

TAMPEREEN YLIOPISTO

Taloustieteiden laitos

FUUSION TOTEUTTAMINEN –  
CASE LEMMINKÄINEN OYJ

Yrityksen taloustiede, laskentatoimi

Pro gradu -tutkielma

marraskuu 2010

Ohjaaja: Petri Vehmanen

Matti Moisio

## TIIVISTELMÄ

### TAMPEREEN YLIOPISTO Kauppätieteiden laitos, laskentatoimi

**Tekijä:** Matti Moisio  
**Tutkielman nimi:** Fuusion toteuttaminen – Case Lemminkäinen Oyj  
**Pro gradu – tutkielma:** 74 sivua, 3 liitesivua, 2 kuviota, 2 taulukkoa  
**Tarkastaja ja ohjaaja:** Petri Vehmanen  
**Valmistumisaika:** Syyskuu 2010  
**Avainsanat:** FUUSIO, SYNERGIA, KANNATTAVUUS, MOTIVAATIOT, ONNISTUMINEN

Fuusiot ja yrityskaupat ovat maailman taloudessa merkittävässä asemassa yritysten etsiessä kasvumahdollisuuksia ja toteuttaessa strategioitaan. Yhdysvalloissa ja Euroopassa fuusioiden ja yrityskauppojen on havaittu olevan johtava yritysten kasvustrategia 1980 – ja 1990-luvuilta lähtien.

Aihealueen tutkimukset käsittelevät fuusion vaikutusta yrityksen kannattavuuteen ja toisaalta tutkimusten avulla pyritään myös selittämään syitä fuusioiden toteuttamiselle. Uusien näkökulmien esimerkiksi organisatorisen näkökulman tuominen aihealueen tutkimuksiin on alkanut lisätä suosiotaan, koska fuusioiden suuresta suosiosta huolimatta tutkijat eivät ole päässeet yhteisymmärryksiin siitä, miksi niin moni fuusio näyttää epäonnistuvan hyvistä ennakoasetelmista huolimatta. Fuusioiden avulla yritysten on havaittu pyrkivän realisoimaan potentiaalisia synergiaetuja. Synergiaetuja voi toteutua yhdistymisen seurauksena kustannusten vähenemisenä, liikevaihdon kasvuna tai yritys voi fuusion avulla pyrkiä saavuttamaan paremman aseman toimimillaan markkinoilla.

Tämän tutkimuksen tavoitteena on lisätä ymmärrystä fuusion toteuttamista ja tulkita fuusiota kohdeyrityksen näkökulmasta. Tutkimuksen avulla on tarkoitus pohtia kohdeyrityksen toteuttaman fuusion avulla mahdollisesti saavutettavia synergiaetuja ja niiden toteutumista sekä ymmärtää syitä fuusion toteuttamiselle. Agenttiteorian avulla tuodaan tutkimukseen näkökulma fuusion toteuttamisesta johtajien omien motivaatioiden näkökulmasta.

Tutkimuksen tulosten mukaan kohdeyrityksen fuusion toteuttamiseen keskeisimmin vaikuttaneet tekijät mukailevat aihealueen vallitsevia teorioita. Tutkimuksen kohdeyritys tavoittelee synergiaetuja, kuten kustannussäästöjä sekä liikevaihdon kasvua toteutetun fuusion avulla. Myös muuttuviin markkinoihin sopeutuminen ja markkina-aseman vahvistaminen ovat syynä fuusion toteuttamiselle. Tulosten mukaan potentiaalisia synergiaetuja on mahdollista saavuttaa mutta saavutettavat synergiaedut toteutuvat pitkällä aikavälillä eivätkä ole tässä tutkimuksessa mitattavissa. Kohdeyrityksen johdon mukaan konsernirakenteen yksinkertaistaminen auttaa saavuttamaan kustannusetuja ja antaa avainhenkilöille mahdollisuuden keskittyä olennaiseen. Yritysjohdon fuusiolle asettamia tavoitteita seurataan tunnuslukujen avulla, joita arvioidaan jatkuvasti.

# SISÄLTÖ

## TIIVISTELMÄ

## SISÄLTÖ

## LUETTELO KUVIOISTA JA TAULUKOISTA

<b>1. JOHDANTO .....</b>	<b>1</b>
1.1 Tutkimuksen taustaa .....	1
1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma .....	6
1.3. Tutkimusmetodologia .....	7
1.4 Tutkimuksen rakenne.....	9
<b>2. FUUSIO STRATEGISENA VAIHTOEHTONA .....</b>	<b>11</b>
2.1 Fuusion määritelmä .....	11
2.2. Fuusiotyypit .....	13
2.2.1 Horisontaalinen fuusio .....	13
2.2.2 Vertikaalinen fuusio ja konglomentaarinen fuusio .....	13
2.3 Strateginen vaihtoehto.....	15
2.4 Fuusion vaikutukset yrityksen kannattavuuteen.....	18
2.4.1 Fuusioituvien yritysten yhtäläisyys .....	20
<b>3. YRITYSFUUSION TOTEUTTAMISEN MOTIIVIT .....</b>	<b>23</b>
3.1 yleistä.....	23
3.2 Synergiateoria.....	27
3.2.1 Määrittely .....	27
3.2.2 Rahoituksellinen synergia .....	30
3.2.3 Toiminnallinen synergia.....	31
3.2.4 Johtamisen synergia .....	33
3.3 Agenttiteoria .....	34
<b>4. FUUSION TOTEUTTAMINEN .....</b>	<b>37</b>
4.1 motivaatiotekijät ja tavoitteet.....	37

4.2 Fuusion organisatorinen näkökulma .....	40
4.3 Horisontaalinen fuusio ja pitkän aikavälin kannattavuus.....	42
<b>5. KOHDEYRITYKSEN TARKASTELU .....</b>	<b>45</b>
5.1 Yhtiö .....	45
5.2 Liiketoiminta .....	48
5.2.1 Talonrakentaminen.....	48
5.2.2 Infrarakentaminen.....	48
5.2.3 Talotekniikka.....	48
5.2.4 Rakennustuotteet .....	49
5.3 Strategia ja toteutettu fuusio.....	50
5.3.1 Tavoitteiden seuranta ja aikataulu .....	51
5.3.2 Fuusion suunnittelu .....	52
5.4 Synergioiden ennakointi.....	53
5.4.1 Toiminnallinen Synergia .....	53
5.4.2 Johtamissynergia.....	55
5.4.3 Rahoituksellinen synergia .....	56
5.5 Synergioiden toteutuminen .....	57
<b>6. YHTEENVETO JOHTOPÄÄTÖKSET .....</b>	<b>62</b>
6.1 Näkökulmana johtajien henkilökohtaiset motivaatiot.....	68
6.2 Reliabiliteetti ja valideetti .....	70
<b>LÄHTEET: .....</b>	<b>72</b>

## **LUETTELO KUVISTA JA TAULUKOISTA**

**Kuvio 3.1: Fuusioiden toteuttamisen taustalla olevia motivaatioita ja teorioita**

**Kuvio 3.2 Potentiaalisten synergioiden muodostumisen monimuotoisuus**

**Taulukko 5.1: Kohdeyrityksen liikevaihto, tulos ja taloudellinen asema vuonna 2009**

**Taulukko 5.2: Osavuositarkastuksen 1-3/2010 tulos ja taloudellinen asema**

# 1. JOHDANTO

## 1.1 Tutkimuksen taustaa

Kasvu ja kannattavuus ovat monen yrityksen keskeisimpiä tavoitteita yritysten suunnitellussa toimintaansa. Yritysten toiminnan tavoitteena on tuottaa lisäarvoa omistajilleen. Osakeyhtiöissä, etenkin julkisesti noteeratuissa osakeyhtiöissä yrityksen omistajina voivat olla suuria institutionaalisia sijoittajia ja toisaalta yksityishenkilöitä. Omistajat pyrkivät valitsemaan yritykselle johdon, jonka uskotaan saavan yrityksen tuottamaan lisäarvoa osakkeenomistajille. Yrityksille on olemassa erilaisia keinoja tavoitella parempaa tulosta. Jokainen yritys toimii omalla tavallaan. Yrityksen koon kasvattaminen on yksi keino pyrkiä parantamaan yrityksen kannattavuutta ja tuottaa lisäarvoa osakkeenomistajille. Tämä onnistuu esimerkiksi yrityskaupan tai fuusion avulla.

*Fuusio* tarkoittaa liiketaloustieteessä kahden tai useamman taloudellisen kokonaisuuden (yrityksen) yritysjärjestelyä kokonaisuuksien muodostaessa yhden uuden kokonaisuuden. Yritysfuusiolla tavoitellaan liiketoiminnan kasvua, markkinaosuuden lisäystä ja varallisuusarvoa kasvua. (Sudarsanam 1995, 1) Yritykset toimivat toimialasta riippumatta kilpailuilla markkinoilla ja selviytyäkseen yritykset miettivät vaihtoehtoja, kuinka pysyä mukana kilpailullisilla markkinoilla. Mitä suuremmasta yrityskaupasta tai fuusiosta on kysymys sitä suuremman huomion tapahtuma saa julkisuudessa. Erilaisten järjestöjen avulla maailmantalouteen ja kansainvälisille markkinoille pyritään luomaan tasavertaiset olosuhteet liiketoiminnalle ja kilpailulle, jotta yritykset eivät saavuttaisi esimerkiksi monopoli asemaa markkinoilla. Mikäli yritys saavuttaa määräysvallan markkinoilla, on sen tällöin mahdollista kontrolloida täysin tietyn toimialan markkinoiden hintoja ja tarjontaa, minkä seurauksena markkinat toimivat epätäydellisesti.

Maailmantalouden syklisyyden seurauksena yritykset todennäköisesti joutuvat elinkaarensa aikana tilanteeseen, jossa on tehtävä merkittäviä muutoksia toiminnan

turvaamiseksi. Fuusio tai yrityskauppa on myös tässä tilanteessa yksi vaihtoehto. Monet ihmiset voivat olla vaarassa menettää työpaikkansa yritystoiminnan uudelleenjärjestelyn seurauksena. Tämän olemme saaneet huomata vuoden 2008 finanssikriisi myötä. Kasvavassa maailmantaloudessa tapahtui niin jyrkkä käänne, että yritykset olivat pakotettuja turvaamaan toimintaansa monin eri keinoin. Merkitykset pienten maiden kansantalouksille voivat olla suuria. Fuusioiden ja yrityskauppojen ajatellaan kuitenkin pääasiassa olevan mahdollisuuksia yrityksille kasvaa ja tehostaa toimintaa. Toisella yrityksellä voi olla sellaisia resursseja, joiden avulla saavutetaan uusia asiakkaita ja markkinoita. Fuusio voi olla mahdollisuus viedä toimintaa kansainvälisille markkinoille.

Fuusiot ja yrityskaupat ovat merkittäviä tapahtumia yritysten liiketoiminta-alueella yritysten etsiessä kasvumahdollisuuksia liiketoimintaansa. Carponin (1999, 987) mukaan horisontaaliset fuusiot ja yrityskaupat ovat ottaneet hallitsevan roolin strategisena valintana yrityksen kasvulle 1980– ja 1990–luvulla sekä Euroopassa että Yhdysvalloissa. Tutkijoiden mukaan suuresta suosiosta huolimatta fuusioiden merkitys yritysten suorituskykyä ja arvoa lisäävänä toimenpiteenä on edelleen kyseenalaistettavissa. Aihealueelta löytyy huomattava määrä tutkimuksia fuusioiden ja yrityskauppojen vaikutuksesta yritysten toimintaan ja motivaatioihin, joita on havaittu olevan yritysfuusioiden taustalla. Aihealueelle ei kuitenkaan vielä ole löydetty yhteisymmärrystä fuusioiden vaikutuksesta yritysten suorituskykyyn. Tutkijat ovat esittäneet ristiriitaisia mielipiteitä siitä, miksi useat fuusiot epäonnistuvat hyvistä edellytyksistä huolimatta. Näkökulmia on olemassa monia erilaisia ja lisäymmärrystä tarjoava tutkimus saattaa viedä lähemmäksi parempaa ymmärrystä fuusioista. Kirjallisuudessa esitetään useita erilaisia syitä, joita tutkijat ovat havainneet olevan fuusioiden taustalla. Aihealueen tutkimisen merkitystä kuvastaa fuusioihin liittyvät huomattavat rahasummat, joita yritykset käyttävät yritysostoissa.

Fuusioita käsittelevien tutkimusten ristiriitaisuus on merkittävä aihealueen tutkimuskentällä, sillä lupaavimpia selityksiä ei ole tutkittu riittävästi. Suosituimmat tutkimusten aiheet fuusioita käsittelevissä tutkimuksissa eivät selitä ilmiötä riittävän seikkaperäisesti. Uudet aihealueella tehtävät tutkimukset tulisikin suunnata

päätöksentekoprosesseihin, vastakohtaisiin tuloksiin ja kunnianhimoiseen yksityiseen informaatioon. (Trautwein 1990, 293)

Thomson Financialin mukaan maailmanlaajuisesti vuonna 2006 käytettiin 3,79 triljoonaa Amerikan dollaria fuusioihin sekä yritysostoihin, minkä kerrottiin olevan kaikkien aikojen ennätys. 1990-luvulla fuusioiden ja yrityskauppojen suosiossa havaittiin merkittävää nousua. Vuosikymmenen lopussa vuonna 1998 kirjattiin yhteensä 26 200 fuusioita, joissa mukana olevat yritykset olivat arvoltaan 2,4 biljoonaa dollaria. Vuodessa nousua kertyi lähes puolet. Vaikkakin johtajien ylimielisyyttä ja vallantavoittelua on yleisesti pidetty syinä fuusioiden ja yrityskauppojen nopeaan suosion kasvuun, myös taloudellisen tehokkuuden kuten synergiaetujen, hajautuksen ja strategisen suunnittelun tavoittelu ovat tutkimusten avulla havaittuja syitä fuusioiden toteuttamiseen. (Gubta & Gerchuck 2002, 517)

Fuusiota käsittelevien tutkimusten tulosten perusteella suurin osa oletetuista synergioista jää ennakoasetelmasta huolimatta toteutumatta. Tämä jättää edelleen tilaa uudelle tutkimukselle, jonka tulisi käsitellä sitä, miksi yritykset ryhtyvät fuusioihin ja tuhlaavat resurssejaan taloudellisesti mahdollisesti kannattamattomaan tapahtumaan. Tämän vuoksi tutkimuksessa tulee ottaa kantaa myös siihen, mitkä muut tekijät mahdollisesti vaikuttavat fuusioihin liittyvän päätöksenteon taustalla kuin synergiaetujen tavoittelu. (Barkera & Schijven 2008, 696)

Fuusiot ovat olleet merkittävä osa strategisen johtamisen, yrityksen talouden ja organisatorisen käyttäytymisen kirjallisuudessa vuosikymmeniä. Näkökulmat, kuinka mitata ja arvioida kyseisen tapahtuman tehokkuutta vaihtelevat, eivätkä tutkijat ole saavuttaneet yhteismieltä periaatteista, kuinka toteutettua fuusiota tulisi arvioida. (Zollo & Meier, 2008, 55)

Fuusioiden onnistumista havainnollistavaa arviointia voidaan tehdä subjektiivisesta näkökulmasta, joka on laadullista arviointia synergioiden toteutumisesta, yritysten



yhdistymisprosessin onnistumisen arviointia, tai organisaatorakenteen muutoksella. Objekttiivisen näkökulman arviointi on taloudellisten kuten kirjanpidollisten ja rahoituksellisten menetelmien arviointia. Aikavälien avulla tarkasteltaessa voidaan valita joko lyhyen tai pitkän aikavälin tarkastelu. Lyhyellä aikavälillä huomio kiinnittyy ilmoituksen aiheuttamaan fuusio-osapuolten osakekurssin muutoksiin. Pitkällä aikavälillä (enintään noin viiden vuoden jälkeen) suoritetaan organisatorisen tason arviointi. Näkökulmana voi olla esimerkiksi yrityksen kilpailullisen aseman muutos markkinoilla. Fuusioprosessia voidaan arvioida myös vaihdannan prosessina, jolloin näkökulmana ovat laadulliset seikat fuusion suorittamisen jälkeisenä aikana eli kuinka prosessia on viety eteenpäin suunnitelman mukaan. (Zollo & Meier 2008, 55)

Tutkimukset yritysten liiketoiminnan monipuolistamisesta ovat tärkeässä asemassa strategisen johtamisen kirjallisuudessa. Tutkimukset aiheeseen liittyen ovat tuottaneet yleistä ja linkkejä yritysten laajentumisstrategian ja kannattavuuden välille. Yksityiskohtaisimmat tutkimukset aihealueelta ovat suuntautuneet yrityskauppoihin ja fuusioihin, joita pidetään merkittävässä roolissa yritysten liiketoiminnan monipuolistamisstrategiaa. Yrityskaupat voidaan jakaa samankaltaisten ja toisiaan täydentävien yritysten hankintaan. Laajentumisstrategialla on suuri merkitys ostokohdetta mietittäessä. (Montgomery & Singh 1987, 377)

Kun kaksi yritys yhdistyy fuusion seurauksena yhdeksi organisaatioksi, on yhdistymisprosessi tärkeä osa koko fuusioprosessia. Aihealueen tutkimuksissa organisaatioiden yhteensopivuuden on havaittu olevan merkittävä tekijä vaikuttamaan fuusioprosessin onnistumiseen. Tutkijat artikuloivat sen puolesta, että organisaatioiden yhteensopivuus joko yhdistettävien resurssien yhteensopivuuden tai täydentävyyden muodossa on merkittävä lähtökohta synergioiden toteutumiselle. Edelliseen liittyen tutkija täydentävät vielä artikuloimansa näkökulman sillä, että potentiaalisten synergioiden toteutumisen taustalla vahvimmin vaikuttaa tehokas resurssien yhdistämisprosessi. (Barkema & Schijven 2008, 696)

Barkeman ja Schijvenin (2008, 702) mukaan on erittäin yleistä, että yritykset myös pyrkivät realisoimaan potentiaalisia synergioita organisaatiota muuttamalla, jolloin he etsivät toimivampaa organisaatorakennetta. Fuusion tapauksessa yritykset voidaan sulauttaa toisiinsa vaiheittain etsimällä parasta mahdollista organisaatorakennetta yhdistyville organisaatioille, jotta mahdollisimman paljon potentiaalisia synergioita saataisiin vapautettua.

