheillä voi olla suuria vaikutuksia saatuihin tuloksiin, minkä vuoksi oikeiden laskentamallien valinta on tärkeää (Kallunki & Niemelä 2004: 127).

3.3 Pääoman tuottovaatimus

Tuottovaatimus tarkoittaa tuottoa, jonka yrityksen liiketoiminnan tulee tuottaa vastineeksi sijoittajien pääomalle ja olemassa olevalle riskille (Ball & Brown 1969). Se on lisäksi vaihtoehtokustannus sille sijoitukselle, johon sijoittaja olisi valmis sijoittamaan varansa vastaavalla riskillä (Kallunki & Niemelä 2004: 129). Tuottovaatimus vaikuttaa suoraan valittujen arvonmääritysmallien tuloksiin.

Yrityksen liiketoimintaan sitoutunut pääoma rahoitetaan joko omalla tai vieraalla

pääomalla. Pääomalajeja erottavat toisistaan niiden erilaiset oikeudet liiketoiminnan rahavirtoihin. Vieraan pääoman sijoitukselle määritetään jo etukäteen tulevaisuudessa pääomalle maksettavien kassavirtojen koko ja maksuajankohdat. Yleinen esimerkki vieraan pääoman sijoituksesta on joukkovelkakirjalaina tai pankin myöntämä yksinkertainen yrityslaina. (Kallunki & Niemelä 2004: 127, 130.)

Oman pääoman ehtoinen sijoittaja on osakkeenomistajana oikeutettu yrityksen kassavirtoihin osinkojen muodossa ja hyötyy samalla osakkeen arvonnoususta. Osakkeenomistajalla on myös oikeus saada päätöksentekoon liittyviä tietoja. Koska oman pääoman sijoitus on lähtökohtaisesti pitkäaikainen sijoitus, liittyy siihen suurempi riski mahdollisesta sijoituksen arvonlaskusta kuin vieraalla pääomalla. Markkinariski ja liiketoiminnallinen riski ovat todennäköisempiä vaihtelulle esimerkiksi 20 vuoden aikavälillä kuin 5 vuoden aikavälillä. Suuremman riskin ja kassavirtoihin liittyvän epävarmuuden sietäminen näkyy oman pääoman korkeampana tuottovaatimuksena. (Kallunki & Niemelä 2004: 129.)

Tehokkailla markkinoilla, kun tieto on kaikille sijoittajille viipymättä saatavilla, investoinnin odotettu tuotto ja sijoittajien tuottovaatimus ovat samat. Tuottovaatimus määräytyy tällöin automaattisesti pääomamarkkinoilla eli markkinat hinnoittelevat täysimääräisesti itsensä. (Ball & Brown 1969.) Vaikka tehokkaat markkinat eivät käytännössä toteudukaan, sellaisten olettaminen mahdollistaa laskentamallien mielekkään käytön. Tehokkailla markkinoilla yrityksen arvo on niiden rahavirtojen nykyarvo, jotka yrityksen odotetaan maksavan sijoittajilleen nyt ja tulevaisuudessa. Käytännössä tämä tarkoittaa sijoittajien pääomalle maksettavia osinkoja. Yrityksen riski sen sijaan koostuu yritykseen sijoitetulle pääomalle maksettavien tuottojen toteutumisen epävarmuudesta. (Ball & Brown 1969.) Ballin ja Brownin (1969) määritelmä osoittaa, että yrityksen pääoman kustannus on odotettuihin tuottoihin ja vallitsevaan riskiin sidottu sijoittajien pääoman hinta eli tuottovaatimus. Yrityksen näkökulmasta kyse on kustannuksesta, jolla liiketoimintaa ja investointeja rahoitetaan (Kallunki & Niemelä 2004: 133).

3.4 Koko pääoman kustannus

Yrityksen pääoman kustannusta käytetään arvonmääritysmalleissa korkokantana diskonttaamaan kassavirrat ja lisätuotot nykyhetkeen. Pääoman kustannuksen laskemiseksi selvitetään erikseen oman ja vieraan pääoman tuottovaatimukset. Saatuja tuloksia hyödynnetään keskimääräisen pääoman kustannuksen eli WACC:n (Weighted Average Cost of Capital) laskemiseksi. WACC on Modiglianin ja Millerin vuonna 1958 ensimmäisen kerran esittelemä malli, jossa yrityksen keskimääräinen pääoman kustannus on oman pääoman ja vieraan pääoman kustannuksien painotettu keskiarvo. Mallissa huomioidaan lisäksi vieraan pääoman rahoituskulujen verovähennysoikeus. (Kallunki & Niemelä 2004: 163.)

$$WACC = \frac{E}{V} \times R_E + \frac{D}{V} * R_D * (1 - T) \quad (10)$$

E = oman pääoman markkina – arvo

D = vieraan pääoman markkina – arvo

V = koko pääoman markkina – arvo

R_E = oman pääoman tuottovaatimus

R_D = vieraan pääoman tuottovaatimus

termi $(1 - T)$ on vieraan pääoman verohyöty, jossa T = yritysverokanta

3.4.1 Vieraan pääoman tuottovaatimus

Tuottovaatimus jaetaan oman pääoman ja vieraan pääoman tuottovaatimuksiksi. Vieraan pääoman tuottovaatimus tarkoittaa yrityksen velkojen keskimääräistä korkoa, jota vastaan yritykselle on myönnetty lainaa. Keskimääräinen lainojen korkokanta voidaan laskea joko olemassa olevista lainoista tai laskentahetkellä yritykselle myönnettävien lainojen koroista. Jos yritys on laskenut liikkeelle joukkovelkakirjalainoja, täytyy rahoituskuluihin ottaa huomioon lainalle maksettavat

kuponkimaksut. (Kallunki & Niemelä 2004: 128-131.) Tutkittaessa yksityisiä osakeyhtiöitä pankkilainojen korkojen tarkastelu riittää.