Lubatkin (1987, 39–47) on tutkinut fuusioiden vaikutusta yrityksen osakkeenomistajien arvoon kahdesta näkökulmasta: (1) Saavutetaanko fuusion avulla pysyvää kasvua osakkeenomistajien osakkeiden arvoon? (2) Pitävätkö sijoittajat piirteiltään (esim. markkinat ja tuotteet ym.) toisiaan lähellä olevien yritysten fuusioita tuottavampina kuin toisiinsa liittymättömien yritysten fuusioituessa? Toisin sanoen odottavatko markkinat parempaa tuottoa toisiaan jo valmiiksi muistuttavien yritysten osakkeille yritysten fuusioituessa.

Yleisesti ottaen horisontaaliset fuusiot ovat olleet tuottavampia osakkeenomistajille kuin konglomentaariset fuusiot. (Lubatkin 1987, 41) Etusijalla oleva ajatus fuusioille on se, että niiden ajatellaan edustavan toimintaa, joka on yrityksen strategian mukaista. Tutkijat haluavat määrittää yritysfuusion aiheuttaman suorituskyvyn ja hyödyn strategiasta. Jos fuusioita pidetään strategian mukaisena toimintana, arviointi tulisi tehdä pitkällä aikavälillä. (Lubatkin 1987,43) Strategian vaikutuksen ja sen liittyminen fuusioihin ja yrityskauppoihin on saanut yhä enemmän huomiota aihealueen tutkimuskentässä. viimeisimmän fuusioaallon jälkeen yritysten strategian ja toteutettujen fuusioiden ja yrityskauppojen suhde on noussut suuremmalle huomiolla tutkimuksissa.

## 1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma

Tämän tutkimuksen tavoitteena on kohdeyrityksen avulla lisätä ymmärrystä fuusion toteuttamisesta ja onnistumisen edellytyksistä. Aihealueelle tehtyjen tutkimusten mukaan useat fuusiot eivät tuota tavoiteltua tulosta otollisista lähtökohdista huolimatta. (ks. esimerkiksi Carpon 1999, 987) Tutkielmassa on kiinnitettävä huomioita myös fuusioiden epäonnistumisen taustalla oleviin tekijöihin ja toisaalta tuotava esille näkökulma johtajien omien henkilökohtaisten tavoitteiden ja hyötyjen merkityksestä. Edellä mainittua tarkastellaan agenttiteorian näkökulmasta. Keskeisenä tavoitteena on tulkinnan avulla saavuttaa lisäymmärrystä fuusioiden toteuttamiselle. Tutkimusongelmaksi muodostuu case yrityksen avulla ymmärtää syitä fuusioiden toteuttamiselle ja tulkita tapahtuman onnistumisen mahdollisuutta kohdeyrityksen näkökulmasta. Fuusioon ryhdyttäessä yritysten on selvitettävä edellytykset fuusion toteutumiselle. Onnistumisen arvioinnissa kohdeyrityksen kohdalla mahdollisia hyötyjä on mahdollista mitata vasta tulevaisuudessa, joten onnistumisen edellytykset nousevat keskeiseen asemaan kontribuutioita etsiessä.

Tutkielman teoreettinen viitekehys muodostuu synergia- ja agenttiteoriaan pohjautuen. Synergiateorian mukaan yritykset tavoittelevat kustannussäästöjä, liiketoiminnan kasvua ja parempaa markkinaosuutta. (ks. esimerkiksi Trautwein 1999, 284) Agenttiteoria kuvaa johtajien motiiveja yritysten toiminnan päätöksentekoon liittyen. Sen mukaan johtajat eivät maksimoi osakkeenomistajien hyötyä päätöksenteossaan. (ks. esimerkiksi Trautwein 1999, 287) Tutkimuksen teoreettiseen viitekehykseen on hyvä tuoda organisatorista näkökulmaa fuusioihin liittyen sillä kohdeyrityksen toteuttamassa fuusiossa organisaatorakenteen muutos on keskeinen asia. Organisatorinen näkökulma on myös saavuttamassa suurempaa merkitystä aihealueen tutkimuksissa.

Onnistumisen edellytysten pohdinnasta rajataan pois lyhyen aikavälin tarkastelu. Zollon ja Meierin (2008) tutkimuksen mukaan ilmoitukset, kuten pörssitiedotteet fuusion toteuttamisesta aiheuttavat muutoksia fuusioin osapuolten osakursseissa. Tutkimuksen kannalta lyhyen aikavälin tarkastelu ei ole merkityksellinen. Tutkielman tarkoitus on tulkita Case yrityksen toteutetun tapahtuman onnistumisen edellytyksiä pitkällä aikavälillä.

### 1.3. Tutkimusmetodologia

Tieteenfilosofinen jaottelu liiketaloustieteellisille tutkimuksille on perinteisesti ollut jako positivistiseen ja tulkitsevaan tutkimusotteeseen. Tulkitseva tutkimusote ymmärretään nykyään sosiaalisen konstruktivismina. (Koskinen, Alasuutari & Peltonen 2005, 33) Liiketaloustieteelliset tutkimukset voidaan jaotella nelikenttään käytettävän tutkimusotteen mukaan. Näihin kuuluvat nomoteettinen, käsiteanalyttinen, päätöksentekometodologinen ja toiminta-analyttinen tutkimusote. Tutkimukseni sijoittuu toiminta-analyttisen tutkimusotteen alle, jolle on tyypillistä (Neilimo & Näsi 1987, 35) kohdeilmiön ymmärtäminen ja empirian mukanaolo kohdeyksiköiden kautta. Kohdeilmiön ymmärtämisessä liiketaloustieteelliselle tutkimukselle tyypillistä on teoreettisen viitekehyksen rakentaminen kohdeilmiöön liittyen. Empiirinen aineisto kerätään kohdeilmiöön liittyen ja sitä tulkitaan teoreettisen viitekehyksen avulla.

Tutkimus on siis liiketaloustieteellinen johon sovelletaan laadullisen tutkimuksen menetelmiä ja piirteitä. Tutkimus toteutetaan tapaustutkimuksena (case study), jossa tutkitaan yhtä tai enintään muutamaa tietyllä tarkoituksella valittua tapausta. Tapaus on yleensä yritys tai sen osa ja toisaalta myös prosessi tai yrityksen rakenteellinen osa. (Koskinen ym. 2005, 154)

Tyypillisimpiä aineiston keruumenetelmiä ovat haastattelu ja kirjalliset aineistot mutta myös suora tai osallistuva havainnointi ovat tälle tutkimukselle tyypillisiä aineistonkeruumenetelmiä. Tutkimusta tehdessä pitää muistaa dokumenttien järkevä käyttö eli halvin ja helpoin tapa päästä kiinni tutkittavaan ilmiöön. Tapaustutkimukselle ydinasia ei ole aineiston keruumenetelmä vaan asetelma ja tapa rakentaa johtopäätökset. Suositeltavaa on useiden lähteiden käyttö. (Koskinen ym. 2005, 158)

Tutkimuksessa käytettävä empiirinen aineisto on kerätty kohdeyrityksessä toteutettujen yritysjohton teemahaastattelujen avulla sekä muun kohdeyrityksestä saatujen aineistojen perusteella. Empiirisen aineiston avulla pyritään saavuttamaan ymmärrystä siitä, miksi fuusio toteutettiin ja mitä sillä pyritään saavuttamaan. Keskeisimmässä asemassa kohdeilmiötä tulkittaessa tulee olemaan kohdeyrityksen johdon kanssa

suoritettavat teemahaastattelut, koska osallistuva havainnointi ei tule tässä tutkimuksessa olemaan mahdollista. Tutkimukseen rakennettavaa teoreettista viitekehystä pyritään tulkitsemaan juuri yritysjohton kanssa käytävien keskustelujen avulla. Keskustelujen avulla pyritään löytämään vastaukset siihen, mitkä ovat olleet keskeisimmät syyt fuusion toteuttamiseen ja toisaalta kuinka merkittävä osa yrityksen strategiaa toteutettu fuusio on.

## 1.4 Tutkimuksen rakenne

Tutkimus koostuu teoriaosuudesta sekä kohdeyrityksestä kerätystä empiirisestä aineistosta. Päälukea on seitsemän kappaletta. Tutkielma alkaa johdanto-osuudella, jossa lukijalle esitellään aihealue ja lyhyt katsauksen tutkimuksen teoreettiseen viitekehykseen sekä taustaa tutkimukselle. Johdantoon sisältyy myös tutkimuksen tavoite, tutkimusongelman esittely ja rajaukset. Johdanto-osuudesta lukija saa myös käsityksen tutkimuksen rakenteesta ja tutkimusotteesta.

Toinen päälukea keskittyy fuusion määritelmään, fuusiotyyppien esittelyyn ja täsmentämiseen. Toisessa luvussa lukijalle esitellään myös fuusio strategisena vaihtoehtona ja pohditaan aihealueeseen liittyvän teorian avulla millä tavoin fuusio voi vaikuttaa yrityksen kannattavuuteen. Lukijalle selviää erilaisten yritysten ja organisaattiorakenteiden vaikutus fuusion mahdolliseen onnistumiseen ja vaikutukset yrityksen kannattavuuteen.

Kolmannessa pääluvussa esitellään kattavasti aihealueen keskeiset tutkimuksessa teoreettisen viitekehyksen muodostavat teoriat, jotka ovat synergiateoria ja agenttiteoria. Synergiateorian osalta syvennyttään tarkemmin johtamisen synergiaan, rahoitukselliseen synergiaan ja toiminnalliseen synergiaan. Neljännessä pääluvussa käsitellään fuusion toteuttamista ennakoedellytysten ja tavoitteiden kautta sekä tuodaan esille pitkän aikavälin kannattavuuteen vaikuttavia tekijöitä. Toinen, kolmas ja neljäs päälukea muodostavat tutkimuksen teoreettisen viitekehyksen.

Viidennessä pääluvussa esitellään tutkimuksen kohdeyrityksen markkinat, toimialat, tuotteet ja palvelut sekä yrityksen strategia. Luvussa pyritään myös ymmärtämään tutkimuksen kannalta keskeisen teorian esiintymistä yrityksen toteuttaman fuusion tapauksessa käymällä teorian ja empirian välistä vuoropuhelua, jolloin tulkitaan tutkielman teoreettista viitekehystä.

Kuudennessa luvussa jatketaan tulkintaa kohdeyrityksen toteuttamasta fuusiosta empiirisen aineiston perusteella ja käyttämällä edelleen apuna tutkimuksen teoreettista viitekehystä. Kuudes luku otsikoidaan yhteenvedoksi ja johtopäätöksiksi ja siinä esitellään teorian ja empirian välistä vuoropuhelua. Luvussa pyritään löytämään kontribuutiota teorian ja empirian välille. Johtopäätöksissä otetaan myös kantaa johdon mahdollisiin henkilökohtaisiin tavoitteisiin. Tässä kohden tulevat esiin myös aineiston keruumenetelmät. Esille tulevat myös reliabiliteetti ja validiteetti joiden lisäksi kerrotaan myös näkökulmia mahdolliselle jatkotutkimukselle.

## 2. FUUSIO STRATEGISENA VAIHTOEHTONA

### 2.1 Fuusion määritelmä

Fuusiota ja yrityskauppoja toteuttavat yritykset pyrkivät toimenpiteen avulla saavuttamaan strategisia ja taloudellisia tavoitteitaan. Fuusio on kahden tai useamman organisaation yhdistyminen yhdeksi taloudelliseksi kokonaisuudeksi. Yhdistyvillä organisaatioilla voi olla toisistaan huomattavasti eroava yrityskulttuuri arvomaailma ja toimintatavat. Fuusion onnistumiseen voi vaikuttaa merkittävästi se, kuinka hyvin yhdistettävät organisaatiot pystytään integroimaan keskenään ja saadaan toimimaan yhtenä yrityksenä. (Sudarsanam 1995, 1)

Fuusiot ja yrityskaupat (mergers and acquisitions) ovat epävakaimpia tapahtumia yritystoiminnassa. Fuusioiden avulla yritykset pystyvät mahdollisten synergioiden seurauksen kasvamaan mutta kasvuun liittyy aina myös riski arvonalenemisesta. On siis tärkeää jatkaa systemaattista oppimista ja ymmärtämistä siitä, kuinka fuusioiden ja yrityskauppojen onnistumisen todennäköisyyttä on mahdollista kasvattaa. (Paplo & Javidan 2004, 8)

Fuusio tunnustetaan Suomen laissa laki elinkeinotulon verottamisesta yritysjärjestelyinä, joka voidaan jakaa sulautumiseen, jakautumiseen tai liiketoimintasiirtoon. *Sulautumisella* tarkoitetaan järjestelyä, jossa sulautuva yhtiö sulautuu vastaanottavaan yhtiön siten, että vastaanottavan yhtiön varat ja velat siirtyvät selvitysmenettelyttä vastaanottavalla yhtiölle ja yhtiön osakkeenomistajat saavat vastikkeena yhtiön osakkeita, rahaa tai muita sitoumuksia. Osakeyhtiölain mukainen sulautuminen voi tapahtua (1) absorptiosulautumisen avulla, jolloin vastaanottava yhtiö tai yksi tai useampi yhtiö sulautuvat, (2) kombinaatiosulautumisella, jolloin vähintään kaksi sulautuvaa yhtiötä sulautuu perustamalla yhdessä vastaanottavan yhtiön tai (3) tytäryhtiösulautumisella, jolloin vastaanottava yhtiö omistaa kaikki sulautuvan yhtiön osakkeet. (Blumme, Pitkänen, Raunio & Äärilä 2001, 50)



*Jakautumisella* tarkoitetaan yritysjärjestelyä, jossa yksi tai useampi osakeyhtiö siirtää kaikki varansa ja velkansa toiselle osakeyhtiölle. Jakautuvan yhtiön osakkeenomistajat saavat omistamiensa osakkeiden suhteessa kunkin vastaanottavan yhtiön liikkeelle laskemia osakkeita uusia osakkeita tai sen hallussa olevia omia osakkeita. Jakautuminen voidaan jakaa (1) kokonaisjakautumiseen, jossa osakeyhtiö purkautuu selvitysmenettelyttä siten, että kaikki sen varat ja velat siirtyvät kahdelle tai useammalle vastaanottavalla osakeyhtiölle ja (2) osittaisjakautumiseen, jossa osakeyhtiö purkautumatta siirtää yhden tai useamman liiketoimintakokonaisuuden sellaisenaan yhdelle tai useammalla osakeyhtiölle ja vähintään yhden liiketoimintakokonaisuuden siirtävälle yhtiölle. (EVL 52 c:1-3)

*Liiketoimintasiirrolla* tarkoitetaan järjestelyä, jossa osakeyhtiö luovuttaa joko kaikki tai yhteen tai useampaan liiketoimintakokonaisuutensa kohdistuvat varat ja velat toimintaa jatkavalle osakeyhtiölle. (EVL 52 d:1)

## 2.2. Fuusiotyypit

Fuusiot voidaan jaotella sen mukaan, yhdistyvätkö samalla toimialalla toimivat yritykset kuinka yhdistyvien yritysten tuotantoketjut voidaan yhdistää keskenään vai onko kyseessä monialayrityksen muodostuminen. Weston, Chung ja Hoag (1990, 1–2) jakaa fuusiot *horisontaaliseen*, *vertikaaliseen* ja ääripäänä *konglomeraattiin* eli monialayrityksen muodostumiseen. Ansoff (1965, 132–134) jaottelee fuusioita yritysten asiakkaiden ja tuotteiden mukaan horisontaalisiin, vertikaalisiin, konsentrisiin ja konglomeraattisiin.

### 2.2.1 Horisontaalinen fuusio

Horisontaalisessa fuusiossa yhdistyvät yritykset toimivat samalla liiketoiminta-alueella ja palvelevat samoja asiakkaita. Horisontaalisella fuusiolla pyritään esimerkiksi vahvistamaan yrityksen markkina-asemaa. Horisontaalisia fuusioita perustellaan usein skaalaetujen avulla, mutta toisaalta Weston, Siu & Johnson (2001, 5) eivät tutkimuksensa perusteella näe skaalaetuja riittävinä perusteluina. Heidän mukaansa markkinavoiman tavoittelu on motiivina horisontaaliselle fuusiolle. Horisontaalinen fuusio voidaan nähdä myös kansainvälistymiskeinona.

Horisontaalisessa fuusiossa kahden toisiaan lähellä olevan organisaatioiden yhdistyessä yrityksillä voi olla jo entuudestaan päällekkäisiä toimintoja yritysten toimiessa samalla liiketoiminta-alueella. Yhdistyessä päällekkäisten toimintojen poistaminen tarjoaa kustannussäästöjä sekä mahdollistaa skaalaetujen toteutumisen. (Eccles, Kersten, Lanes Wilson 1999, 136)

### 2.2.2 Vertikaalinen fuusio ja konglomentaarinen fuusio

Vertikaalisessa fuusiossa yhdistyvät yritykset toimivat tuotantoketjun eri vaiheissa. Motivaatioksi on havaittu tuottajayrityksen yhdistävän esimerkiksi toimittajan tai asiakkaan kanssa. Weston, Siu & Johnson (2001, 5) näkee vertikaalisen yhdistymisen perusteluiksi transaktiokustannuksien ja raaka-aineiden turvaamisen sekä aiempaa korkeammat alalle tulon aiheuttamat esteet. Vertikaalisen yhdistymisen avulla on mahdollista poistaa kahden yrityksen keskinäisestä kaupankäynnistä aiheutuvia

transaktiokustannuksia, joten yleisimpänä perusteluna vertikaalisille fuusioille nähdään juuri kustannusten vähentäminen. (Weston ym. 2001, 5–10)

Konglementaarissa fuusiossa yritysten ajatellaan olevan täysin riippumattomia toisistaan. Tällaisella fuusiolla fuusioituva yritys tavoittelee (1) tuotevalikoiman laajennusta (2) kasvua yrityksen kotimaan rajojen ulkopuolelta. Toisaalta konglomeraattinen fuusio tavoitteena voi olla monialayhtiön muodostaminen, jolloin fuusioituva yritys voi kasvaa täysin uusien liiketoimintakokonaisuuksien avulla. (Weston ym. 2001, 5–10)

### 2.3 Strateginen vaihtoehto

Tutkijat rahoituksen tutkimuskentällä tuntuvat määrittelevän fuusion sarjaksi irrallisia taktisia tapahtumia. Esimerkiksi päätös aloittaa yritysosto-ohjelma; Shipper & Thompson (1983), alustavan tarjouksen jättäminen; Todd & Ruback (1977), ensimmäinen julkinen tiedotus mahdollisesta fuusion toteuttamisesta; Chung (1980), virallinen ilmoitus fuusion toteuttamisesta; Halpern (1983), yrityksen hallituksen hyväksyntä fuusiolle; Malatesta (1983), vaadittavat juridiset ja toiminnalliset toimenpiteet fuusion toteuttamiseksi; Choi & Philippatos (1983). Edellä mainittujen tutkimusten tavoitteena on kuvata fuusioon liittyvät tapahtumat ja yrityksen ilmoitukset sekä niiden vaikutukset yrityksen osakkeenomistajien arvoon. (Lubatkin 1987, 43) Tapahtumien sarjan avulla voidaan ymmärtää artikulointia siitä, että fuusiot ovat monimutkaisia ja epävakaita tapahtumia, ja tapahtumaan on monella eri tekijällä havaittu olevan vaikutusta.

Fuusion pitkän tähtäimen tavoitteena voidaan pitää osakkeenomistajien arvon lisäystä fuusiolla saavutettavan kilpailuedun avulla. Mikäli yritys onnistuu tavoitteessaan kasvattaa liikevaihtoaan ja markkinaosuuttaan sekä parantamaan varallisuusasemaansa myös osakkeenomistajien arvo nousee. (Sudarsanam 1995, 1) Fuusion onnistumisen arviointi riippuu teoriassa siitä, kuinka erilaiset organisaatiot pystytään integroimaan keskenään. Fuusioituvissa yrityksissä eri sidosryhmillä on omat tavoitteensa arvioida fuusion onnistuneisuutta. Osakkeenomistajat ovat kiinnostuneita yrityksen osakkeiden arvosta ja yritysjohto toteuttaa hallituksen johdolle asettamaa tehtävää. Johdon tehtävä on yhdistää eri sidosryhmien tavoitteet strategiaksi, jonka avulla johto pyrkii toteuttamaan sidosryhmien tavoitteita.

Fuusion onnistumiseen on havaittu vaikuttavan yhdistyvien yritysten yhteneväisyys. Toisiinsa liittyviä yrityksiä yhdistettäessä lisäarvoa voidaan saavuttaa kustannustehokkuuden tai liikevaihdon lisääntymisen, esimerkiksi yhden tuotteen tuotannon laajentamisesta, taloudellisten voimavarojen yhdistämisestä tai markkinavoimien lisäämisestä. Yritys on kasvattanut markkinavoimaansa, kun se pystyy toimimillaan markkinoilla vaikuttamaan markkinoilla olevien tuotteiden hintaan, määrään ja siihen millaisia tuotteita on tarjolla. (Singh & Montgomery 1987, 379)

Shrieves & Stevens (1979, 501) ovat luetelleet eri syitä fuusioiden toteuttamiselle: (1) Yritykset pyrkivät fuusioiden avulla saavuttamaan suuremman markkinaosuuden ja sitä kautta enemmän valtaa toimimillaan markkinoilla (2). saavuttaakseen taloudellisia tai rahoituksellisia mittakaavaetuja markkinoilta, (3) Maksimoidakseen yrityksen kasvun tai (4) välttääkseen mahdollisen konkurssin. De Bond ja Thompson (1992, 31) tutkivat motiiveja ja syitä yritysfuusion toteuttamiselle taloudellisen tehokkuuden näkökulmasta. Heidän mukaan taloudellisen tehokkuuden näkökulmasta fuusioiden taustalla vaikuttavia tekijöitä ovat: (1) Synergiaedut (2) kohdeyrityksen osakkeen aliarvostus markkinoilla (3) tavoite kiristää kilpailua tuotteiden markkinoilla ja (4) säästämällä veroissa mainiten myös, että jokainen tapahtuma on yksiöllinen ja yksityiskohtaisella tasolla on vaikea tunnistaa motiiveja. Julkisen sääntelyn vaikutukset tuovat myös oman merkityksensä fuusioiden ilmentymiselle. Fuusion tehokkuutta eli onnistumista on loppujen lopuksi arvioitava siitä näkökulmasta, onko yritykselle tuotettu lisäarvoa vai onko ainoastaan tapahtunut varojen uudelleenjakoa. (De Bond & Johnson 1992, 31)

Taloudellista tehokkuutta voidaan parantaa synergioiden avulla kahden tai useamman yrityksen liiketoimintoja yhdistelemällä. Tähän on olemassa monia tapoja, kuten päällekkäisten toimintojen poistamisen aiheuttama kustannusten väheneminen tai verojen vähentyminen. Vaikka taloudellisen tehokkuuden lisäämisen taustalla on paljon kannatusta fuusioiden suosiota selittävänä tekijänä, fuusioiden voidaan historiallisesta aineistosta tutkimalla katsoa ilmenevän myös aaltolina tai trendinä, joista viimeisin oli 1980-luvulla. (De Bondt & Thompson 1992, 31–32)

Omistajarakenteen vaikutuksia yritysten laajentumiseen käytettävän strategian taustalla ovat tutkimuksessaan tutkineet Diane D. J., Diane D.K. & Sarin (1999, 1071) ja kirjoittajien mukaan on olemassa todistusaineistoa yrityksen omistajarakenteen vaikutuksesta yritysten valitsemaan laajentumisstrategiaan. Agenttiteorian mukaan Diane ym. (1999, 1072) yksityiset taloudelliset toimijat kuten yritysjohtajat maksimoivat päätöksenteossaan henkilökohtaista hyötyä esimerkiksi yrityksen osakkeenomistajien hyödyn kustannuksella. Kustannusta voidaan kuvata agenttikustannukseksi. Jos johtajien henkilökohtaiset hyödyt johtavat laajentumisstrategiaan, joka vähentää heidän henkilökohtaisia kustannuksia, johtajat

noudattavat valittua strategiaa vaikkakin se ei johtaisi yrityksen osakkeenomistajien hyödyn maksimointiin. Agenttikustannusten voidaan ajatella liittyvän johtajien omistusosuuteen yritykseen pääomasta, mitä suurempi osuus johtajilla on sitä lähemmäksi johtajien hyödyt tulevat ulkoisen osakkeenomistajien hyötyä. (Diane ym. 1999, 1071)

Diane ym. (1999, 1073) esittävät, että omistajat pysyvät yrityksen osakkeenomistajien arvoa vähentävässä laajentumisstrategiassa, mikäli johtajien saavuttama henkilökohtainen hyöty ylittää kustannukset. Yrityksen laajentumisstrategia voi hyödyttää johtajia siinä suhteessa, että strategia edesauttaa johtajien henkilökohtaisen sijoitusportfolion hajauttamisessa. Yrityksen kasvaessa johtajat mahdollisesti tyydyttävät heidän henkilökohtaisia valta – ja arvostustavoitteita, jotka yrityksessä johtajana toteutettu yrityksen laajentuminen mahdollistaa. Johtajien palkkioiden on havaittu olevan sidoksissa yrityksen kasvuun Diane ym. (1999,1073); Hviid & Prendergast (1993, 383) ja toisaalta laajentuminen voi vähentää johtajien riippuvuutta yrityksestä. (Diane ym. 1999, 1073)

Fusion kannattavuutta arvioidaan fusion myötä syntyvän yrityksen nettohyötyjen näkökulmasta. Yritys voi saavuttaa hyötyjä synergioiden kautta, yksityisen informaation avulla, varojen siirtyminen kohdeyrityksen osakkeenomistajilta voi myös tuottaa lisäarvoa. Myös työntekijät ja valtio ovat tahoja, joilta voi siirtyä varoja yritykselle fuusiota toteutettaessa. Varojen siirtyminen verojen kautta näyttää lupaavalta fuusioita käynnistettäessä mutta lopulta niiden tuottama hyöty jää mitättömäksi. (Trautwein 1990, 284)

## 2.4 Fuusion vaikutukset yrityksen kannattavuuteen

Fuusioiden vaikutusta yritysten kannattavuuteen voidaan tutkia pitkän aikavälin arvioinnilla tai keskittymällä lyhyen aikavälin tarkasteluun. Tässä tutkielmassa ei lyhyen aikavälin tarkastelu tule kysymykseen, sillä sen tarkastelu on rajattu tutkielman ulkopuolelle. Fuusion toteuttamisen jälkeen voidaan pitkän aikavälin kannattavuutta mitata markkinaosuuden muutoksella, myynnin ja kannattavuuden muutoksella sekä vertaamalla fuusion jälkeistä tilannetta toimialan keskimääräiseen kannattavuuteen. (Carpon 1999, 996)

Carponin (1999, 987) mukaan, että juuri horisontaaliset fuusiot ovat dominoiva tapa yritysten kasvuille 1980 – ja 1990-luvuilla Yhdysvalloissa ja Eurooppalaisissa yrityksissä. Fuusioiden on havaittu olevan tärkeä osa yritysten strategiaa. Horisontaalisia fuusioita perustellaan kustannussäästöjen sekä kasvavien tulovirtojen perusteella. synergioita voi realisoitua sekä kustannussäästöistä, että kasvavista tuloista. On tärkeää tunnistaa kumman pohjalle yrityksen strategia perustuu fuusioita suunniteltaessa, sillä perusteeltaan kustannuspohjaiset synergiat ja tulo-pohjaiset synergiat eroavat toisistaan paljon. (Carpon 1990, 987)

Kasvavat tulovirrat ovat esiin nouseva tulos ja tämä eroaa muista tutkimuksista siinä mielessä, että kustannuspohjaiset synergiaedut ovat olleet keskeisin synergiaetu horisontaalisen fuusion kohdalla. Kustannustehokkuuden ilmeneminen voi vaatia merkittäviä muutoksia yrityksen toiminnassa ja tämä vaikuttaa suoraan toteutuneihin synergiaetuihin. (Carpon 1999, 1009)

Synergiaetujen toteutumista mitataan tarkastelemalla kahden yritysten erikseen toimiessa yhdessä tuottamaan tulon määrää ja vertaamalla sitä yritysten yhdistymisen jälkeen tuottamaan tulon määrään. Synergiateorian mukaan synergiat realisoituvat, kun kahden yritysten yhdessä tuottaman tulon määrä on suurempi kuin erikseen tuotettu yritysten yhteenlaskettu tulo. Sama asia voidaan ajatella myös kustannussäästöjen kautta. Horisontaalisten yritysten yhdistyessä kustannussäästöjen tavoittelu on keskeinen motivaatio ja synergioiden esiintymismuoto. Yhtäläillä kustannussäästöjä tavoiteltaessa

voidaan tarkastella kahden yritysten saavuttamia kustannussäästöjä erikseen ja verrata niitä yritysten yhdistymisen jälkeisiin kustannussäästöihin, jolloin nähdään toteutuiko ennakoitua synergiaa. (Carpon, 1999, 994)

Fuusioituvien yritysten koolla on havaittu olevan vaikutusta onnistuneen fuusion toteuttamiselle. Carponin (1999, 994) mukaan yhdistyvien yritysten ollessa samansuuruisia, fuusion avulla saavutettavien positiivisten synergioiden toteutumisen todennäköisyys kasvaa. Samaa kokoa olevien yritysten yhdistyminen suosii erityisesti toiminnallisten synergioiden ilmenemistä. Suurten yritysten tapauksessa potentiaalisia synergioita on havaittu ilmenevän enemmän ja toteutettujen fuusioiden tuottavan enemmän lisäarvoa. Suurten yritysten fuusioituessa fuusioiden on ajateltu tuottavan paremmin synergiaetuja, koska yritysjohtajat keskittyvät niihin paremmin. Tämä ei kuitenkaan tutkimusten mukaan pidä paikkaansa siitäkään huolimatta, että suurten yritysten toteuttamat fuusiot tarjoavat enemmän potentiaalisia synergioita. (Larson & Finkelstein 1999, 17)

Horisontaalisen fuusion eli toisiaan muistuttavien yritysten yhdistyminen voi auttaa yritystä parantamaan kannattavuutta toiminnan laajentumisen ja markkinavoiman avulla. Vertikaalisessa eli toisiaan täydentävien fuusioiden kohdalla lisäarvoa voi syntyä mm. rahoituksen kustannusten vähentymisestä ja parantuneesta teknologiasta. Yrityksen kasvaessa myös vaikutusmahdollisuudet markkinoilla lisääntyvät. Vertailtaessa samankaltaisten yritysten toteuttamien fuusioiden tuottamaa lisäarvoa fuusioihin joissa osapuolina ovat toisistaan riippumattomat yritykset, havaitaan, että lisäarvo toisiaan muistuttavien yritysten fuusioissa on peräisin toteutuvista synergiaeduista. Voidaan todeta, että lähtökohtaisesti synergioiden toteutuminen on todennäköisempää juuri toisiaan muistuttavien yritysten yhdistyessä eli horisontaalisen fuusion tapauksessa. (Singh & Montgomery 1987, 380)

Merkittävä asia käytännön toiminnassa on se, että yritykset eivät keskittyisi ainoastaan huolehtimaan ennakoitujen synergioiden seurannasta ja toteutumisesta. Koko prosessin seuranta ja arviointi on myös tärkeää. Fuusiota voidaan kuvata erittäin monimutkaisena



tapahtumana ja kokonaisuutena, jota voidaan lähestyä monelta eri kantilta. Käytännön toimijat eivät näytä kiinnittävän riittävästi huomiota koko prosessin läpiviemiseen. Fuusioita toteutettaessa tulisi huomioida koko prosessin vaiheet organisaatioiden yhdistämisestä ja koko prosessin läpiviennin suunnittelusta toteutukseen ja seurantaan. (Zollo & Meier 2008, 73)

Tutkimuksista, jotka käsittelevät fuusioiden vaikutusta yrityksen kannattavuuteen voidaan mainita Porter (1987), jonka mukaan yli puolet niistä fuusioista, jotka Yhdysvalloissa seuraavat yrityskauppaa, epäonnistuvat. Tutkimus kuitenkin osoittaa, että toistensa kaltaisten yritysten eli horisontaalisten fuusioiden kohdalla onnistumisprosentti oli suurempi kuin toisistaan riippumattomien yritysten yhdistyessä, jolloin jopa kolme neljästä epäonnistui. (Trautwein 1990, 285) Tutkimukset tehtiin tehokkuuden teoriaan eli synergiaetuihin pohjautuen.

#### **2.4.1 Fuusioituvien yritysten yhtäläisyys**

Fuusioituvien yritysten organisaatioiden ja toiminnan yhteneväisyyttä voidaan tutkimusten mukaan (katso esimerkiksi Singh ja Montgomery 1987, 380) pitää kannattavan fuusion toteuttamisen edellytyksenä. Lisäksi se, että yritykset toimivat samalla liiketoiminta-alueella sekä yritysten organisaatioiden strateginen yhteneväisyys ja täydentävyys tarjoat paremman mahdollisuuden ennakoitujen synergioiden realisoitumiselle. Ongelmaksi yrityksillä on tutkimuksen mukaan muodostunut vähäinen suunnittelu ja potentiaalisen fuusioitavan yrityksen organisaation ja strategian huomiointi. Potentiaaliset synergiat ovat keskeisimpänä tietona päätöksenteossa. (Barkema & Schijven 2008, 696)

Yritysten yhdistyminen ja organisaatioiden toisiinsa sopeutuminen on saanut lisää huomiota mietittäessä fuusioiden onnistumista. Strategisessa kirjallisuudessa viimeisimmän fuusioaallon jälkeen aihe on ollut esillä. Tämänpäiväinen kirjallisuus ottaakin kantaa koko fuusioprosessiin alkuvalmisteluista lähtien. (Trautwein 1990, 292)

Tutkijoiden mielestä integraatio on onnistunut, mikäli fuusion avulla saavutetaan muitakin synergiaetuja kuin alentuneita pääoman kustannuksia. Fuusiot, joilla pyritään varojen siirtämiseen asiakkailta osakkeenomistajille tai tyydytetään johtajien vallanhakuisuutta, eivät vaadi integraatioprosessia varojen uudelleenallokoinnin lisäksi. Tutkijat, jotka nojaavat tehokkuusteorian argumenttiin, pitävät tärkeämpänä varojen allokointia ja johtajien vaihtamista. Toisaalta tarkimmat laskelmat mahdollisista synergioista tai niiden realisoitumisesta on saavutettu yhdistymisprosessin avulla. (Trautwein 1990, 292)

Fuusioprosessissa tärkeimpänä tekijänä yritysten toimintoja yhdistettäessä on hyödyntää olemassa olevat voimavarat mahdollisimman tehokkaasti. Fuusioituvat yritykset pystyvät vähentämään tuotannon yksikkökustannuksia, varastoinnin kustannuksia ja hyödyntämään toistensa jakelukanavia. Myös yritysten toimintayksikköjen yhteneväisyys on voimavara onnistuneen fuusioprosessin läpiviennissä. (Howell, 1970; Rappaport 1987; ks. myös Datta 1991, 283) Teoriassa voimavarojen yhdistäminen ja tehokas käyttö tarjoaa hyötyjä mutta todellisuudessa näin ei aina ole. Haspeslaghin ja Jeminsonin (1987) mukaan toimintoja yhdistettäessä käytännön tilanteissa ongelmia aiheuttavat johtamistyylien erilaisuus, palkitsemis- ja valvontatavat sekä yritysten organisaatorakenne organisaatiokulttuurin ohella. (Datta 1991, 283)

Fuusion vaatiman yritysten organisaatioiden integroiminen tulisi aloittaa systemaattisella suunnittelulla, jolloin onnistumisen todennäköisyys kasvaisi. Yhdistettävien organisaatioiden ominaispiirteet ja eroavaisuudet sekä johtamistyylien eroavaisuudet tulisi selvittää huolellisesti. Käytännössä edellä mainitut toimenpiteet jäävät vähälle huomiolle. Yritysten pyrkimyksenä on suorittaa tapahtuma mahdollisimman nopeasti jolloin organisaatioihin liittyvä tutkimus ja suunnittelu jäävät usein vähälle huomiolle. (Datta 1991, 293)

Käyttäytymistieteiden mukaan organisaatiot oppivat toimintaa ajan myötä ja suorittavat tiettyä tehtävää. Tästä muodostuu tietyt rutiinit joita organisaatiossa noudatetaan. Merkittävä tapahtuma, joka muuttaa yrityksen strategiaa sekä muuttaa organisaation

totuttuja toimintatapoja, aiheuttaa epävarmuutta organisaatiossa. Organisaatiot sisältävät kulttuurin ja ongelmien lisäksi potentiaalia ja eri organisaatioiden sovittaminen keskenään on monimutkainen työ mutta se on myös edellytys sille, että potentiaaliset synergiaedut pystytään realisoimaan fuusioprosessin aikana. (Barkema & Schijven 2008, 698)

Organisaatiot etsivät mahdollisesti myös muutosten avulla toimivampaa kokonaisuutta organisaatorakenteelleen, jotta potentiaalisia synergiaetuja onnistuttaisiin hyödyntämään paremmin. Barkeman ja Schijvenin (2008, 702) mukaan rajoitetun rationaalisuuden seurauksena organisaatioita on vaikea yhdistää kerralla niin, että kaikki olemassa oleva potentiaali onnistuttaisiin hyödyntämään. Voidaankin ajatella, että yritykset pyrkivät muutoksilla hyödyntämään mahdollisimman paljon organisaation sisältämää potentiaalia muutoksien avulla.