3.4.2 Oman pääoman tuottovaatimus

Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittäminen on monimutkaisempaa kuin vieraan pääoman tuottovaatimuksen. Kuten edellä on mainittu, oman pääoman sijoittajat hyötyvät yrityksen arvonnoususta maksettujen osinkojen ja osakkeen arvonnousun muodossa. (Kallunki & Niemelä 2004: 133) Sijoituksen tuottovaatimus nousee, kun siihen liittyvä riski kasvaa (Ball & Brown 1969). Osakkeen hinta sen sijaan laskee. Sharpe ja Linter kumppaneineen kehittivät 1954 CAPM-mallin (Capital Asset Pricing Model), jolla osakkeenomistajien odotusten ja ennustetun riskin korrelaatio voidaan esittää yksinkertaisena korkokantana $E(R_i)$. CAPM on tilinpäätöstiedoista johdettava malli, jota käytetään laajasti oman pääoman hinnoittelussa. Malli esitetään seuraavalla tavalla: (Ball & Brown 1969.)

$$\text{CAPM: } E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_M) - R_f] \quad (11)$$

Yhtälössä R_f kuvaa riskittömän sijoituksen tuottoa ja $E(R_m)$ markkinaportfolion odotettua tuottoa (Ball & Brown 1969). Kaikki sijoituskohteet sisältävän markkinaportfolion odotetun tuoton ja riskittömän tuoton erotus kertoo tämänhetkisen markkinoiden riskilisän yli riskittömän tuottokohteen. Tätä kutsutaan myös riskipreemioksi, joka on yleinen markkinariskin hinta. Riskittömänä sijoituskohteena käytetään yleisimmin valtion obligaatioiden tuottoja, jotka nähdään valtion viitelainoihin kirjatuihin korkokannoista. (Kallunki et al. 2004 :136-137.) β_i -tekijä kuvaa yritykseen kohdistuvaa riskiä. Beeta on yrityskohtainen riskikerroin, joka kuvaa markkinoiden heilahtelun vaikutusta kyseiseen osakkeeseen. Beeta-kertoimen vertailuarvo on yksi, jossa osakkeen riski vastaa osakemarkkinoiden keskimääräistä riskisyyttä. Tätä korkeammilla arvoilla osake reagoi keskimääräistä voimakkaammin markkinamuutoksiin ja pienemmillä arvoilla sen sijaan vähemmän. (Kallunki & Niemelä 2004: 135, 141-142.)

Sharpen malli esittää toteutuvaksi seuraavat oletukset (Ball & Brown 1969):

- 1) Markkinoilla on olemassa riskivapaa sijoituskohde kaikille sijoittajille.
- 2) Kaikilla toimijoilla on yhtäläinen pääsy pääomamarkkinoille.
- 3) Tulevaisuuden näkymät ja olemassa oleva tieto ovat samat kaikille.
- 4) Sijoittajat ovat riskinkarttajia ja kaupankäyntikustannuksia ei ole.

CAPM-mallissa riski koostuu systemaattisesta ja epäsystemaattisesta riskistä. Systemaattinen riski tarkoittaa markkinoilla vallitsevaa riskiä, johon ei voi vaikuttaa ja jota ei voi hajauttaa. Systemaattista riskiä nostavat esimerkiksi yllättävät poliittiset päätökset, sodat tai luonnonkatastrofit. Markkinavaihteluiden muutokset näkyvät osakkeen beeta-kertoimessa. Epäsystemaattinen riski puolestaan kuvaa riskiä, johon yritys ja sijoittaja voivat vaikuttaa hajauttamalla hanke- ja sijoitusportfoliotaan. Tällöin epäsystemaattisella riskillä ei ole vaikutusta oman pääoman sijoittajan tuottovaatimukseen. (Ball & Brown 1969, Kallunki & Niemelä 2004: 135.)