Pitkällä ajalla tapahtuva organisaatioiden yhteneväisyys on merkittävä asia tutkittaessa fuusioiden avulla tavoiteltavia synergiaetuja. Merkittävän muutoksen aiheuttama shokki henkilöstölle on huomattu aiheuttavan jyrkän laskun yrityksen suorituskyvyssä lyhyellä aikavälillä, mutta pitkällä aikavälillä organisaatioiden integraatio mahdollistaa yrityksen taloudellisen suorituskyvyn parantamisen. (Barkema & Schijven 2008, 716) Organisaation muokkaaminen pitkällä aikavälillä fuusion tapahduttua on huomattu olevan yksi ratkaisevista tekijöistä synergioiden toteutumiseksi. (Larsson & Finkelstein, 1999, 1)

### **3. YRITYSFUUSION TOTEUTTAMISEN MOTIIVIT**

#### **3.1 yleistä**

Useiden tutkijoiden mielestä fuusioiden taustalla on monimutkainen malli eri motiiveja, joten yhden ainoan näkökulman hyödyntäminen ei voi antaa täydellistä tulkintaa fuusioiden toteuttamisen motiiveista. Muuttuvassa taloudellisessa maailmassa näistä monista motiiveista yritetään etsiä selkeyttä tutkimalla fuusioiden taustalla olevien eri motivaatioiden johdonmukaisuutta sekä uskottavuutta. ( Trautwein 1990, 283)

Fuusioiden toteuttamisen taustalla on motiivina havaittu olevan monenlaisia teorioita. Yksi teorioista tunnetaan tehokkuusteorian, jota havainnollistetaan synergioiden, kuten rahoituksellisen synergian, toiminnallisen synergian ja johtamisen synergioiden toteutumisella. Tutkimukset tehokkuusteorian paikkansapitävyydestä ja realisoituneiden synergioiden toteutumisesta eivät ole kiistattomasti osoittaneet yritysten saavuttaneet oletettuja synergioita. (Trautwein 1990, 285)

Rahoitukselliset synergiat ovat toteutuneet useammin kuin toiminnallinen synergia tai johtamissynergia, mikä johtuu siitä, että osakemarkkinat arvostavat fuusioita ja yritysten osakkeiden arvojen on havaittu nousevan yrityksen antaessa tiedotteen fuusion toteuttamisesta. (Trautwein 1990, 285)

**Kuvio 3.1: Fuusioiden toteuttamisen taustalla olevia motivaatioita ja teorioita (Trautwein 1990, 285)**

Fuusio rationaalisen vaihtoehdona	Fuusio hyödyttää tarjoajan osakkeenomistajia	Nettohyötyjä synergioiden avulla	Tehokkuus teoria
		Varojen siirtoa asiakkailta	Monopoliteoria
		Varojen siirtoa kohteen osakkeenomistajilta	Valtausteoria
		Nettohyötyjä yksityisen informaation avulla	Arvostusteoria
	Fuusio hyödyttää johtajia		Imperiumiteoria
Fuusio prosessin lopputulemana			Prosessiteoria
Fuusio markotaloudellisena ilmiönä			Epävakausteoria

Yritys voi toteuttaa fuusion suunnitellusti rationaalisen vaihtoehdona tai fuusio voi olla yrityksen tapahtuman tai prosessin lopputulos. Myös maailmantalouden ja suhdanteiden muutokset vaikuttavat yritysten toimintaan ja ne voivat myös olla osatekijänä vaikuttamassa fuusioiden toteuttamiseen. Fuusio voidaan toteuttaa vähintään kahden yrityksen välillä erilaisena juridisena järjestelyinä, jolloin osapuolet hyötyvät järjestelystä eri tavalla. Syntyvät nettohyödyt tai synergiat ovat varojen siirtoa asiakkailta yrityksille ja niiden osakkeenomistajille. (Trautwein 1990, 285)

Monopoli teoria kuvaa yrityksen pyrkimystä saavuttaa suurempi markkinaosuus fuusion avulla. Monopoliteorian mukaan yritykset pyrkivät vahvistamaan markkinaosuuksiaan jo toimimillaan markkinoilla tai vaihtoehtoisesti poistamaan esteitä markkinoille pääsystä. Yritykset pyrkivät myös laajentamaan tuotevalikoimaansa. Tavoitteena on saavuttaa dominoiva asema markkinoilla. (Trautwein 1990, 286)

Arvostusteorian mukaan fuusioita suunnitellaan ja niitä toteuttavat yritysjohtajat, joilla on parempaa informaatiota kohdeyrityksen arvostuksesta kuin osakemarkkinoilla yleisesti. (Trautwein 1990, 286) Teorialle voidaan antaa kritiikkiä tehokkaiden markkinoiden oletukseen vedoten. Tehokkailla markkinoilla informaatioita ei olisi olemassa vaan alhaisen arvostuksen omaavan yrityksen osakekurssi hinnoiteltaisiin markkinoiden toimesta oikealle arvostustasolle.

Taloudellisen tehokkuuden artikulointia vastaan on tutkimusten perusteella havaittu, että fuusioita toteutuu historiasta katsoen sykleittäin. Yritykset, joiden ajatellaan olevan hyviä kohteita fuusioitua esimerkiksi yrityskaupan jälkeen, suoriutuvat yleensä paremmin yleiseen osakeindeksiin nähden yrityksen osakekurssia tarkkailtaessa. Toisaalta yritykset, joiden ajatellaan suoriutuvan heikosti fuusiosta, voidaan kyseisten yritysten osakekurssia tarkasteltaessa havaita huomattavaa nousua yrityksen osakekurssissa pitkällä aikavälillä. (De Bondt & Thompson 1992, 33) Tämä vahvistaa käsitystä fuusioista monimutkaisena taloudellisena tapahtumana, jonka tuloksia on vaikea ennustaa.

Fuusiota pidetään yleisesti yrityksen nettoarvoa lisäävänä toimintona. Argumentti perustuu empiiriseen tutkimusaineistoon sen pohjalta, että kahden yrityksen arvo yhdistettynä on yleensä suurempi kuin erikseen yhteenlaskettuna. Fuusioita ja sen tarjoamia hyötyjä on tutkittu lukuisien tutkimusten avulla ja tutkijat ovat havainneet, että yhdistyvien yritysten osakkeenomistajat saavuttavat tapahtumasta positiivisia pääoman palautuksia, suuremmat voitot kertyvät yritykselle, johon toinen yritys sulautetaan. Tätä osapuolta voidaan pitää dominoivampana osapuolena. (Grupta & Gerchak 2002, 517)

Fuusiotuvat yritykset yhdistyessään pyrkivät hyödyntämään toisen yrityksen käyttämätöntä kapasiteettia pitkällä aikavälillä ja pyrkivät näin saavuttamaan taloudellista hyötyä. Useasti tehtävät toimenpiteet ovat kuitenkin yhdistyvän yrityksen kustannussäästöjä, jotka aiheutuvat tietyn toiminnon tai yksikön luopumisesta myymällä

mutta joka tapauksessa niin, että valitut toimenpiteet ovat taloudellisesti kannattavia. (Grupta & Gerchak 2002, 529)

Yritysjohdon tavoitteita fuusiota toteuttaessa voidaan tarkemmin listata Walterin & Barney'n (1990) tutkimuksen avulla. Fuusioita toteuttamalla johtavat tavoittelevat: (1) Näkyvyyttä sijoittajien ja pankkien silmissä ja taustalla on ajatus hyötyä toiminnasta myöhemmin, (2) pyrkimys kiihdyttää yrityksen kasvua tai vähentää riskiä tai kustannuksia tietyltä toimialalta, (3) hyödyntää toisen yrityksen piirteitä ja saavuttaa synergiaetuja uuden osaamisen avulla, (4) yritys pyrkii säilyttämään merkittävän markkina-aseman ja kilpailukyvyn fuusion avulla, (5) tavoitellaan rahoituksellisia hyötyjä, kuten verohyötyjä tai pääomakapasiteettia, toisen yrityksen taloudellisen aseman avulla, (6) johtajat pyrkivät tasapainottamaan yrityksen mahdollisesta talouden syklisyydestä riippuvia kassavirtoja hankkimalla täydentäviä toimintoja, (7) riskien ja kustannusten vähentämistä monipuolistamalla tietyn toimialan asiakkaille tarjottavaa tuote- ja palveluvalikoimaa, (8) hyötyä toisen yrityksen osaamisesta markkinoinnissa, tuotannossa ym. erikoisosaamisessa, (9) yritykset voivat myydä yrityksen huonosti menestyvän osan toiselle yritykselle, (10) tehokkaampaa toimintaa sekä pienempää riskiä erikoistuotteiden- ja palveluiden jakelussa. (11) Uusien markkinoiden valtausta, (12) liiketoiminnan kattavan alueen laajennusta uusien jakelukanavien avulla, (13) fuusioitavan yrityksen kassavirtoja tai muuta yrityksen vapaata pääomaa, (14) yrityksen asiakas pohjan laajentamista, (15) yritysjohtajat yrittävät luoda perusteita toiminnan laajentamiselle hankkimalla fuusion avulla lisää kapasiteettia toiminnalle, (16) yritys pyrkii vähentämään uudelle toimialalle menemiseen liittyvää riskiä, (17) fuusion avulla uusien toimintojen hankintaan meneviä kustannuksia voidaan vähentää, (18) omien henkilökohtaisten tavoitteiden ja kunnianhimon, kuten vallan tavoittelu, (19) osakkeiden myynnistä saatavia voittoja ja (20) yritysjohto tavoittelee hyödyntävänsä toisen yrityksen henkilöstön osaamista tai kehittyntä teknologiaa, johon sillä ei ole aiemmin ollut pääsyä. (Walter & Barney 1990, 80) Tutkijat ovat havainneet monia eri motivaatiota fuusioiden toteuttamiselle, joista yleisimpänä synergiateoria, johon voidaan yhdistää myös monet edellä mainitusta listauksesta.

## 3.2 Synergiateoria

### 3.2.1 Määrittely

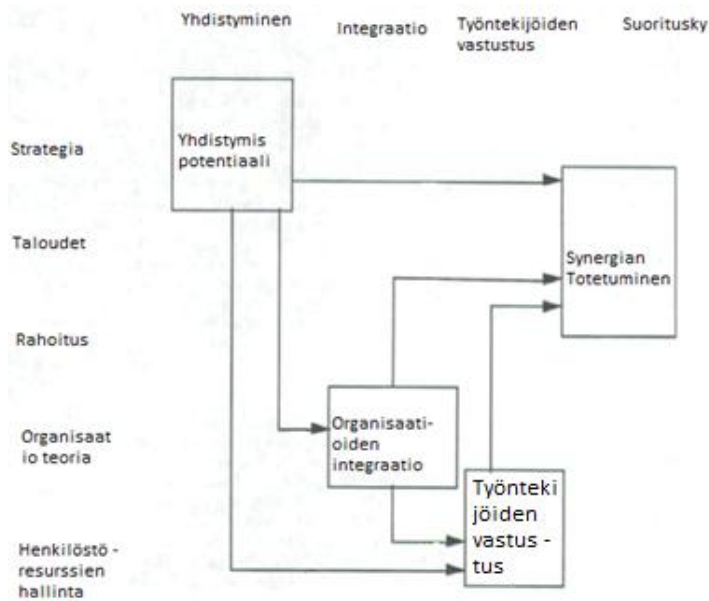
synergiateorian mukaan yritykset saavuttavat synergiaetuja liiketoimintojen yhdistämisestä, kun yhdistämisen jälkeen syntyneen yrityksen suorituskyky on parempi kuin kahden yrityksen erikseen laskettujen liiketoiminnan tuottamien tulojen yhteenlaskettu summa. (Ansoff 1965, 75)

Bradleyn, Desain ja Kimin (1988, 3) määrittelemän teorian mukaan fuusio on kannattavaa toteuttaa, mikäli fuusion seurauksena syntyvän yrityksen arvo on suurempi kuin yksittäisen yritysten yhteenlaskettu arvo. Fuusioista saavutettu lisäarvo perustuu potentiaalisten synergioiden toteutumiseen eli yhdistymisellä saavutettavaan toiminnalliseen tehokkuuteen, markkinavoiman lisääntymiseen tai muuhun uuden rahoituksellisen tilanteen syntymisen aiheuttamaan hyötyyn. (Singh & Montgomery, 1987, 377) Synergiateoria pohjautuu kahden (tai useamman) yrityksen yhdistämiseen, jolloin syntyneen yrityksen toiminnasta pyritään saamaan tehokkaampaa ja tuottavampaa kuin yksittäisten yritysten toiminta omina yrityksinään

Synergiateorian mukainen potentiaalisten synergioiden toteutuminen on toisiaan täydentävien eli komplementaarisen tai toisiaan muistuttavien eli horisontaalisten yritysten organisaatioiden toimintojen yhdistyminen, jossa synergioiden toteutumiseen vaikuttavat organisaatioiden yhdistymisprosessin onnistuminen ja toisaalta yhdistyvien organisaatioiden työntekijöiden vastustus. (Larsson & Finkelstein 1999, 1)



**Kuvio 3.2 Potentiaalisten synergioiden muodostumisen monimuotoisuus (Larsson & Finkelstein 1999, 5)**



Yritysten yhdistymisestä syntyvä lisäarvo on peräisin erilaisista synergiaeduista. Synergia etuja voidaan saavuttaa toiminnallisen synergian kautta, jolloin tuotannon, markkinoinnin ja hallinnollistoimin toteutettu toimintojen yhdistäminen tehostaa toimintaa. Markkina – ja ostovoimaa kuvaa sopimussynergia. Johtamisen synergia voi toteutua, kun fuusion seurauksena johtajien osaamiset tukevat toisiaan ja toisaalta epäpätevät johtajat on mahdollista sijoittaa toiseen tehtävään tai lopettaa työsuhte kokonaan. Rahoituksellinen synergia voi syntyä riskin hajauttamisen lisääntymisestä. Synergian eri lähteet ja niiden esiintyminen määrittelevät sen, kuinka paljon potentiaalisten synergiaetujen avulla fuusiolla on mahdollista saavuttaa lisäarvoa. Lähtökohta on se, että mitä enemmän yhdistyvissä yrityksissä on toisiaan täydentäviä toimintoja, sitä suurempi määrä potentiaalisia synergiaetuja voidaan havaita. (Larson & Finkelstein, 1999, 1)

Kun yritykset noudattavat toisistaan eroavaa rahapolitiikkaa, voi yritysten fuusioituessa muodostua huomattava määrä lisäarvoa. Mikäli osapuolten sisäisten varojen kustannukset eroavat toisistaan ja ulkopuolisen rahoituksen hankkiminen aiheuttaisi toiselle osapuolelle huomattavan määrän rahoituksen kustannuksia, fuusion avulla

voimavarat voidaan yhdistää ja näin välttää rahoituksen kustannukset. (Slusky & Caves 1991, 277)

Fuusion mahdollisesti tarjoamaa lisäarvoa voidaan ajatella syntyvän liiketoiminnan voimavarojen kohdistamisesta uudella tavalla. Toisaalta fuusion avulla voidaan siirtää valtaa ja voimavaroja kyvykkäämpien johtajien vastuulle. Synergiaetuja syntyy, kun yritykset, joilla on monia pääomien lähteitä, käyttävät pääomia eri tarkoituksiin. Yrityksen varoja uudelleen suuntaamalla tavoitellaan synergiaetujen mahdollisesti tuottamaa lisäarvoa. Fuusioita voidaankin selittää yrityksen vastauksena muuttuviin ja kansainvälistyviin markkinoihin, joihin yritys aikoo sopeutua. Yritykset etsivätkin jatkuvasti kumppania, jonka avulla uudistaa toimintaansa tavoitellen näin kasvua. (Slusky & Caves 1991, 277–278)

Trautwein (1990, 284) jaottelee ja määrittelee fuusioissa odotetut ja mahdolliset synergiat kolmeen eri osaan: Rahoitukselliseen synergiaan, toiminnalliseen synergiaan ja johtamissynergiaan. Rahoituksellinen synergia tarkoittaa vähentyviä pääoman kustannuksia. Fuusion avulla rahoituksellisia synergioita on mahdollista saavuttaa kasvattamalla yrityksen kokoa, joka mahdollistaa pääsyn edullisempaan pääomaan. (Trautwein 1990, 284)

Toiminnallista synergiaa kuvaa toiminnasta saavutettavat skaalaedut, jotka ilmenevät osapuolten ollessa horisontaalisesti tai vertikaalisesti yhteneviä. Skaalaedut ilmenevät mm. kustannustehokkuutena (Brealey & Myersin 2000, 943–945). Toiminnallisia synergiaetuja voidaan saavuttaa yhdistämällä täydentäviä toiminnallisia yksiköitä tai jakamalla tietämystä yhdistyvien yksiköiden kesken. Potentiaaliset synergiaedut toteutuvat toiminnallisten synergioiden tapauksessa yrityksen tietyn liiketoiminnan kustannusten vähenemisenä yhdistymisestä johtuen tai yhdistyminen voi edesauttaa yritystä tarjoamaan erityistä tuotetta tai palvelua, mikä mahdollistaa suurempien myyntitulojen saavuttamisen. (Trautwein 1990, 284)

Johtamisen synergia toteutuu, kun esimerkiksi huonosti menestyvä yritys liitetään toiseen yritykseen, jonka johtajilla on uskomus, että heidän omaamilla johtamistaidoilla huonosti menestyvän yrityksen potentiaali pystytään realisoimaan. (Trautwein 1990, 284)

Yritykset voivat lisätä arvoaan ja osakkeenomistajien arvoa realisoituneiden, toiminnallisen synergian, rahoituksellisen synergian ja johtamisen synergian avulla. Sudarsanam, Holl & Salami (1996, 673–674) ovat tutkineet, että fuusioituvan yrityksen omistajarakenteen samankaltaisuus aiheuttaa merkittävästi fuusioista saatavan hyötyihin positiivisesti. Omistuspohjan samankaltaisuus on verrannollinen horisontaaliseen fuusioon ja tutkimuksiin siitä, että samankaltaisten yritysten fuusioituessa ennakoituiden synergiat todennäköisimmin toteutuvat. (katso esimerkiksi Singh & Montgomery 1987, 379) Kun yrityksen osakkeenomistuspohja on hajautunut, lisääntyvät agenttikustannukset yritysten fuusioituessa.

### **3.2.2 Rahoituksellinen synergia**

Rahoituksellista synergiaa syntyy vähenevistä pääoman kustannuksista. Pääoman kustannuksia voidaan vähentää hajauttamalla yrityksen sijoituksia esimerkiksi investoimalla yritysostoon ja fuusioitumalla erillisen yrityksen kanssa ja näin kasvattaa yrityksen kokoa. Suurempi yritys voi saada hankittua edullisempaa ulkoista rahoitusta. Yrityksen pääomarakenteen muutos voi myös synnyttää rahoituksellisia synergioita. (Trautwein 1999, 284)

Levy ja Sarnat (1970) ovat tutkineet yrityksen investointiportfolion hajauttamista ja havainneet, että yritys ei voi tuottaa osakkeenomistajilleen lisäarvoa hajauttamalla investointiportfoliotaan investoimalla yrityksiin, joiden kassavirrat eivät korreloi yrityksen omien kassavirtojen kanssa täydellisesti. Tästä seuraisi pikemminkin lisäkustannuksia osakkeenomistajille. Tehokkailla pääomamarkkinoilla ei rahoitusteorian mukaan pysty luomaan lisäarvoa osakkeenomistajille hajauttamalla riskiä, sillä osakkeenomistajat voivat hajauttaa riskiään oman henkilökohtaisen

sijoitusportfolion avulla. Seth (1990) perusteleekin riskin hajautusta lisäarvon luomisen keinona johtuen epätäydellisestä informaatiosta rahoitusmarkkinoilla.

Trautwein (1999, 285) Toteaa myös, että rahoituksellisen synergiaan kohdistuu huomattavaa kritiikkiä tutkijoiden keskuudessa, sillä keskeisin argumentti on, että tehokkailla pääomamarkkinoilla rahoituksellisia synergioita ei voi ilmetä. Toisaalta Sudarsanam ym. (1996, 692) havaitsevat tutkimuksessaan, että rahoituksellinen synergia on jopa yleisin toteutuvan synergian muoto fuusioita toteutettaessa.

Rahoituksellisen synergian mahdollisuuksista velkaantumiskapasiteetin käyttö on yksi vaihtoehto. Sudarsanam ym. (1996, 692) esittelevät, että yritysten yhdistyessä toisen yrityksen käyttämätöntä velkaantumiskapasiteettia pystyy hyödyntämään yritys, jonka velkaantumistaso on optimaalisella tasolla. Rahoituksellista synergiaa voi tällöin syntyä veroetujen avulla hyödyntämällä käyttämätöntä velkaantumiskapasiteettia.

Yritys voi tavoitella synergiaetuja investoimalla käyttämättömiä vapaita kassavirtoja yritysinvestointeihin, joiden avulla voidaan parantaa markkina-asemaa sekä yrityksen vaikutusmahdollisuuksia toimialalla. (Brealy & Myers 2000, 949) Vapaalla kassavirralla tarkoitetaan niitä yrityksen varoja, jotka sillä on toiminnastaan ajan myötä kertynyt liiketoiminnan vaatimien panostusten jälkeen ja jotka yritys voisi jakaa osinkojen muodossa osakkeenomistajille.

### **3.2.3 Toiminnallinen synergia**

Kustannussäästöt ovat yleisin ennakoitava toiminnallisen synergian tyyppi. Kustannussäästöjä syntyy fuusion yhteydessä yleisesti työpaikkojen poistumisesta, päällekkäisten kustannusten sekä toimintojen eliminoinnista. Kustannussäästöjen on havaittu olevan suurimpia silloin kuin kaksi saman toimialan ja samoja asiakkaita palvelevaa yritystä yhdistyvät. (Eccles, Lanes & Wilson 1999, 141) Yritysten ennakoidessa mahdollisia toteutuvia toiminnallisia synergioita yritysten on otettava huomioon kustannusten kohdentaminen kustannussäästöjä määrittäessä. Esimerkiksi

tuotteen takuun aiheuttamien kustannusten kohdistaminen on tehtävä toiminnan kustannuksiin tai myynnin kustannuksiin. Kustannuslaskentaa toteutetaan yrityksissä eri periaatteiden mukaan, joten yritysten on otettava kyseinen seikka huomioon toiminnallisia synergioita ennakoitaessa. (Eccles ym. 1999, 141)

Toiminnallisia synergioita ennakoitaessa yritykset pyrkivät myös kasvattamaan toiminnan tulovirtaa pyrkimällä yhdistymään sellaisen yrityksen kanssa, jonka avulla saavutetaan laajempi asiakaspohja, laajempi tuotevalikoima tai laajemmat jälleenmyyntiverkostot. Lisääntyviä tulovirtoja on kuitenkin vaikea ennakoida sillä esimerkiksi asiakkaat voivat reagoida myös negatiivisesti muuttuviin tuotteisiin ja hintoihin. Yhdistelemällä erilaisia voimavaroja organisaatioiden kesken voidaan kuitenkin saavuttaa kustannussäästöjä sekä kasvattaa liikevaihtoa. (Eccles ym. 1999, 141)

Yritysten fuusioituessa liikevaihtoon kohdistuvat kasvuodotukset luovat toiminnallisen synergian potentiaalia. Synergiaa toteutuu kun kahden yrityksen tulot muodostuvat myynnin kasvun seurauksena suuremmaksi kuin erikseen yhteen laskettuna. Ennakoitujen synergioiden toteutumista on vaikea ennakoida sillä ulkoiset tekijät sekä yritysten integraatio vaikuttavat tulojen realisoitumiseen. (Eccles ym. 1999, 144)

Toisaalta yritykset pyrkivät fuusioiden avulla kasvattamaan myös markkinavoimaansa, joten tämän seurauksena yrityksellä on mahdollisuus vaikuttaa myös myyntiin vaikuttaviin ulkoisiin tekijöihin esimerkiksi myytävien tuotteiden hintoihin. Markkinavoimia kuvaavia teorioita ovat monopoli ja monopsoni. Monopolin tapauksessa yrityksellä on valta-asema markkinoilla ja se pystyy määrittämään myytävän tuotteen hinnan ja samoilla markkinoilla on hyvin vähän kilpailua. Monopsoni tarkoittaa yrityksen kykyä ostaa esimerkiksi myytävän tuotteen valmistukseen käytettävää raaka-ainetta haluamaansa hintaan. (Sharma & Ho, 2002, 163–164)

Toiminnallista synergiaa voidaan saavuttaa myös parantamalla yrityksen prosesseja. Potentiaaliset synergiat voivat realisoitua joko lisääntyneenä tulovirtana tai vaihtoehtoisesti kustannussäästöjen kautta. Potentiaalisia toiminnallisia synergioita voidaan tavoitella myös kansainvälistymisen kautta. Sudarsanam (1995, 1) kertoo yritysten etsivän kasvua kansainvälisillä markkinoilla fuusioiden avulla kotimaisten markkinoiden kasvun ollessa rajallista. Yritykset pyrkivät Sudarsanamin (1995, 1) mukaan varmistamaan alhaiset työvoimakustannukset, raaka-aineiden sekä uusimman teknologian käyttömahdollisuuden pyrkimällä fuusioitumaan esimerkiksi toimitusketjussaan olevan yrityksen kanssa.

### **3.2.4 Johtamisen synergia**

Fuusioiden avulla on mahdollista luoda lisäarvoa yrityksen toiminnalle siirtämällä liiketoiminnan tuottamaa pääomaa johtajien käsiin, jotka pystyvät hyödyntämään olemassa olevia resursseja paremmin. Johtamisen synergian avulla voidaan parantaa yrityksen kannattavuutta (1) muuttamalla yrityksen pääomarakennetta, (2) poistamalla yritys sopimattomilta markkinoilta sekä muuttamalla käytettäviä markkinointitoimenpiteitä ja (3) kohdistamalla myyntiä uusille markkinoille, joita yritys ei ole aiemmin hyödyntänyt. (Trautwein, 1990, 284)

Jotta johtamissynergiaa olisi havaittavissa, uuden yritysjohton on pystyttävä parempaan operatiiviseen tulokseen sekä markkina-arvon kasvattamiseen. (Sharma & Ho, 2002, 164) Johtamissynergiaa voidaan hyödyntää kolmella eri tavalla. Uusi yritysjohto voi pystyä paremmin vastaamaan markkinoiden vaatimukseen erilaisilla omilla toimintatavoillaan. Uusi yritysjohto voi saavuttaa synergiaetuja muuttamalla yrityksen pääomarakennetta radikaalisti aikaisempaan johtoon verrattuna. Tutkimuksessa havaittiin myös, että yritysjohto voi hyödyntää toisen yrityksen velkaantumiskapasiteettia, joka viittaa rahoituksellisen synergiaan. (Slusky & Caves 1991, 280)

### 3.3 Agenttiteoria

Yrityksen johdon ja omistuksen ollessa eriytyneet toisistaan, voidaan johdon ajatella toimivan osakkeenomistajien taloudellisena agenttina. Agenttiteorian mukaan yritysjohto ei kaikissa tilanteissa toimi osakkeenomistajien etua ajatellen, joten toiminta aiheuttaa osakkeenomistajien arvon vähentymistä. Yritysjohto voi pyrkiä maksimoimaan oman hyötynsä osakkeenomistajien hyödyn perusteella. Agenttikustannukset edustavat osakkeenomistajien arvon vähentymistä. (Trautwein 1999, 287)

Agenttiteorian ennustaa, että yksittäiset taloudelliset agentit valitsevat toimintansa maksimoidakseen henkilökohtaista hyötystä. Mikäli johtajien henkilökohtainen hyöty kasvaa vallitsevalla toiminnalla, agenttiteorian mukaan yritysjohto ei muuta yrityksen vallitsevaa hajautusstrategiaa vaikkakin se vähentäisi yrityksen osakkeenomistajien arvoa. Johtajien hyödyn lisäys on seurausta heidän henkilökohtaisen sijoitusportfolion riskin pienentymisestä. (Denis ym. 1999, 1072) Valta ja arvostus ovat myös syitä, jotka ajavat johtajia toteuttamaan osakkeenomistajien arvoa vähentävää toimintaa. Varsinkin suuren yrityksen johtamisen on havaittu olevan henkilökohtaisen arvostuksen lähde. Johtavat voivat myös ajatella olevansa korvaamattomia. (Denis ym. 1999, 1073)

Modernin taloustieteen mukaan tämän päivän yritykset ovat suuria, ja yritysten omistajapohja on levittäytynyt laajasti. Omistajapohjan levinneisyydestä johtuen omistajien kontrolli johdon toimiin on häilyvää. Johdon ajatelleen toimivan omistajien agenttina eli edustajana. Jos johdon tekemät toimenpiteet eivät täysin maksimoi osakkeenomistajan varallisuutta, kutsutaan syntyneitä kustannuksia agenttikustannukseksi. Liiketoiminnan strategiaa toteutettaessa johdolla voi olla tarve tyydyttää omia tavoitteita, kuten yrityksen koon kasvattaminen, päätöksiä tehtäessä, jotka aiheuttavat agenttikustannuksia. (Sudansaram 1995, 14–17) Johto voi myös mahdollisesti yliarvioida fuusion tuottaman lisäarvon yritykselle luottaen omiin kykyihinsä. (Trautwein 1999, 288)

Sudarsanam (1995, 16–18) esittää myös seuraavan listauksen siitä millaiset syyt ovat havaittu olevan johtajien päätösten takana fuusioihin ja yrityskauppoihin liittyen: (1)

Johtajat havittelevat esimerkiksi myynnin kasvua, koska heidän palkkaus voi perustua edellä mainitun tunnusluvun kehittymiseen. Tämä ei kuitenkaan maksimoi omistajien osakkeiden arvoa. (2) Johtajat haluavat käyttää johtamistaitojaan ja johtajat etsivät haasteita uusilta toimialoilta kehittääkseen johtamistaitojaan. (3) Fuusiot ovat johtajille keino hajauttaa riskiä, vakauttaa yrityksen taloutta ja välttää konkurssi sekä (4) turvata työpaikka.

Sudarsanam (1995, 18) esittää, että yritysjohton tarve tuoda esille tunnustamattomat johtamiskykynsä voi johtua yrityksen tietystä tilasta, esimerkiksi maturiteettivaiheesta, koska fuusioituminen kasvuvaiheessa olevan yrityksen kanssa voi olla houkutteleva vaihtoehto yritysjohton osaamista ajatellen, joten johdon omat intressit tulevat vahvasti esille.

Yritysten johtajilla voi olla huomattava määrä yrityksen osakkeita omistuksessa. Tässä tapauksessa toimitusjohtajana toimiva omistaja voi vastustaa muiden osakkaiden halukkuutta fuusioitua toisen yrityksen kanssa. Näin johtaja muodostaa muille osakkeenomistajille sekä myös itselleen agenttikustannuksia. Johtajalla ei myöskään välttämättä ole kykyä tai osaamista motivaation lisäksi nähdä potentiaalisia vaihtoehtoja lisäarvon tuottamiseen yritykselle ja osakkeenomistajien osakkeiden arvon maksimointiin. Johtajat, jotka ansaitsevat työstään niin hyvää korvausta, eivät ole halukkaita riskeeraamaan hyvää tulotasoaan ottamalla riskin ja muuttamalla yrityksen toimintaa. (Slusky & Caves 1991, 279–280)

Yritysjohton ansaitsema korvaus työstään vaikuttaa johdon päätöksiin fuusioita suunniteltaessa. Mikäli yritysjohto on tyytyväinen yrityksen tekemään tulokseen sekä saamaansa korvaukseen, voidaan fuusiosta kieltäytymistä pitää tehokkuuden sijasta juurtumisena vallitsevaan toimintaan. Tosin yritysjohton saama palkkio työstään on usein sidottu yrityksen menestykseen. Tämän avulla johtajien sekä osakkeenomistajien mieltymyksiä tuodaan lähemmäksi toisiaan, jotta agenttiteorian mukaisia ongelmia ei yrityksessä ilmenisi. (Hviid & Prendegras 1993, 383–384)



Kannustinjärjestelmien olemassa olo vaikuttaa myös osaltaan agenttiteorian ilmenemiseen. Esimerkiksi optio-ohjelman avulla yritysjohtoa pyritään sitouttamaan yritykseen ja vähentämään johtajien henkilökohtaisen sijoitusportfolion hajautusmahdollisuutta. Yritysjohto voi tyytyä tasaiseen positiiviseen tulovirtaan, jolloin henkilökohtaisen kannustinjärjestelmän avulla saavutettava lisätulo on maksimitasolla. Johtaja maksimoi tällöin henkilökohtaista hyötyään, eikä ole valmis ottamaan riskiä liiketoiminnassa maksimoidakseen osakkeenomistajien hyötyä. (Sudarsaman 1995, 17)

Fuusioitumisen kautta tapahtuvan omistuksen hajautumisen on huomattu aiheuttavan enemmän agenttikustannuksia monialayrityksissä kuin yhdelle toimialalle keskittyvässä yrityksessä. Perustelut tällä löytyvät yritysten omistuspohjan eroavaisuuksista. Yhden toimialan yritysten omistuspohjat olivat keskittyneet enemmän yritysjohdolle, kun taas monialayritysten omistuspohjat olivat levinneet laajemmalle. Juuri omistuksen hajautuminen on syynä suurempiin agenttikustannuksiin ja yritysjohton halu käyttää vapaita kassavirtoja kannattamattomiin investointeihin aiheutti monialayritysten osakkeenomistajille agenttikustannuksia. Voidaankin päätellä, että agenttiongelmien perustuvat yrityksissä vallitsevaan omistusrakenteeseen. Mikäli yritysjohdolla on omistuksessaan merkittävä osa yrityksen osakekannasta ja omistus ei ole hajautunut laajalle alalle, johtajien maksimoima henkilökohtainen hyöty tulee lähemmäksi osakkeenomistajien hyötyä ja agenttikustannukset myös vähenevät. (Denis ym. 1999, 1072)

## 4. FUUSION TOTEUTTAMINEN

### 4.1 motivaatiotekijät ja tavoitteet

Yritysten toteuttaessa fuusioita ovat tutkimukset osoittaneet, että potentiaalisia synergiaetuja syntyy todennäköisimmin silloin kun yhdistyvät yritykset ovat keskenään hyvin samankaltaisia tai organisaatiot ovat toisiaan täydentäviä. Potentiaalisten synergiaetujen toteutumiseen vaikuttavat myös kuinka organisaatioiden yhdistymisprosessi toteutetaan ja kuinka merkittävästi ilmenee työntekijöiden vastustusta. (Larson & Finkelstein 1999, 1) Tutkijat toteavat, että synergioiden toteutuminen on hyvä mittari kuvaamaan fuusioiden suorituskykyä, johon vaikuttavat yritysten yhdistymisprosessin onnistuminen sekä työntekijöiden vastustus.