3.4.3 Listaamattoman yrityksen beeta-kerroin

Listaamattoman yrityksen beeta-kertoimen selvittäminen on pörssinoteerattua yritystä haasteellisempaa. Listatuilla yrityksillä osakkeen hinta ja beeta-kerroin määräytyvät arvopaperimarkkinoilla ja osakkeen hinnan heilahteluita voidaan helposti tutkia. Yksittäisen osakkeen markkinabeeta tarkoittaa osakkeen tuomaa riskilisää sijoittajan hajautetun portfolion systemaattiseen riskiin. Beetan selvittämiseksi hyödynnetään Sharpen regressioanalyysiä, joka tutkii yrityksen aiempia tuottoja osana osakemarkkinoiden yleisindeksin kehitystä. (Kallunki & Niemelä 2004: 140-141.) Kun tutkitaan koko yrityksen arvoa yrityskauppa- ja sijoitustilanteessa, riskitekijöitä tarkastellaan yritystasolla ja arvioidaan niiden vaikutusta yrityksen nykyiseen ja odotettuun arvoon. Yrityksen osaketta ei siis käsitellä osana yksittäisen sijoittajan sijoitusportfolion systemaattista riskiä, vaan nähdään, että yrityksen ostajalla ei ole olemassa olevaa sijoitusportfoliota. (Kallunki & Niemelä 2004: 142.) Tällöin yrityksen ostajan kokonaisriski on ostettavan yrityksen beeta-kerroin. Tämän pohjalta markkinabeeta ei ole luonteva menetelmä yksityisen osakeyhtiön arvonnäilyksessä. Lisäksi, listaamattomilla yhtiöillä vastaavanlaista tarkastelua ei voida rajallisen markkinainformaation vuoksi luotettavasti tehdä. (Kallunki & Niemelä 2004: 158.)

Listaamattomille yhtiöille on kehitetty vaihtoehtoisia tapoja, joilla riskin vaikutusta yrityksen osakkeen arvoon voidaan määrittellä. Yleisesti tunnettuja malleja ovat tilinpäätösbeetan estimointi ja CCA-malli (Comparable Company Analysis). Tilinpäätösbeeta perustuu Ballin ja Brownin 1969 esittelemään korrelaatioon tilinpäätöstietojen ja riskin välillä. He totesivat näin: ”Koska tilinpäätöstiedoista voidaan määrittää odotuksia pääoman tuotolle, voidaan niitä käyttää myös yrityksen riskin määrittämiseen.” (Ball & Brown 1969) Yrityksen liikutuloksen vaihtelun ja markkinaindeksin keskimääräisen tuloksen korrelaatio nähdään tekijänä, jonka avulla yrityksen riskikerroin voidaan muodostaa. Tehokkailla markkinoilla toimittaessa olemassa oleva tieto vähentää sijoittajien epävarmuutta sekä lieventää yritysten arvostustasojen ja tuottojen keskihajontaa. (Fama 1970) Tämän johdosta yritysten tilinpäätöstiedot voidaan olettaa keskenään vertailukelpoisiksi yleisen markkinaindeksin kanssa, jolloin luotettava riskisyyden arviointi voidaan suorittaa. Tilinpäätösbeetan estimoinnin yhtälö on seuraava (Kallunki & Niemelä 2004: 155):

$$\text{Tilinpäätösbeeta:} \quad \Delta A_{it} = g_i + h_i * \Delta M_t + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

ΔA_{it} = Yhtiön *i* tuloksen muutos vuonna *t*

g_i = vakiotermi yhtiölle *i*

h_i = yhtiön tulokseen perustuva beeta – kerroin

ΔM_t = markkinaindeksin mukaisen tuloksen muutos vuonna *t*

CCA-malli tarkoittaa julkisesti noteerattujen vertailuyritysten käyttöä listaamattoman yrityksen beetan arvioinnissa (Bowman & Bush 2006). Mallissa valitaan vastaavan tulonmuodostustavan ja liiketoimintaympäristön omaavia julkisesti noteerattuja yrityksiä, joiden riskisyyttä vertaillaan tutkittavaan listaamattomaan yritykseen. Malli on helppokäyttöisyytensä ansiosta vakiintunut tapa riskisyyden määrittämiselle. CCA-arvion lopputuloksen luotettavuus riippuu määrittelyssä käytettyjen pohjatietojen kattavuudesta. CCA-mallia ovat tutkineet muun muassa Bowman ja Bush (2006) käyttäen tutkimuksessaan Bloombergin aineistoista eriteltyä toimialakohtaista listaa. Listan avulla voidaan helposti valita joukko saman toimialan

yrityksiä, jotka kohtaavat yhtäläistä systemaattista riskiä. Riskiä ennustaviksi tekijöiksi luokitellaan yrityksen koko, operatiivinen velkaantuneisuus, liikevaihdon kasvu, osingonmaksusuhde, P/E-luku (osakkeen hinta/oma pääoma) ja P/B-luku (osakkeen hinta/taseen loppusumma). (Bowman & Bush 2006.) Operatiivisen velkaantuneisuuden arviointi nähdään tärkeimpänä tekijänä tulevaisuuden riskien ennustamisessa. Operatiivinen velkaantuneisuus tarkoittaa liikevaihdon muutosten vaikutusta yrityksen rahoitukselliseen tilaan sen elinkaaren eri vaiheissa. Ilmiötä kutsutaan liikevaihdon syklisyydeksi. (Damodaran 2001.) Lähtökohtaisesti nopean kasvun aikana yrityksen kassavirrat kasvavat ja hitaan kasvun vaiheessa kutistuvat (Bowman & Bush 2006).

Kun tutkitaan valittujen vertailuyritysten beetakertoimia, yritykset tulee muuttaa laskennallisesti velattomiksi eli poistaa velkavivun vaikutus. Vaikka liikeriskit olisivat valituilla saman toimialan yrityksillä yhtäläiset, niiden rahoituksellinen velkaantuneisuus voi vaihdella merkittävästi, mikä puolestaan vaikuttaa yrityksen systemaattiseen riskiin. Velkavivun vaikutus beetaan voidaan poistaa seuraavalla yhtälöllä: (Bowman & Bush 2006.)

$$\beta_e = \beta_a [1 + (1 - T) \left(\frac{D}{E}\right)] \quad (13)$$

β_e = velattoman yrityksen beeta

β_a = velallisen yrityksen beeta

$\frac{D}{E}$ = vieraan pääoman ja oman pääoman suhde

T = yritysverokanta

Kun velkavivun poisto on suoritettu valittujen yritysten beeta-kertoimille, velkavivuttomista beeta-kertoimista muodostetaan keskiarvo. Ratkaistua velattoman beetan keskimääräistä arvoa voidaan puolestaan hyödyntää tutkittavan yrityksen systemaattisen riskin eli pääomarakenteen huomioivan beeta-estimaatin β_a , selvittämiseen. Estimaatti ottaa huomioon sekä liikeriskin että rahoituksellisen riskin

ja sitä voidaan käyttää edellä esitetyn CAPM-mallin beetatekijänä. (Bowman & Bush 2006.)

4 ARVON MÄÄRITTÄMINEN

Yrityksen arvon määrittäminen edellyttää tulevien tuottojen ennustamista ja niiden muuttamista nykyarvoonsa. Kuten aiemmin on jo todettu, listaamattoman yhtiön arvon tutkimiseen sisältyy enemmän epävarmuustekijöitä ja arvonmäärittäjän tekemiä oletuksia verrattuna pörssiyrityksiin.

4.1 Tunnusluvut

Pörssiyrityksien arvon hahmottamisessa käytetään modernien arvonmääritysmallien ohella paljon yksittäisiä tunnuslukuja, kuten P/E-lukua, PEG-lukua ja P/B-lukua (Easton 2004). P/E-luvussa yrityksen markkina-arvo suhteutetaan taloudellista tilaa kuvaavaan liikevoittoon, eli niin sanottuun fundamenttiarvoon (Kallunki & Niemelä 2004: 65). Saatua suhdelukua voidaan siten luontevasti vertailla saman toimialan tai saman markkina-alueen yritysten kanssa. Vertailulla voidaan arvioida, onko tutkittavan yrityksen osake mahdollisesti yli- tai aliarvostettu ja millaisia tuotto-odotuksia yritykseen liittyy. PEG-luvussa P/E-luku jaetaan lyhyen aikavälin tuottojen kasvuvauhdilla. PEG-luvun nähdään soveltuvan P/E-lukua paremmin vertailtaessa yrityksiä, joiden rahavirtojen kasvunopeudet eroavat merkittävästi toisistaan. (Easton 2004.) P/B-luku suhteuttaa osakkeen markkina-arvon sen sijaan yrityksen taseen loppusummaan tarjoten viitteitä osakkeen arvostustasosta yrityksen kirjanpitoarvoon nähden (Kallunki & Niemelä 2004: 86). Listaamattomalle yritykselle tunnusluvuissa käytettävää osakkeen markkina-arvon tekijää P ei voida suoraan määrittää. Sen sijaan CCA-mallin tapaan hyödyntämällä vertailukelpoisten listattujen yhtiöiden markkina-arvoja voidaan muodostaa arvio listaamattoman yrityksen todennäköisestä markkina-arvosta. Arvioidulla yrityksen markkina-arvolla laskettujen tunnuslukujen tulokset eivät ole tarkkoja arvoja, vaan pikemminkin suuntaa antavia. (Kallunki & Niemelä 2004: 65-70, 76.)

Tunnuslukujen heikkoutena on niiden oletus lyhyen aikavälin kehityksen jatkuvuudesta myös pitkällä aikavälillä. Esimerkiksi P/E-luku kertoo vain nykyhetken hinta-tuotto -suhteesta huomioimatta tulevaisuuden tuottonäkymiä. (Easton 2004.) Tästä syystä rahoitusalan ammattilaiset ovat siirtyneet käyttämään hienostuneempia arvonmääritysmalleja, joissa taloudellisen tilan arvioimiseen

sisällytetään tuloslaskelman ja taseen arvojen lisäksi myös rahan aika-arvo ja tuotto-odotukset. (Kallunki & Niemelä 2004: 40, 65)

4.2 Arvonmäärittämissmallit

Tutkittavaksi valittujen arvonmäärittämissmallien, vapaan kassavirran mallin ja lisäarvomallin, tarkkuus perustuu niiden kykyyn tuottaa diskontattuja nykyarvoja. Molemmat mallit pohjautuvat Gordonin mallin olettamaan, jossa yrityksen hinta on osinkojen diskontattu nettonykyarvo. Gordonin mallissa taloudellisen tekijän arvon - osinko, rahavirta tai lisätuotto - ja sen kehityksen oletetaan joko pysyvän samana tai muuttuvan tietyllä nopeudella äärettömyyteen asti. Käytännössä Gordonin mallin käyttö toteutuu, kun arvonmäärittäjä laskee menneiden tilikausien osinkoja, rahavirtoja tai lisätuottoja, luo niiden pohjalta arvion tulevaisuuden kasvuvauhdille ja diskonttaa ne vallitsevalla tuottovaatimuksella tutkittavalle ajanjaksolle. (Jennergren 2013.)