Organisaatioiden yhdistäminen fuusioprosessissa on merkittävin tekijä potentiaalisten synergiaetujen realisoitumisessa riippumatta siitä kuinka läheisesti yhdistyvät organisaatiot muistuttivat toisiaan ennen fuusioita. Toisaalta horisontaalisen fuusion tapauksessa päällekkäisten toimintojen yhdistäminen on aiheuttanut enemmän vastustusta työntekijöiden keskuudessa kuin vertikaalisen fuusion tapauksessa. Voidaankin päätellä, että ennakoitujen synergioiden esiintymiseen vaikuttaa vahvasti yritysten samankaltaisuuden lisäksi se, kuinka hyvin fuusioprosessin aikana yritysten toiminnot pystytään yhdistelemään. Fuusioprosessin aikana ovat havaittu tärkeiksi kuinka hyvä vuorovaikutus yhdistyvien yritysten välillä on ja kuinka hyvin yritykset pystyvät toimimaan keskenään. (Larson & Finkelstein, 1999, 16)

Työntekijöiden vastustuksen voidaan ajatella liittyvän siihen, että mahdolliset muutokset omassa työnkuvassa, työkavereissa tai ylipäänsä työpaikan säilyttämisessä ovat todennäköisempiä yrityskaupan tai fuusion seurauksena. Työtehtävien määrään ja laadun tulisi olla suhteessa työntekijän osaamiseen. Työntekijän saavuttaessa miellyttävän aseman organisaatiossa suhtautuminen muutoksiin muodostuu kriittisemmäksi.

Monet fuusiot ovatkin epäonnistuneet siksi, että fuusiota ei ymmärretä käytännössä. Fuusioprosessin onnistumiseen vaikuttaa myös, kuinka uutta syntynyttä organisaatiota johdetaan. Tämä viittaa johtamisen synergian ilmenemiseen. Mikäli fuusioituvien yritysten johtamistyyli on lähellä toisiaan, on sen huomattu vähentävän työntekijöiden vastustusta ja näin auttavan potentiaalisten synergioiden realisoitumisessa. (Larson & Finklestein, 1999, 17)

Fuusioituvien yritysten strategioiden ollessa erisuuntaisia Larson ja Finkelstein (1999, 15) toteavat tutkimuksen perusteella, että strategioiden eroavaisuus voi luoda lisää potentiaalisia synergioita. Tämä on mahdollista, kun yritykset yhdistelevät eroavia toimintaoja keskenään pyrkien vahvistamaan fuusion myötä syntyneen yhteisön kilpailullista asemaa markkinoilla. Montgomery & Singh (1987, 387) toteavat toisiaan muistuttavien yritysten muodostavan parhaimman potentiaalisen synergian yritysten fuusioituessa. Larson ja Finkelstein (1999, 15) ovat havainneet, että toisiaan täydentävät ja toisilleen sopivat yritykset muodostavat huomattavan määrän potentiaalisia synergioita. Toisiaan oikealla tavalla täydentävien yritysten yhdistyminen on merkittävä tekijä arvioitaessa fuusioinnin onnistumista ja lisäarvon syntymistä.

Fuusioita on tutkittu mm. tarkoituksena selvittää yritysten motivaatioita fuusioiden toteuttamiseen. Tutkimuksista on ilmennyt syitä kustannustehokkuuden ja liiketoiminnan tulovirtojen lisäyksen tavoittelusta sekä markkinavoiman tavoittelu. Organisatorinen tutkimus on ajan myötä lisääntynyt ja tutkimukset ovat keskittyneet fuusioituvien yritysten yhdistymisprosessin tulkitsemiseen. Yhdistymisprosessin tutkimisen myötä on myös psykologisia käyttäytymistieteellisiä seikkoja noussut esille. Fuusioihin kohdistuvien tutkimusten kentällä vallitseva ristiriitaisuus johtuu siitä, että fuusioprosessin käytännön toteuttamista ei pystytä teoriassa määrittämään, vaan jokainen fuusio on yksilöllinen. Tämä johtuu siitä, että aihealueeseen kohdistuvat tutkimukset nojaavat laajaan teoriapohjaan eri kentiltä, kuten rahoituksesta, laskentatoimesta, johtamisesta, strategisesta johtamisesta ja organisatorisesta käyttäytymisestä. (Larson & Finkelstein 1999, 3)

Fuusion onnistumista ja tärkeyttä ajatellaan myös fuusion tarjoaman potentiaalisten synergioiden määrällä. Mitä enemmän fuusion avulla on mahdollista tehdä lisäarvoa yritykselle potentiaalisten synergioiden toteutumisen avulla, sitä haastavampana fuusiota pidetään. Hallinnollinen liiketoiminnan riski on sitä suurempi mitä arvokkaammasta fuusioista on kysymys. Kuitenkin potentiaaliset synergiaedut ovat merkittävin tekijä, jotka johtavat yrityksen etsimään kasvua ja lisäarvoa fuusioiden avulla. (Lubatkin & O'Neil 1987, 668)

Fuusio on toimenpide, jonka avulla yritysjohtajat pyrkivät ottamaan täyden hyödyn yrityksen rahoituksen kapasiteetista. Fuusio on myös keino yrityksille parantaa toimintaympäristöään. Yritys kehittää suhdettaan toimintaympäristön muihin yrityksiin. Se on myös keino selviytyä toiminnan kriittisistä tilanteista. (Walter & Barney 1990, 82)

## 4.2 Fuusion organisatorinen näkökulma

Fuusoiden kautta muodostuneet yritykset ovat pikemminkin monimutkaisia organisaatioita. Tästä johtuen fuusiolla on syvällisempi vaikutus toimialan markkinoiden rakenteeseen, joten se ei ainoastaan vähennä kilpailijoiden määrää toimialalla. (Huck, Konrad & Mueller 2004, 575)

Uuden taloudellisen kokonaisuuden syntyminen fuusion seurauksena muodostaa monimutkaisemman kokonaisuuden kuin yhdistyneet yritykset aiemmin olivat. Fuusion seurauksena yritykset eivät ainoastaan kasva, vaan yrityksiä organisaatioista muodostuu monimutkaisempia kokonaisuuksia. Viimeisimpien fuusoiden seurauksena syntyneet yritykset olivat monimutkaisia tytäryrityksiä sisältäviä organisaatioita, joissa vanhat yritykset pidetään toiminnallisina organisaation jäseninä mahdollisesti omina liiketoimintakokonaisuuksinaan. (Huck ym.2004, 575)

Huckin ym. (2004, 575) mukaan yleisesti katsoen taloudellinen kirjallisuus ei huomio organisatorisia erityispiirteitä fuusiota määriteltäessä. Fuusio tunnetaan paremmin täydellisenä yhdistymisenä. Yhdistymistä voidaan monimutkaistaa tutkimalla fuusioita erilaisten oletusten avulla. Tutkijat olettavat toisen yrityksen tulevan paremminkin organisaation jäseneksi, kuin sulautuvan täydellisesti vastaanottavaan yritykseen.

Mikäli sulautuva yritys liitetään jäseneksi organisaatioon, sulautuvaa yritystä ja vastaanottavaa organisaatiota muuttamatta havaitaan varsin dramaattisia seurauksia fuusioituville yrityksille ja myös markkinoille. Toisiaan muistuttavien yritysten kohdalla fuusion on havaittu olevan kannattava, koska se vähentää muiden markkinoilla olevien yritysten kannattavuutta ja parantaa yhtiön hyvinvointia. Kaikki kolme havaintoa ovat vastakohtaisia fuusiota koskevaan kirjallisuuteen paljon kilpailua sisältäviltä markkinoilta. Havainnot toisaalta auttavat yhdistämään teorioita yksinkertaistettujen faktojen avulla: (1) Ei ole olemassa selvää todistusaineistoa yrityksen varallisuusarvon vähenemisestä fuusion seurauksena, (2) kilpailijoiden on usein havaittu häviävän yritysten fuusioituessa ja (3) Fuusiota on analysoitu kaikilta

toimialoilta, myös niiltä, joilla kustannusten oletetaan olevan kuperia. (Huck ym. 2004, 576)

Kilpailullisille markkinoille fuusiolla on vain kaksi seuraamusta. Ensimmäiseksi fuusioiden seurauksena markkinoilla olevien yritysten määrä vähenee ja toiseksi fuusioituvan yrityksen kustannusrakenne voi muuttua, mikäli yhdistyvien yritysten kustannusrakenteet ovat epälineaariset: (1) Fuusiot parantavat varallisuusasemaa vain, jos yritykset ovat toisiaan muistuttavia ja tuotantoa siirretään vähemmän tehokkaammasta yrityksestä tehokkaampaan (2) Kilpailijat hyötyvät toisten yritysten fuusioista. (Huck ym.2004, 576)

### **4.3 Horisontaalinen fuusio ja pitkän aikavälin kannattavuus**

Yhdysvaltalaisen ja Eurooppalaisten yritysten dominoivaksi kasvutavaksi ovat muodostuneet horisontaaliset fuusiot ja yrityskaupat. Erityisesti yritysten strategioissa fuusioilla ja yrityskaupoilla on merkittävä rooli tulevaisuutta suunniteltaessa vaikkakin yritysten taloudellisen suorituskyvyn parantuminen esim. fuusioiden avulla ei ole vielä täysin vakuuttanut tukijoita. (Carpon 1999, 987)

Kustannussäästöistä tai tulovirtojen lisääntymisestä seuraavien synergiaetujen lisäksi horisontaalisen fuusion avulla on mahdollista parantaa yrityksen taloudellista tehokkuutta välillisesti monin eri vaihtoehdoin. Tuotantoketjua täydentävien tuotteiden myynnin avulla saavutetaan suurempi peitto yrityksen valmistaman tai myymän tuotteen markkinoista. Yrityksen innovaatiokyky voi parantua toisesta yrityksestä saatavan kehittyneen teknologian tai uudenlaisten tuotteiden ansioista, joihin yritys pääsee käsiksi horisontaalisen fuusion tai yrityskaupan avulla. (Carpon 1999, 988–990)

Fuusioiden avulla voidaan myös pyrkiä välttämään yrityksen konkurssia. Kahden yrityksen yhdistetty velkakapasiteetti olisi suurempi kahden velkaisen yrityksen fuusioituessa, mikäli yritysten tulovirrat eivät korreloisi keskenään. Yritysverojen maailmassa osakkeenomistajille koituisi hyötyä fuusion seurauksena syntyneen yrityksen suuremman velkakapasiteetin tuoman verohyödyn seurauksena. (Schrieves & Stevens 1979, 501–502)

Konkurssi fuusion motivaatioina perustuu yritysten maksimaalisen laskennallisen velkakapasiteetin määrittämiseen. Kahden tai useamman yrityksen fuusioituessa muodostuvan yrityksen velkakapasiteetti on vähintään yhtä suuri tai suurempi kuin erillisten yritysten yhteenlaskettu velkakapasiteetti. Konkurssin aiheuttamat kustannukset ovat fuusion kautta muodostetulle yritykselle korkeintaan yhtä suuret tai pienemmät kuin yksittäisten yritysten. Fuusiota voidaan pitää toimenpiteenä, jolla on välittömiä tai välillisiä vaikutuksia yritysten arvoon. Voidaan siis todeta, että mitä lähempänä yritys on kriisiä tai konkurssia sitä suurempi merkitys fuusioilla on yritykselle. (Schrieves & Stevens 1979, 502)

Konkurssin välttäminen fuusion motiivina eroaa yrityksen varojen ja riskien hajautuksesta. Mitä vähemmän korrelaatiota fuusioituvien yritysten liiketoiminnan tulovirroissa on, sitä enemmän konkurssin riski yrityksessä vähenee. (Schrieves & Stevens 1979, 505) Konkurssin välttämistä fuusion motivaatioina on tutkittu perehtymällä yritysostoissa osapuolina olleisiin yrityksiin, joiden ostot ovat johtaneet fuusioihin. Yrityksistä 15,2 % olivat lähellä konkurssia yritysoston hetkellä. Tämä havainto antaa tukea väitteelle, että monet taloudelliset kriisit suurissakin yrityksissä ratkaistaan fuusioiden tai yritysjärjestelyiden avulla. (Shrieves & Stevens (1979, 513)

Horisontaalisen fuusion, joka on tarkemmin selitetty kohdassa 2.2.2, on huomattu tuottavan kolmea erilaista synergiaetuja: toiminnallisia synergiaetuja, rahoituksellisia synergiaetuja ja johtamisen synergiaetuja. Rahoitukselliset synergiaedut ovat helpommin realisoitavia kuin toiminnalliset synergiaedut. Useat taloudellista tehokkuutta ilmaisevat motivaatiot horisontaalisia fuusioita ohjaavina tekijöinä mietityttävät tutkijoita taloudellisen tehokkuuden ja markkinavoimien vastakkainasettelun lisääntymisenä. Tämä siksi, että taloudellinen tehokkuus nousee useammin sekä monipuolisemmin esille horisontaalisten fuusioiden toteuttamisen motivaatioiden tutkimisessa. (Walter & Barney 1990, 83)

Tutkijoiden tulisi pitkään jatkuneen vastakkainasettelun sijaan keskittyä siihen, että molemmat inhimilliset motiivitekijät muiden yksittäisten tekijöiden lisäksi vaikuttavat fuusion taustalla toteuttamisen motiiveina. On vaikea erottaa yksittäistä motiivia ja ajatukset tulisi siirtää siihen, että fuusion taustalla voi olla monia eri syitä, joita yritykset tavoittelevat. (Walter & Barney 1990, 84)

Yleinen teoria fuusioihin liittyen sisältää monia faktoja tapahtumasta. Esimerkiksi Banerjee ja Eckard (1998) havaitsivat, että ensimmäisen fuusioaallon aikana 1897–1903 fuusioituvien yritysten kilpailijat kärsivät huomattavia tappioita, joka on ristiriidassa perinteistä teoriaa vastaan. Havainto on kuitenkin sama kuin mitä tällä tutkimuksella on



löydetty kilpailullisten markkinoiden tapauksessa, jossa käsitellään toisiaan muistuttavien yritysten fuusioita ja vallitsevilla markkinoilla yritysten kustannukset ovat myös lineaariset. Perinteisen oletuksen mukaan fuusion myötä yritys ”katoaa”. Todellisuudessa ostetut yritykset harvoin häviävät vaan ajan myötä niistä tulee osa monimutkaisempaa organisaatiota. Tällä saattaa olla merkittävä vaikutus yrityksen toimialan markkinoihin, mikä tarjoaa uuden perusteen fuusion toteuttamiselle. (Huck ym. 2004, 583)

## **5. KOHDEYRITYKSEN TARKASTELU**

### **5.1 Yhtiö**

Tässä luvussa tarkastellaan tutkimuksen kohdeyritystä. Kohdeyrityksen tarkastelu on suoritettu tutustumalla kohdeyrityksestä julkaistuihin materiaaleihin sekä keskustelemalla yrityksen johdon kanssa teemahaastatteluissa. Lemminkäinen on Suomessa ja kansainvälisillä markkinoilla toimiva rakennuskonserni. Konsernin toimialoja ovat talonrakentaminen, infrarakentaminen, talotekniikka ja rakennustuotteet. Yhtiön päämarkkina-alueita ovat kotimaanmarkkinoiden lisäksi koko Itämeren alue. Kansainvälistyminen on edennyt yhtiön mukaan rakentamisen erikoisosaamisen avulla.

Lemminkäinen-konsernin liikevaihto vuonna 2009 oli noin 2,0 miljardia euroa. Kansainvälisen liiketoiminnan osuus oli runsas neljännes yhtiön koko liikevaihdosta. Konsernin palveluksessa on n. 8600 ihmistä, joista kolmasosa työskentelee ulkomailla. Konsernin emoyhtiö Lemminkäinen Oyj:n osake on noteerattu NASDAQ OMX Helsingissä.

**Taulukko 5.1: Kohdeyrityksen liikevaihto, tulos ja taloudellinen asema vuonna 2009**

<b>milj. euroa</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>
<b>Liikevaihto,</b>	<b>1 964,4</b>	<b>2481,8</b>	<b>2 174,1</b>
josta kansainvälistä			
liiketoimintaa	527,1	676,7	581,6
Liikevoitto	23,3	123,2	127,2
Liikevoitto-%	1,2	5,0	5,8
Tulos ennen veroja -10,0		91,0	111,2
Tilikauden tulos, -23,7		63,5	80,6
josta emoyhtiön			
omistajien osuus -26,1		55,9	72,9
Tulos/osake, euroa -1,53		3,28	4,29
Osinko/osake	0,00	0,90	1,80
<b>Sijoitetun pääoman</b>			
<b>tuotto, %</b>	<b>5,4</b>	<b>17,7</b>	<b>20,7</b>
Oman pääoman			
tuotto, %	-7,4	19,2	27,5
<b>Omavaraisuusaste,</b>			
<b>%</b>	<b>31,4</b>	<b>26,2</b>	<b>32,7</b>
Nettovelkaantumisaste,			
%	108,6	98,4	87,2
Rahavarat	74,4	250,1	78,5
Korolliset velat.	399,1	586,5	357,0

Lemminkäinen konsernin toiminnalle tulee vuonna 2010 täyteen 100 vuotta. Toiminta on lähtenyt liikkeelle vuonna 1910 asfalttiosakeyhtiö Lemminkäisen perustamisella helsinkiläisten rakennusmestarien erikoisliikkeeksi ja alaurakoitsijaksi. Yhtiön toiminta laajentui hillitysti seuraavien vuosikymmenten aikana. Yhtiön ydinliiketoimintaa oli erilaisten rakennustuotteiden valmistaminen. Sota-ajan jälkeen Lemminkäinen nousi Suomen asfalttialan markkinajohtajaksi mm. merkittävien yritysostojen kautta.

1970-luvulla kansainvälinen monipuolisia rakentamista harjoittava yritys alkoi kehittyä. Vienti suuntautui aluksi Afrikkaan ja vanhaan Neuvostoliittoon. Vuonna 1975 Lemminkäinen hankki Oy Alfred A. Palmberg Ab:n osake-enemmistön ja konsernin talonrakennustoiminta keskitettiin Palmbergiin. Talotekniikkayritys Tekmanni ostettiin vuonna 2000.

Historiansa aikana Lemminkäinen on kasvanut yritysostojen avulla. Vuodesta 2008 alkaen Lemminkäinen konsernin toimialat ovat olleet talonrakentaminen, infrarakentaminen, rakennustuotteet ja talotekniikka. 2009 Vuoden lopussa toteutetun fuusion jälkeen talonrakentamisen ja infrarakentamisen toimialoille muodostetut uudet yhtiöt ovat Lemminkäinen Talo Oy ja Lemminkäinen Infra Oy ja Lemminkäinen Talotekniikka Oy.