Diskonttaaminen tarkoittaa tulevaisuuden tuottojen ja omaisuuserien muuttamista nykyrahanarvoiksi. Kallungin ja Niemelän muotoileman standardin mukaisesti yrityksen tulee valita sellainen korko, joka kuvastaa tarkasteluhetkellä markkinoiden näkemystä rahan aika-arvosta ja omaisuuserään liittyvistä erityisriskeistä. Kun arvonmäärittäjä on käytössään riittävät tiedot yrityksen tuotto-odotuksiin, muiden sijoituskohteiden tarjoamiin tuottoihin ja näihin liittyviin riskeihin nähden, ovat yrityksen painotettu keskimääräinen kustannus WACC ja oman pääoman tuottovaatimus parhaiten soveltuvat diskonttokorot arvonmäärittämiseen. (Kallunki & Niemelä 2004: 102, 206-208.)

4.2.1 Lisäarvomalli

Edwardsin ja Bellin (1961) esittelemä ja sittemmin Ohlsonin (1995) ja (2000) jalostama lisäarvomalli, RI-malli (Residual Income), on tilinpäätösperusteinen työkalu yrityksen arvon määrittämiseen (Lo & Lys 2000). Lisäarvomallissa oman pääoman arvoon hetkellä t_0 lisätään haluttuun tulevaisuuden ajankohtaan diskontattujen arvioitujen lisätuottojen nykyarvot (Ohlson 2005). Lisätuotoilla tarkoitetaan ennustetun nettotuloksen ja oman pääoman tuottovaatimuksen erotusta.

Tuottovaatimuksen ylimenevää osaa kutsutaan myös taloudelliseksi lisäarvoksi. Jos yritys tuottaa voittoja yli sijoittajiensa tuottovaatimuksen, sen arvo kasvaa. (Kallunki & Niemelä 2004: 119.) Diskonttokorkona käytetään oman pääoman tuottovaatimusta, jonka laskemiseen sovelletaan aiemmin esiteltyä CAPM-mallia.

Lisäarvomallia on viime vuosikymmenen aikana luonnehdittu useissa lähteissä luotettavimmaksi arvonmäärittäsmalliksi (mm. Bailey, Brown, Potter & Welsh 2008, Sweeney 2014). Mallissa oman pääoman kirjanpitoarvo ankkuroi yritysarvon tasepohjaisesti ja nykyarvoonsa diskontatut lisätuotot puolestaan täsmäyttävät yrityksen kirjanpidollisen arvon ja liiketoiminnan arvon eroa (Ohlson 2005). Tällöin taloudellisen tekijän ennustamisessa syntyvien virhearvioiden vaikutukset on minimoitu lopullisissa tuloksissa. Liiketoiminnan arvottamisen virheet näkyvät lisätuotoissa joko liian optimistisina tai puolestaan varovaisina nettotulosten vuosienusteina. (Ohlson 2005.) Penmanin (1998) mukaan lisäarvomallin tarkkuus puolestaan perustuu tilinpäätöksen jaksotusten kykyyn siirtää investointien kulut ja tuotot niiden toteutumisaikankohtaan suoriteperusteisesti. Rahavirtamalleihin verraten tilinpäätöksen jaksotusten tarkkuutta parantava vaikutus korostuu etenkin lyhyen aikavälin tarkastelussa. (Penman & Sougiannis 1998.) Yrityksen oman pääoman diskontattu nykyarvo P_0 , eli lisäarvomallin lopputulema, voidaan laskea seuraavalla summakaavalla (Lundholm & O'Keefe 2001):

$$P_0 = SE_0 + \frac{RI_1}{1+r} + \frac{RI_1}{(1+r)^2} + \frac{RI_3}{(1+r)^3} + \frac{RI_4}{(1+r)^4} + \dots \quad (14)$$

Yhtälössä SE_0 kuvaa oman pääoman tasearvoa laskentahetkellä ja RI -tekijä laskentavuoden lisätuottoa. Diskonttotekijä r on osakkeenomistajien tuottovaatimus, joka lisäarvomallin käyttötarkoituksen mukaisesti haastaa yrityksen tuloksentelekokykyä sijoittajien vaatimalle tuotolle. Lisätuoton RI ratkaisemiseksi tilivuonna t Lundholm ja O'Keefe esittelevät kannattavuuden ja sitä vastaan asetetun tuottovaatimuksen r erotusta seuraavasti (Lundholm & O'Keefe 2001):

$$RI_t = NI_t - r * SE_{t-1} \quad (15)$$

$NI_t =$ laskentavuoden nettotulos

SE_{t-1} = laskentavuotta edeltävän tilikauden oman pääoman tasearvo

4.2.2 Vapaan kassavirran malli

Vapaan kassavirran malli DCF (Discounted Cash Flow Model) on eniten käytetty malli yrityksen arvon määrittämisessä (Penman & Sougiannis 1998). Taloustieteessä rahavirtojen diskonttaamisesta on mainittu ensimmäisen kerran Irving Fisherin kirjassa vuonna 1930, mutta ymmärrys rahan nykyarvosta kantautuu paljon kauemmas. Rahavirtojen analyysin hyödyntäminen käytännössä edellytti, että tunnistettiin menojen ja tulojen kassaperusteisuus sekä korkoa korolle -ilmiön olemassaolo. Yksinkertaiset lainat ja vakuutukset olivat ensimmäisiä nyky maailman tuntemia instrumentteja, joiden suunnittelussa tuottojen diskonttaus ilmenee. Lisäarvomalliin verraten onkin perusteltua todeta, että vapaan kassavirran malli nykymuodossaan on varsin pitkän kehityksen tulos. (Parker 1968.) Viime vuosikymmenten ajan rahavirtojen nykyarvon hyödyntämiselle arvonmäärittämisessä on osoitettavissa eniten tieteellistä näyttöä, mikä on vakiinnuttanut vapaan kassavirran mallin käytön (Lundholm & O'Keefe 2001).

Vapaan kassavirran mallissa rahavirrat nähdään päätöksenteon tärkeimpänä tekijänä. Yrityksen ostaja ja sijoittaja haluavat mahdollisimman tarkkaan varmistaa, että sijoitukselle maksettavat rahavirrat ovat suuremmat kuin omaisuuserän hankintaan sijoitettu pääoma. Tämä on oikeastaan kaiken päätöksenteon - niin investointipäätösten kuin sijoituspäätöstenkin - perusajatus. (Carland Jr. & White 1980.)

Rahavirtojen tarkastelu voidaan jakaa operatiiviseen ja vapaaseen kassavirtaan. Operatiivisessa kassavirrassa laskennan ydin on operatiivinen liike-tulos, joka huomioi operatiiviset verot, rahoituskulujen ja -tuottojen verovaikutukset sekä kirjanpidollisten poistojen vaikutuksen. Operatiivinen kassavirta antaa viitteitä tulorahoituksen riittävydestä. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä pystyykö yritys kattamaan liiketoimintansa kulut myyntituotoilla vai joutuuko se päinvastoin myymään käyttö- ja rahoitusomaisuuttaan eli likvidoiamaan taseen vastaavia. Jotta nähdään, miten yrityksen liiketoiminta on rahoitettu ja kuinka elinvoimainen se on, operatiivista kassavirtaa jalostetaan ilmentämään yrityksen vapaata kassavirtaa. Tätä

ennen laskelmasta eliminoidaan kirjanpidollisten poistojen vaikutus eli niiden osuus lisätään operatiivisen kassavirran arvoon. (Carland Jr. & White 1980.)

Vapaa kassavirta kuvastaa yritykseen jäävää rahamäärää, joka kaikkien kulujen vähennysten jälkeen voidaan joko jakaa omistajille osinkoina tai käyttää toiminnan kasvattamiseen. Noteeratut yritykset voivat lisäksi ostaa markkinoilta takaisin omia osakkeitaan, mitä pidetään yleisesti hyvän tuloskunnan merkinä. Vapaa kassavirta huomioi yrityksen käyttöpääoman muutoksen ja bruttoinvestoinnit eli osoittaa, miten liiketoiminnan harjoittaminen vaikuttaa yrityksen taseeseen. Näiden tekijöiden tarkastelulla voidaan luoda syy- ja seuraussuhteita etenkin maksuvalmiuden ja vakavaraisuuden tunnusluville. Käyttöpääoman muutos lasketaan vähentämällä lyhytaikaisista varoista lyhytaikaiset korottomat velat. Käyttöpääoma kuvaa yrityksen lyhyen aikavälin rahoituksellista tilaa. Sen pohjalta voidaan päätellä, pystyisikö yritys likvidoimaan riittävästi lyhytaikaisia varoja taseestaan, jos sen lyhytaikaiset velat määrättäisiin kerralla lyhennettäväksi. Bruttoinvestoinnit puolestaan ovat panostuksia yrityksen käyttöomaisuuteen. Käyttöomaisuudeksi luetaan esimerkiksi koneet ja kalusto, rakennukset, teknologiat ja tietyin ehdoin myös taseeseen aktivoitavat kehityskulut. (Jennergren 2013, Kallunki & Niemelä 2004: 111-112.)