## **5.2 Liiketoiminta**

Lemminkäisen liiketoiminta on jaettu neljään toimialaan. Talonrakentamisessa toimii Lemminkäinen Talo Oy tytäryhtiöidensä kautta. Infrarakentamisessa toimii Lemminkäinen Infra Oy Tytäryhtiöineen. Talotekniikassa toimii Lemminkäinen talotekniikka Oy tytäryhtiöineen. Rakennustuotteissa toimivat Lemminkäisen rakennustuotteet Oy ja Omni Sica Oy. Emoyhtiö Lemminkäinen Oyj vastaa muun muassa konsernin johtamisesta sekä konsernitason rahoituksesta, taloushallinnosta, henkilöstöhallinnosta, lakiasioista ja viestinnästä.

### **5.2.1 Talonrakentaminen**

Talonrakentamisessa Lemminkäinen on yksi suomen suurimmista ja kokeneimmista talonrakentajista. Toimialan palveluihin kuuluvat asuntorakentaminen, liike- ja toimistorakentaminen, teollisuus- ja logistiikkarakentaminen sekä urheilu- ja vapaa-ajan rakentaminen. Yhtiö toimii tytäryhtiöiden kautta alueellisesti lähellä asiakkaitaan. Koko suomen kattavan alueellisen toimintamallin avulla Lemminkäisen rakentajat ymmärtävät alueelliset olosuhteet sekä paikalliset elinkeino- sekä väestörakenteen erityispiirteet.

### **5.2.2 Infrarakentaminen**

Lemminkäisen infrarakentamisen liiketoiminta-alueet ovat päällystys, kiviaines ja yhdyskuntarakentaminen. Yhtiöllä on omaa asfaltti – ja kiviainestuotantoa. Päämarkkina-alueena infrarakentamiselle toimii Itämeren ympäristö ja kansainvälisen liiketoiminnan osuus onkin noin puolet toimialakohtaisesta liiketoiminnasta.

### **5.2.3 Talotekniikka**

Lemminkäinen on liikevaihdoltaan Suomen toiseksi suurin asennus, huolto, ja ylläpitopalveluiden toimittaja. Konsernin talotekniikasta vastaa Lemminkäinen talotekniikka Oy tytäryhtiöineen. Toimialan liiketoiminta-alueita ovat talotekniikka, kiinteistötekniikka ja teollisuuden erityistarpeet. Näiden avulla asiakkaalle on

mahdollista tarjota kokonaisvaltaista palvelua koko kiinteistön elinkaaren suunnitteluvaiheesta ylläpitoon asti. Toimipisteitä sijaitsee 36 paikkakunnalla Suomessa.

#### **5.2.4 Rakennustuotteet**

Lemminkäinen valmistaa, myy ja urakoi katto- ja vedeneristystuotteita sekä betoni- ja ympäristötuotteita ja tarjoaa urheilurakentamisen tuotteita. Rakennustuotteen-toimialan päämarkkina-alue on Suomi, mutta myös kansainvälinen liiketoiminta kasvaa tasaisesti. Lemminkäisellä on rakennustuotteiden myyntiorganisaatiot Virossa ja Puolassa, urakointiorganisaatio Venäjällä ja osakkuusyritys Ruotsissa. Katemateriaaleja ja betonielementtejä viedään muihinkin maihin. Tavoitteena on säilyttää vahva markkina-asema kaikilla toimialueilla Suomessa sekä kasvattaa vientiä Venäjälle ja Itämeren alueen maihin

### 5.3 Strategia ja toteutettu fuusio

5.11.2009 Lemminkäinen uudisti strategiansa vuosille 2010–2013. Uuden strategian lähtökohtana on nykyisten liiketoimintojen vahvistaminen ja panostaminen kasvumahdollisuuksiin. Uudistettu Strategia on myös talonrakentamisen kehittämisen perusta. Tavoitteena on vahvistaa Lemminkäisen kilpailukykyä ja tehostaa sen kehitystä yhtenä suomen suurimmista talonrakentajista. Lemminkäinen Talo Oy:n tytäryhtiöiden toiminnassa otetaan käyttöön alueellinen toimintamalli 1.1.2010 lähtien. Aluemallin käyttöönoton jälkeen Lemminkäinen Talo Oy:llä on seitsemän operatiivista tytäryhtiötä aiemman 12 sijaan.

Vuosien 2009 ja 2010 vaihteessa toteutettu talonrakentamistoimialan yritysjärjestely oli Lemminkäinen-konsernin uuden strategian mukainen toimenpide, jolla emoyritys yhtenäistää toimintoja sekä myös vähentää yksittäisten tytäryritysten määrää. Toimitusjohtaja Timo Kohtamäki pohtii yritysjärjestelyä seuraavalla tavalla: ”Markkinatilanteen muutokseen on sopeuduttava pitkällä aikavälillä. Markkinat supistuvat, joten toiminnan on oltava tehokasta, ja tätä tavoittelemme toimintoja yhdistelemällä.”

Lemminkäisellä on pitkä, tähän vuoteen tultaessa 100-vuotinen historia, jonka aikana yritys on kasvanut merkittäväksi rakennusalan toimijaksi Suomessa sekä kansainvälisillä markkinoilla. Toimitusjohtaja Kohtamäen mukaan Lemminkäisen historiassa kasvun tapana ovat olleet yksittäiset yritysostot, jotka yrityskaupan jälkeen on pidetty omina yksittäisinä tytäryhtiöinä, ja niiden avulla Lemminkäinen-konserni on kasvanut. Lemminkäinen-konserni onkin ollut suuri ryhmä pk-yrityksiä ja emo, joka on listattu pörssissä. Toimitusjohtaja Kohtamäki toteaa asiasta seuraavasti: ”Markkinatilanteen muutos ja siihen sopeutuminen on uusi haaste Lemminkäiselle. Myös se, että Lemminkäinen-konserni on ollut ryhmä pk-yrityksiä mutta emo yritys on listattu pörssissä vaikuttavat organisaatorakenteen muuttumiseen, ja pörssiyritystä koskevat velvollisuudet on täytettävä.”

Uuden strategian ja toteutetun fuusion välillä toimitusjohtaja Kohtamäki näkee selkeän yhteyden ja sanoo: ”Markkinatilanteen muutos ja taantuma maailmantaloudessa loppuvuodesta 2008 aiheuttivat sen, että yrityksen kulurakennetta oli muutettava. Markkinat ovat pienemmät, toimintaa on vietävä lähemmäksi ihmisiä.”

Lemminkäisen uuden strategian mukaan yritys vahvistaa nykyisiä liiketoimintojaan ja aikoo myös panostaa kasvumahdollisuuksiin yrityksen omilla vahvuusalueilla. Kohtamäki onkin luottavainen kasvun suhteen ja kertoo: ”Yhtenäisten toimintatapojen avulla tulevaisuuden kasvunäkymät ovat optimistiset. Markkinoiden ja asiakkaiden kiinnostus kokonaisvaltaiseen palveluun ovat olemassa”

### **5.3.1 Tavoitteiden seuranta ja aikataulu**

Lemminkäisen yhtenäinen ilme ja brändi lanseerattiin vuoden 2009 lopussa emoyhtiön ilmoittaessa fuusiosta. Myös uudet tytäryritysten nimet ja organisaatorakenne otettiin käyttöön vuoden alusta 2010. Juridisesti fuusio saatettiin loppuun 1.6.2010. Toimitusjohtaja Kohtamäki uskoo vuoden 2010 olevan vielä sopeutumisen vuosi, jolloin esimerkiksi mahdollisia synergiaetuja ei vielä välttämättä ole havaittavissa. Tavoitteiden toteutumisen aikataulusta Toimitusjohtaja Kohtamäki kertoo seuraavasti: ”Prosessin toteuttaminen on vienyt avainhenkilöiltä aikaa, jolloin keskittyminen jokapäiväiseen työntekoon on hieman kärsinyt.” Vuoden 2011 aikana taloudellisia etuja odotetaan syntyvän ja vuosien 2012–2013 ajan suunnitellaan olevan kasvun vuosia. ”Kannattavuutta tavoittelemme liikevaihdon kasvulla ja kulurakenteen paranemisella” toteaa Kohtamäki.

Rahoitusjohtaja Robert Öhmanin mukaan esimerkiksi taloudelliset hyödyt ovat helpompia laskea kulupuolelta mutta yrityksen liikevaihtoon voi vaikuttaa merkittävästi markkinatilanteen muutos, jota ei ole mahdollista tarkasti ennakoida. Hyödyistä rahoitusjohtaja Öhman kertoo: ”Hyödyt ovat jo nähtävissä. Prosessin seuranta on tärkeää. Muutosjohtaminen ja muutokseen sopeutuminen on ratkaisevaa, sillä muutos on pysyvä olotila, jonka kanssa on pystyttävä elämään.”



### 5.3.2 Fuusion suunnittelu

Markkinatilanteen muutos ja maailmantalouden suhdanteen muutos vaikuttivat suunnitelmaan yritysjärjestelystä. Robert Öhman toteaa; ”Talouselämässä yritysten tekemät muutokset ovat ehkä helpommin perusteltavissa suhdanteiden muuttuessa. Kun menee hyvin, on haastavaa pitää saavutettu taso. Yritysten pyrkiessä nopeampaan muutoksen yrityskauppa ja fuusio ovat käytettävissä olevia keinoja”. Vuonna 2009 alkanut suunnittelu kesti vuoden loppuun asti ja uuden vuoden vaihtuessa uuden strategian myötä myös fuusio toteutettiin. ”Suunnitteluvaiheessa selvitettiin markkinoiden ja asiakkaiden nykytila. Rakenne – ja kulupuolen suunnittelu olivat keskeisiä yrityksen sisäisiä asioita suunnitteluvaiheessa. Haastavinta suunnitelman toteuttamisessa olivat vähemmistöosuuksien purkaminen, sillä tytäryhtiöiden reilusta määrästä johtuen yritysten johtajilla oli erilaisia intressejä” toteaa Robert Öhman.

Suunnitelmaa vaikeutti myös se, että tytäryritysten väliset erot olivat merkittäviä. Rahoitusjohtaja Öhman jatkaakin vielä, että: ”Yhteisten johtamistapojen kehittäminen sekä vähemmistöosuuksien purkaminen olivat haastavimmat kohdat suunnitelmaa tehtäessä ja toteutettaessa. Pääasia oli kuitenkin löytää yhteinen tapa Lemminkäiselle.”

Toimitusjohtaja Kohtamäki kertoo: ”Yhtenäisten kokonaisuuden luominen sekä toimintatapojen vieminen koko yritykseen ovat aiheuttaneet myös merkittävää muutosvastarintaa henkilöstön keskuudessa”. Yhteiseen ilmeeseen kuuluvat myös alueittain esimiesten yhteinen esiintyminen, ja viestiminen henkilöstölle. Johdon mukaan henkilöstötyytyväisyyskyselyitä teetetään jatkuvasta, jotta johdon on helpompi seurata toimenpiteiden vaikutuksia.

## 5.4 Synergioiden ennakointi

Seuraavassa on tarkoitus kuvata kohdeyrityksen toteuttaman fuusion mahdollisia synergiaetuja ja samalla syitä ja motivaatioita fuusion toteuttamiselle. Aiemmin luvussa 3.2 Syngiat jaettiin toiminnalliseen, rahoitukselliseen ja johtamissynergiaan. Toiminnallisia synergiaetuja voidaan saavuttaa yhdistämällä täydentäviä toiminnallisia yksiköitä tai jakamalla tietämystä yhdistyvien yksiköiden kesken. Potentiaaliset synergiaedut toteutuvat toiminnallisen synergian tapauksessa esimerkiksi yrityksen tietyn liiketoiminnan kustannusten vähenemisenä. Johtamissynergia toteutuu, kun huonosti menestyvä yritys liitetään toisen yritykseen, jonka johdon uskotaan tuovan esiin yrityksen potentiaalin. Rahoituksellisen synergian toteutuessa pystytään alentamaan pääoman kustannuksia.

Toteutettua fuusiota pyrittiin ymmärtämään yritysjohton kanssa toteutettujen keskustelujen avulla sekä tutustumalla yrityksen tarjoamiin julkaisuihin, kuten vuosikertomuksiin, Internet-sivuihin sekä erilaisiin tiedotteisiin ja julkaisuihin tutustumalla, mitkä liittyvät päätökseen fuusiosta sekä uudesta strategiasta. Pörssiyhtiön säännöksistä johtuen tutustuttava materiaali on kokonaisuudessaan julkisesti saatavissa ja yritysjohton henkilökohtaisiin dokumentteihin ei ollut oikeutta.

### 5.4.1 Toiminnallinen Synergia

Yritysjohton kanssa käytyjen keskustelujen perusteella fuusiolla pyritään yhtenäistämään yrityksen toimintaa ja sopeutumaan markkinatilanteeseen. Tavoitteena on kasvattaa yrityksen liikevaihtoa sekä parantaa kulurakennetta. Yritys tavoittelee myös suurempaa markkinaosuutta. Toimitusjohtaja Kohtamäki kertoo seuraavaa: ”Yhteisten tapojen luominen ja kokonaisuuden vieminen koko yrityksen toimintatapoihin on merkittävässä roolissa. Muutamme aiemmat toimintatavat ja luomme hyvän tavan kasvaa”. Yhteisten toimintatapojen luomiseen kuuluu yhtenäisen konsernitason toiminnanohjausjärjestelmän kehittäminen. Toimialatasoiset raportointierot ja tytäryritysten määrä ovat aiheuttaneet suuren määrän raportointikustannuksia yritykselle joita yritys uskoo pystyvänsä vähentämään fuusion avulla.

Emoyhtiönä Lemminkäinen Oyj on julkisesti noteerattu pörssiyritys, jonka toiminnan taloudellista raportointia määrittelevät kansainväliset standardit kuten IAS ja IFRS standardit. Yhtenäisen linjan luominen taloudelliseen raportointiin on mahdollista ja yksinkertaisempaa konsernirakenteen muutoksen myötä. Raportoinnilla pyritään tukemaan emoyhtiön raportointitapaa. Toimitusjohtaja Kohtamäki toteaa: ”Tämän avulla saavutetaan kustannussäästöjä sekä järjestelmien kehittäminen on myös mahdollista.”

Osana päätöksentekoa oli myös omistajarakenteen selkeyttäminen. Aikaisemman kasvun perusteena olleet alueelliset yritysostot eri toimialoilla ja yritysten haltuunotto suoritettiin niin, että Lemminkäinen Oyj:n tytäryhtiöiden johdolle jäi vähemmistöosuus yrityksestä. Fuusioon liittyy keskeisenä myös vähemmistöosuuksien lunastus ja uuden tytäryhtiöiden johdon palkitsemisjärjestelmän luominen, joka on osa yhtenäisen toimintatavan toteuttamista. Rahoitusjohtaja Öhman toteaa: ”Johtamismalli tulee toteuttaa yhtiöiden hallitusten kautta jokaisella tytäryhtiöllä. Tämän avulla tehostetaan toimintaa. Keskeisille henkilöille on tarjottava aikaa tekemiseen. Emo ohjaa toimintaa”.

Liiketoiminnan kasvua kohdeyritys tavoittelee tarjoamalla ammattitaitoista ja kokonaisvaltaista palvelua asiakkaalle. Liikevaihdon kasvu onkin yksi kolmesta taloudellisesta tunnusluvusta, joille on ilmoitettu tavoitearvot strategian toteuttamisen seurantaan. Strategian mukaan tavoitellaan 10 % kasvua liiketoiminnassa vuositasolla. Yrityksen näkyvyyttä parannetaan yhtenäisen ilmeen avulla. Fuusion avulla yritysjohto uskoo pystyvänsä luomaan lisäarvoa liiketoiminnalla jolloin se pysyy jatkossakin houkuttelevana sijoituskohteena. Merkittävin haaste on toiminnallisen puolen yhdistäminen, tuloksenteon pitäminen. ”Robert Öhman toteaa: ”Kaupanteko on helppoa, työ alkaa vasta kaupan jälkeen ja integrointiprosessi on haastava.”

Lemminkäisen seuraavan strategiakauden taloudelliset päätavoitteet ovat kannattava kasvu ja konsernin vakavaraisuuden vahvistaminen. Painopisteet ovat korjausrakentaminen, talotekniikka, Venäjän asuntorakentaminen ja Pohjoismaiden infrarakentaminen. Konsernirakennetta yksinkertaistetaan ja brändi yhtenäistetään

tavoitteena yksi yhtenäinen Lemminkäinen. Osinkona pyritään jakamaan vähintään 40 % tilikauden tuloksesta.

**Taulukko 5.2: Osavuositarkastuksen 1-3/2010 tulos ja taloudellinen asema**

<b>Tunnusluvut, milj. euroa</b>	<b>1-3/2010</b>	<b>1-3/2009</b>	<b>1-12/2009</b>
<b>Liikevaihto</b>	<b>284,4</b>	<b>343,5</b>	<b>1 965,5</b>
Liikevoitto	-28,5	-6,9	23,2
<i>Liikevoitto-%</i>	<i>-10,0</i>	<i>-2,0</i>	<i>1,2</i>
Tulos ennen veroja	-33,9	-16,7	-10,2
Tilikauden tulos	-26,4	-13,3	-23,8
<b>Omavaraisuusaste, %</b>	<b>33,7</b>	<b>25,5</b>	<b>31,0</b>

Strategian mukaisia tunnuslukujen tavoitteita ovat liikevaihdon kasvu 10 %, omavaraisuusaste 35 % ja sijoitetun pääoman tuotto 18 %. Osavuositarkastuksen tuloksesta voidaan nähdä, että vuoden 2010 aikana ensimmäisellä neljänneksellä liikevaihdon kasvua ei ole saavutettu edelliseen vuoteen verrattuna. Sen sijaan Omavaraisuusasteen voidaan havaita parantuneen ja lähentelevän tavoiteltua 35:tä prosenttia

#### **5.4.2 Johtamissynergia**

Johtamissynergia toteutuu synergiateorian mukaan kun fuusion taustalla on ollut yrityksen toiminnan parantaminen ja tuloksenteon potentiaalinen tuominen esiin uuden johdon avulla. Kohdeyrityksen toteuttaman fuusion voidaan ajatella tuottavan johtamissynergian mukaisia synergiaetuja.