Kun edellä mainittujen toimenpiteiden jälkeen laskelmaan lisätään satunnaiset erät, saadaan vapaan kassavirran arvo FCF (Free Cash Flow). Laskettu nykyhetken rahavirran arvo toimii perusteena tulevien tilikausien kassavirtojen ennustamisessa. Vapaata kassavirtaa voidaan hyödyntää määrittämään joko oman pääoman nykyarvo tai koko yrityksen nykyarvo riippuen käytettävästä diskonttokorkokannasta. Kun lasketaan vapaa kassavirta omistajille eli FCFE (Free Cash Flow to Equity), käytetään oman pääoman tuottovaatimusta r_e . Sovellettaessa puolestaan yrityksen keskimääräistä pääoman kustannusta – WACC:n arvoa – mallin diskonttokorkona, saadaan selville vapaan kassavirran arvo yrityksen koko pääomalle. FCFF:n (Free Cash Flow to Firm) käyttö on tarpeen tarkasteltaessa muun muassa pääomarakenteen muutoksen vaikutuksia velan lisäyksen jälkeen. Vieraan pääoman osuuden kasvattaminen nostaa oman pääoman tuottovaatimusta kohonneen rahoituksellisen riskin vuoksi, jolloin sillä on vaikutusta myös yrityksen arvoon. Olettaen, että arvonmäärittämisessä tutkittavan yrityksen pääomarakente muodostuu sekä omasta

että vieraasta pääomasta, tarjoaa FCF:n käyttö FCFE:hen verrattuna luontevampaa informaatiota yrityksen kassavirtojen luonteesta ja niiden riskeistä. (Kallunki & Niemelä 2004: 108-109.)

Kallungin ja Niemelän esittämässä vapaan kassavirran mallin yhtälössä oman pääoman arvo P_e lasketaan sijoittamalla kassavirrat tilikausikohtaisesti summayhtälöön (Kallunki & Niemelä 2004: 110-112). Tällöin FCF:n arvot voidaan diskontata vakioidulla tai yrityksen tilasta riippuen vapaasti määrätyllä kassavirtojen muutosnopeudella. Yhtälö voidaan soveltaa esittämään koko yrityksen arvoa V vaihtamalla diskonttotekijän r_e paikalle keskimääräinen pääoman kustannus WACC. (Lundholm & O'Keefe 2001.)

$$P_0 = \frac{FCF_1}{1+r_e} + \frac{FCF_2}{(1+r_e)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r_e)^3} + \frac{FCF_4}{(1+r_e)^4} + \dots \quad (16)$$

5 YHTEENVETO

Tutkielman tavoitteena on tarkastella, missä määrin listattujen yritysten arvonmäärittämiseen kehitettyjä malleja voidaan hyödyntää listaamattoman yrityksen arvon määrittämiseen. Aiempi tutkimus aiheesta osoittaa, että vallitseva ja luontevin tapa tutkia yksityisen osakeyhtiön arvoa on soveltaa listattujen yhtiöiden arvonmäärittämiseen kehitettyjä markkinaperusteisia malleja. Toteutuneiden yrityskauppojen ristiriitaisuuksia käsittelevät tutkimukset kuitenkin viittaavat, että listaamattoman yhtiön arvonmäärittämiseen käytettävien pohjatietojen puutteellisuus asettaa haasteita arvonmäärittämissä mallien käytölle.

Työssä on perehdytty ongelmakohtiin, joissa markkinaperusteisten arvojen puuttuminen ja tiedon epäsymmetrisyys vaikeuttavat listaamattoman yrityksen arvonmäärittämistä. Erityisen haasteellisenä nähdään oman pääoman arvon selvittäminen sekä sijoitetun pääoman tuottovaatimukseen vaikuttavan beetatekijän puuttuminen. Lisäksi, sisäisen tiedon rajallisuuden ja tiedon tarkoituksenomaisen manipuloinnin vaikutus arvonmäärittämissä tuloksiin esitetään merkittävimpänä epäonnistuneiden sijoituspäätösten ja yrityskauppojen aiheuttajana. Työssä on esitelty keinoja yksityisomisteisuuden liittyvän ongelmallisuuden ratkaisemiseen, mutta niiden tarkkuus ihannetilanteessakin voidaan todistaa lähinnä teoreettisesti. Tämän vuoksi arvonmäärittämissä mallien käyttöön liittyvä harkinnanvaraisuus ja tulosten herkkyydet ovat vahvasti riippuvaisia saatavissa olevan tiedon kattavuudesta. Arvonmäärittämissä mallien lopputulosten luotettavuutta voidaan arvioida laskennassa käytettyjen pohjatietojen avulla. Tarkasteltaessa mallien tarjoamaa informaatiota on syytä ottaa huomioon yrityksen koko. Yrityksen pienentyessä suppenee myös raportoidun tiedon määrä, jolloin mallien käyttöä edellyttävien tietojen hankinta vaikeutuu.

Arvonmäärittämissä mallien teoreema nojaa tehokkaiden markkinoiden olettamaan. Tehokkailla markkinoilla toimittaessa kaikkien sijoitustilanteiden ja kahdenvälisen transaktioiden tuotot ja kauppahinnat asettuvat markkinoiden tasapainotasolle, eikä reaalityönteessä esiintyvää poikkeavuutta ilmene. Kun kaikki markkinatoimijat tekevät päätöksiä yhtäläisen tiedon pohjalta, myyjän ja ostajan hinta-arviot kohtaavat aina. Listatuissa yrityksissä päästään lähimmäksi tehokkaiden markkinoiden tilaa.

Markkinaperusteisten arvojen sekä yrityksen liiketoimintaa koskevien tietojen raportoinnin reaaliaikaisuus ja vertailtavuus tarjoavat teoreemaa parhaiten mukailevan alustan arvonmäärittäsmallien käytölle. Yksityisten osakeyhtiöiden näkökulmasta arvonmäärittäsmalleja voidaan parhaiten hyödyntää suurilla yhtiöillä, jotka viestivät taloudellisesta ja liiketoiminnallisesta tilastaan kuten julkinen osakeyhtiö.

Rahoitusalan ammattilaisten ja sitä vastoin liikkeenjohdon näkemysten selvittäminen luontevimmasta arvonmäärittäsmavasta lisäisi tutkielman käytännön hyödyntämismahdollisuuksia. Lisäarvomallia ja vapaan kassavirran mallia koskevien tutkimusten käsittely välittää näkemyksiä sekä puolesta että vastaan, eikä merkittävää eroa mallien välillä ole havaittavissa. Jatkotutkimuksen näkökulmasta kiinnostavaa olisi aineiston kerääminen toteutuneista yksityisten ja julkisten osakeyhtiöiden yrityskaupoista Suomessa. Aineiston avulla voitaisiin selvittää listaamattomuuteen liittyvien ongelmien laajuutta ja peilata tuloksia tässä työssä esiteltyjen tutkimusten löydöksiin.

6 LÄHTEET

- Allen, D. N. (1989). Book reviews -- job creation in america by david birch. *Journal of Regional Science* 29(2), 297.
- Bailey, P., F. Fin, Brown, P., Potter, M. & Wells, P. (2008). A practical comparison of firm valuation models: Cash flow, dividend and income. *JASSA* (2), 22-28.
- Ball, R. & Brown, P. (1969). Portfolio theory and accounting. *Journal of Accounting Research* 7(2), 300-323.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management* 17(1), 99.
- Barney, J. B. (1986a). Organizational culture: Can it be a source of sustained competitive advantage? *Academy of Management Review* 11(3), 656-665.
- Barney, J. B. (1986b). Types of competition and the theory of strategy: Toward an integrative framework. *Academy of Management Review* 11(4), 791-800.
- Bowman, R. G. & Bush, S. R. (2006). Using comparable companies to estimate the betas of private companies. *Journal of Applied Finance* 16(2), 71-81.
- Carland Jr., J. W. & White, L. R. (1980). Valuing the small business. *Journal of Small Business Management* 18(4), 40-48.
- Easton, P. D. (2004). PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. *Accounting Review* 79(1), 73-95.
- Ekkayokkaya, M., Holmes, P. & Paudyal, K. (2009). Limited information and the sustainability of unlisted-target acquirers' returns. *Journal of Business Finance & Accounting* 36(9), 1201-1227.
- Elnathan, D., Gaviols, I. & Hauser, S. (2010). An analysis of private versus public firm valuations and the contribution of financial experts. *International Journal of Accounting* 45(4), 387-412.
- Faccio, M., McConnell, J. J. & Stolin, D. (2006). Returns to acquirers of listed and unlisted targets. *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 41(1), 197-220.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance* 25(2), 383-417.
- Jennergren, L. P. (2013). Technical note: Value driver formulas for continuing value in firm valuation by the discounted cash flow model. *Engineering Economist* 58(1), 59-70.

- Kallunki, J. & Kytönen, E. (2002). *Uusi tilinpäätösanalyysi*. (3. uud. p. edition). Helsinki: Kauppakaari.
- Kallunki, J., Niemelä, J. & Niemelä, J. E. (2004). *Uusi yrityksen arvonmäärittäminen*. Helsinki: Talentum.
- Kiviluoto, N. (2013). Growth as evidence of firm success: Myth or reality? *Entrepreneurship & Regional Development* 25(7), 569-586.
- Lo, K. & Lys, T. (2000). The ohlson model: Contribution to valuation theory, limitations, and empirical applications. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 15(3), 337-367.
- Lundholm, R. & O'Keefe, T. (2001). Reconciling value estimates from the discounted cash flow model and the residual income model. *Contemporary Accounting Research* 18(2), 311-335.
- Ohlson, J. (2005). On accounting-based valuation formulae*. *Review of Accounting Studies* 10(2), 323-347.
- Parker, R. H. (1968). Discounted cash flow in historical perspective. *Journal of Accounting Research* 6(1), 58-71.
- Penman, S. H. & Sougiannis, T. (1998). A comparison of dividend, cash flow, and earnings approaches to equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 15(3), 343-383.
- Penrose, E. (1966). The theory of profit (book review). *Economic Journal* 76(303), 623-625.
- Sweeney, R. (2014). Equivalent valuations in cash flow and accounting models. *Review of Quantitative Finance & Accounting* 42(1), 29-49.
- Weinzimmer, L. G., Robin, J. & Michel, E. J. (2012). The measurement of strategic orientation and its efficacy in predicting financial performance. *Journal of Business Strategies* 29(2), 81-98.
- Platt H & Platt M. (1995) Sustainable Growth Rate of Firms in Financial Distress. *Journal Of Economics & Finance*. Summer95;19(2):147.
- Korhonen, P., & Korhonen, P. (2011). *Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi* (9., korj. laitos ed.). Helsinki: Gaudeamus Helsinki University Press.
- Osakeyhtiölaki OYL luku 1 § 1 (tullut voimaan 2006)