Toteutetun fuusion aikana tytäryritysten johtohenkilöiden työtehtävät muuttuivat ja lähes jokaisen tehtävät vaihtuivat. Osa sopeutui uusiin työtehtäviin. Suurin yksittäinen muutos oli talonrakentamisen toimialajohtajan ja samalla Lemminkäinen talo Oy:n

toimitusjohtajan vaihtuminen. Uudeksi toimitusjohtajaksi nimettiin Tampereen talonrakennustoimialan tytäryhtiön toimitusjohtaja. Palkitsemisjärjestelmä sekä vähemmistöosuuksien lunastus emoyhtiön osakkeita vastaan voidaan katsoa merkittävimmäksi tytäryritysten johtohenkilöitä ajatellen. Tämä muuttaa myös johtamistapaa, jota on tarkoitus yhdenmukaistaa konsernikohtaisesti.

Lemminkäisessä on tapana kierrättää johtohenkilöstöä. Toimitusjohtaja Kohtamäki kertoo, että 30 johtajasta vain kahden johtajan työtehtävät eivät muuttuneet. Järjestelyn myötä tehtäviä sekä poistuu, että tulee myös lisää. Henkilöstöä kierrätetään myös toimialojen välillä. Toimitusjohtaja Kohtamäki toteaa: ”Yritysjohdon kanssa käydyissä keskusteluissa nousi esille se, että fuusion avulla pyritään yhtenäistämään myös esimiestoimintaa toimialojen välillä, jotta esimerkiksi strategiien viestiminen henkilöstölle sujuisi selvemmin”. Konsernirakenteen yksinkertaistamisen uskotaan myös antavan tytäryritysten johdolle enemmän aikaa keskittyä työntekoon yritysten hallinnon selkeyttämisen ja yhdenmukaistamisen myötä. ”Esimiestyön haasteena on strategiien viestiminen henkilöstölle ja sitä aiomme parantaa. Johtamismallin muutokset ovat jo nähtävissä” sanoo toimitusjohtaja Kohtamäki.

#### **5.4.3 Rahoituksellinen synergia**

Rahoituksellisen synergian esiintymistä voidaan ennakoida konsernirakenteen yksinkertaistamisen myötä tapahtuvana pääoman kustannusten alentumisena. Tytäryritysten vähemmistöosuuksien lunastaminen ja johdolle suunnattu osakeanti aiheuttavat muutoksia yrityksen pääomarakenteessa ja tällä tavoitellaan Robert Öhmanin mukaan muun muassa synergiaetuja. Fuusion taustalla yritysjohtajan haastattelujen perusteella on rahoituksellisesta näkökulmasta konsernin kulurakenteen parantaminen, jota tavoitellaan myös pääoman kustannuksia alentamalla. Uuden strategiien mukaan yksi kolmesta tärkeimmästä taloudellisesta mittarista strategian onnistumista arvioitaessa on yrityksen omavaraisuusaste, jolle konsernin johto on asettanut tavoitteeksi vähintään 35 %. Tunnuslukua seurataan vuosittain.

## 5.5 Synergioiden toteutuminen

Synergioiden toteutumisen määrittämisessä ei ole käytetty tarkempaa taloudellista analyysia yrityksen taloudellisista tunnusluvuista, sillä se ei ole tämän tutkimuksen kannalta keskeistä. Edellä on kuitenkin esitetty lukuja kohdeyrityksen vuoden 2010 ensimmäisen neljänneksen osavuositarkastuksesta. Prosessi on käynnistetty vuoden 2009 lopussa, joten yritysjohton kanssa käytyjen keskustelujen perusteella vuoden 2011 jälkeen on mahdollista tehdä johtopäätöksiä tunnuslukujen perusteella. Mahdollisesti jatkotutkimuksen avulla voitaisiin selvittää potentiaalisten synergioiden ja fuusiolle asetettujen tavoitteiden toteutumista. Yritysjohton mukaan fuusiolla tavoitellaan liikevaihdon kasvua ja kulurakenteen paranemista yksinkertaistamalla organisaattiorakennetta ja yhdistämällä toimintoja sekä toimintatapoja. Taustalla on myös maailmantalouden suhdanteen muutos sekä sopeutuminen muuttavaan markkinatilanteeseen ja markkinaosuuden kasvattaminen.

Toiminnallisen synergian esiintymisessä yleisimpänä on havaittu kustannussäästöt, joita syntyy yritysten yhdistellessä toimintojaan poistaen päällekkäisiä toimintoja. Kustannussäästöjen on havaittu olevan suurimpia silloin kuin kaksi saman toimialan ja samoja asiakkaita palvelevaa yritystä yhdistyvät. (Eccles, Lanes & Wilson, 1999, 141) Kohdeyrityksen tapauksessa fuusiot ovat toteutettu samalla toimialalla toimivien yritysten välillä, joten edellytyksiä toiminnallisten synergiaetujen toteutumiseen voidaan todeta olevan. Luvussa 3.2 esitellyn synergiateorian mukaan yritykset saavuttavat synergiaetuja liiketoimintojen yhdistämisestä, kuin yhdistämisen jälkeinen suorituskyky on parempi kuin erikseen toteutettuina liiketoimintojen yhteenlaskettu summa (Ansoff 1965, 75). Yhdistymisen jälkeistä suorituskykyä ei tämän tutkimuksen kohdeyrityksen kohdalla tutkimusta varten kerättyjen tietojen perusteella voida määrittää. Tutkimuksen tarkoituksena on pyrkiä lisäämään ymmärrystä fuusion toteuttamisesta kohdeyrityksen avulla. Voidaankin todeta, että tutkimuksen kohdeyrityksen tekemällä fuusiolla tavoitteellaan vallitsevaan teoriaan nähden synergiaetuja, joiden toteutumista voidaan mitata vasta tulevaisuudessa. Fuusiolla tavoiteltavat taloudelliset edut ovat luonteeltaan samanlaisia kuin aihealueen tutkimusten mukaan fuusiolla tavoitellaan.

Johtamisen synergiaetuja on tutkimusten (katso esimerkiksi Trautwein, 1990, 284; Sharma & Ho, 2002, 163–164) mukaan tavoiteltu vaihtamalla yrityksen johto tavoitteena uuden johdon avulla saavuttaa suurempaa markkinaosuutta ja saada enemmän irti yrityksen potentiaalisesta tuloksenteosta. Slusky & Caves (1991, 277) ovat tutkimuksessaan todenneet muun muassa sen, että johtamisen synergiaetuja voi uuden yritysjohton avulla saavuttaa vastaamalla paremmin markkinoiden vaatimukseen erilaisilla omilla toimintatavoillaan. Uusi yritysjohto voi saavuttaa synergiaetuja muuttamalla yrityksen pääomarakennetta radikaalisti aikaisempaan johtoon verrattuna. Tutkimuksen kohdeyrityksen toteuttaman fuusion myötä kolmenkymmenen johtaja-asemassa olevan työntekijän työtehtävät muuttuivat ja yritykseen nimettiin prosessin suunnittelun aikana uusi rahoitusjohtaja. Tämän perusteella voidaan todeta, että johtamissynergiaetuja tulisi tutkimuksen kohdeyrityksellä ilmetä. Todennäköisyyttä vallitsevaan teoriaan nähden synergiaetujen toteutumiseen lisää myös se, että yrityksessä on tapana kierrättää johtajien työtehtäviä toimialojen kesken, joka teorian mukaan mm. (Slusky & Caves 1991, 227) edesauttaa teorian mukaisten synergiaetujen toteutumisessa. Todettakoon kuitenkin, että Sharman ja Ho:n (2002, 164) mukaan, jotta johtamissynergiaa olisi havaittavissa, uuden yritysjohton on pystyttävä parempaan operatiiviseen tulokseen sekä markkina-arvon kasvattamiseen.

Rahoituksellisia synergia etuja syntyy Trautweinin (1999, 284) mukaan yrityksen muuttaessa pääomarakennettaan ja vähentämällä pääoman kustannuksia. Tämän tutkimuksen kohdeyrityksen toteuttaman fuusion yksi merkittävimmistä osista oli tytäryritysten vähemmistöosuuksien lunastaminen sekä suunnattu osakeanti uuden palkitsemisjärjestelmän luomiseksi avainhenkilöille. Yritysjohton mukaan toimenpiteellä tavoitellaan kustannussäästöjä pääomarakennetta muuttamalla ja yksinkertaistamalla. Rahoitusjohtaja Robert Öhmanin mukaan tuloksia on jo havaittavissa. Edellytykset rahoituksellisten synergiaetujen toteuttamiselle ovat vallitsevan teorian sekä empiiristen havaintojen mukaan olemassa.

Muun muassa Larsson ja Finkelstein (1999, 1) ovat tutkimuksessaan havainneet, että yritysten toteuttaessa fuusioita potentiaalisia synergiaetuja syntyy todennäköisimmin silloin, kun fuusioituvat yritykset ovat keskenään samankaltaiset tai organisaatiot

toisiaan täydentäviä. Potentiaalisten synergiaetujen toteutumiseen vaikuttavat myös yritysten yhdistymisprosessin toteuttaminen sekä työntekijöiden vastustus. Luvussa 2.2 on esitelty fuusiotyypit, joiden avulla voidaan selittää fuusioituvien yritysten samankaltaisuus ja täydentävyys. Horisontaalisessa fuusiossa yhdistyvät yritykset toimivat samalla toimialalla ja palvelevat samoja asiakkaita sekä mahdollisesti myös kilpailevat samoista asiakkaista. Vertikaalisessa fuusiossa fuusioituvat yritykset voivat toimia esimerkiksi tuotantoketjun eri vaiheissa. Yritysten toimiminen samalla toimialalla ei tarkoita, että yritysten organisaatiot olisivat yhteneviä tai toisiaan muistuttavia.

Tutkimuksen kohdeyrityksen tapauksessa on toteutettu tytäryritysfuusio ja fuusioidut yritykset konsernin eri liikatoiminta-aloilla toimivat samalla toimialalla. Toteutettu fuusio voidaan vallitsevan teorian mukaan todeta horisontaaliseksi. Montgomeryn ja Singhin (1987), Larssonin ja Finkelsteinin (1991) tutkimusten mukaan toisiaan muistuttavien yritysten fuusioituessa synergiaetujen toteutuminen on todennäköisintä, joten tutkimuksen kohdeyrityksen toteuttaman fuusion voidaan ajatella tarjoavan potentiaalisia synergiaetuja edellä mainitusta teoreettisesta näkökulmasta. Myös Carponin (1991, 1988) tutkimuksen mukaan kustannussäästöistä tai tulovirtojen lisääntymisestä seuraavien synergiaetujen lisäksi horisontaalisen fuusion avulla on mahdollista parantaa yrityksen taloudellista tehokkuutta välillisesti monin eri vaihtoehtoin.

Yritysjohdon kanssa käytyjen keskustelujen perusteella selvisi se, että ennen fuusion toteuttamista ei käyty sen tarkemmin läpi eri tytäryritysten organisaatioiden yhteneväisyyksiä, joiden avulla olisi selvitetty tarkemmin, mitkä yritykset kannattaisi yhdistää keskenään. Fuusio toteutettiin alueellisen jakoon perustuen. Johdolla oli kuitenkin selkeä käsitys siitä, että toiminta- sekä johtamistavat eri tytäryritysten kesken olivat hyvinkin erilaisia, koska aiemmin konsernissa ei ole ollut yhtenäisiä toimintatapoja. Tytäryritysten oli annettu toimia ja kasvaa omina yrityksinään.



Barkeman ja Schijen (2008, 696) tutkimuksen mukaan fuusioituvien yritysten organisaatioiden strateginen yhteneväisyys ja täydentävyys tarjoavat paremman mahdollisuuden ennakoitujen synergioiden realisoitumiselle. Kuitenkin tutkijat päätyivät tutkimuksessaan siihen johtopäätökseen, että ongelmaksi potentiaalisten synergioiden realisoitumisessa muodostui oikeanlaisen suunnittelun puute potentiaalisten kohteiden organisaatioista ja strategioista. Tutkimuksen kohdeyrityksen synergioiden realisoitumiseen voi siis mahdollisesti vaikuttaa se, että yhdistyviä organisaatioita ei yritysjohdon kanssa käytyjen keskustelujen mukaan tutkittu sen tarkemmin.

Potentiaalisten synergioiden toteutumiseen vaikuttaa koko fuusioprosessin suunnittelu ja toteuttaminen. Horisontaalisten fuusioiden on tutkimusten mukaan (katso esimerkiksi Montgomery & Singh 1987, 387; Larsson & Finkelstein 1999, 15–17) havaittu tarjoavan parhaiten potentiaalisia synergiaetuja. Toisaalta ennakoitujen synergioiden esiintymiseen vaikuttaa vahvasti yritysten samankaltaisuuden lisäksi se, kuinka hyvin fuusioprosessin aikana yritysten toiminnot pystytään yhdistelemään. Fuusioprosessin aikana ovat havaittu tärkeäksi myös kuinka hyvä vuorovaikutus yhdistyvien yritysten välillä on ja kuinka hyvin yritykset pystyvät toimimaan keskenään. (Larson & Finkelstein 1999, 16)

Monet fuusiot ovat epäonnistuneet siksi, että tapahtumaa ei ymmärretä käytännössä. Fuusioprosessin onnistumiseen vaikuttaa myös kuinka uutta syntynyttä organisaatiota johdetaan. Tämä viittaa johtamisen synergian ilmenemiseen. Mikäli fuusioituvien yritysten johtamistyyli on lähellä toisiaan, on sen huomattu vähentävän työntekijöiden vastustusta ja näin auttavan potentiaalisten synergioiden realisoitumisessa. (Larson & Finklestein, 1999, 17)

Yhteisen johtamistavan luomiseen ja eri organisaatioiden integraatioon voivat Duckerin (1985) mukaan auttaa organisaatiokulttuurin tarkkailu sekä johtajien toimien vaihtaminen. Fuusion jälkeinen organisaatioiden yhdistäminen riippuu fuusion tavoitteista sekä yritysten piirteistä kuten koosta. Porter (1985) ehdottaa liittämään

liiketoiminnan yksiköt noudattamaan strategiaa, joka tähtää synergioihin. (Trautwein 1990, 292)

Tutkimuksen kohdeyrityksen kohdalla fuusioprosessin myötä pyritään myös johtamistyyliä koko konsernin sisällä yhtenäistämään. Toimintojen yhdistämisestä toimitusjohtaja Kohtamäki kertoo: ”Yhteisten tapojen luominen on keskeinen tavoite. Yhteisen kokonaisuuden saaminen koko yrityksen toimintatapoihin vaatii aikaa. Pienet asiat ovat myös tärkeitä muutoksessa ja toimintaa on suunniteltava. Merkittävät toimenpiteet ja muutos aiheuttavat epävarmuutta henkilöstössä.”

Fuusio ja yrityskauppa ovat keinoja yritysten etsiessä kasvumahdollisuuksia. Carponin (1999, 987) mukaan strategisessa suunnittelussa fuusioilla ja/tai yrityskaupoilla on merkittävä rooli yritysten suunnitellussa tulevaisuuden toimintaa. Toisaalta tutkijoilla ei ole aivan yhtenäistä mielipidettä siitä, että fuusioiden toteuttamisen motivaationa on yrityksen taloudellisen suorituskyvyn parantaminen. Walterin ja Barneyin (1990, 83) mukaan tutkittaessa horisontaalisten fuusioiden toteuttamisen motivaatioita markkinavoimien tavoittelu ja taloudellisen tehokkuuden tavoittelu ovat yleisimmät motivaatiotekijät ja taloudellisen tehokkuuden tavoittelu on lähiaikoina tullut yhä yleisemmäksi.

Tutkimuksen kohdeyrityksen strategia vuosille 2010–2013 pohjautuu toteutetun fuusion ympärille. Rahoitusjohtaja Robert Öhmanin toteaa: ”Tavoitteena on tuottaa lisäarvoa liiketoiminnalle.” Toimitusjohtaja Kohtamäki kertoo markkinatilanteen muutoksen ja tämän aiheuttaman tehokkuuden tavoittelun ja toimintatapojen yhdistelyn olevan keskeisimmät tavoitteet fuusiolle. Fuusion myötä tavoitteet eivät välittömästi toteudu vaan toteutetun fuusion avulla luodaan parempia edellytyksiä asetettujen tavoitteiden saavuttamiselle. Strategian taloudellisten tunnuslukujen tavoitearvoja tavoitellaan parantamalla markkinaosuutta, muuttamalla yrityksen kulurakennetta ja kasvattamalla toiminnan tulovirtaa. Taloudellinen tehokkuus ja markkinavoimat ovat kohdeyrityksellä fuusion taustalla vaikuttavia motivaatiotekijöitä.

## 6. YHTEENVETO JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkimuksen tavoitteena on ollut lisätä ymmärrystä fuusion toteuttamisesta kohdeyrityksen avulla sekä tarkastella fuusion toteuttamista kohdeyrityksen näkökulmasta vallitsevaan teoriaan nähden. Tässä toiminta-analyttista tutkimusotetta lähentelevässä tutkimuksessa aineistonkeruumenetelmänä toimivat teemahaastattelut kohdeyrityksen yritysjohdon kanssa sekä kohdeyritykseltä saatavissa ollut materiaali toteutettuun fuusioon liittyen. Tutkimuksessa on pyritty tulkitsemaan kohdeyrityksen erityistä tapausta. Osallistuva havainnointi ei ole ollut mahdollista aikataulu – ja kustannussyistä johtuen.

Carponin (1999, 1009) mukaan kustannustehokkuus ja voimavarojen rationaalinen sijoittaminen ovat olleet suosituimpia selityksiä lisäarvon muodostumiselle horisontaalisissa fuusioissa. Tutkijat ovat tutkimuksissaan havainneet mainittujen tekijöiden olevan motiivina fuusioille. Pitkän aikavälin kannattavuuden ja fuusion jälkeen tapahtuvan organisaatioiden yhdistymiseen liittyvien toimenpiteiden tutkiminen ei ole saavuttanut vielä suosiota Yhdysvalloissa ja Euroopassa mutta näkökulma on vähitellen alkanut saavuttaa suurempaa suosiota.

Tämän tutkimuksen kohdeyritys on pitkän ajan yritysostojen avulla kasvanut rakennuskonserni, jossa ostetut yritykset on annettu toimia yksittäisinä konsernin tytäryhtiöinä, koska tätä on yrityksessä pidetty onnistuneena kasvustrategiana. Vuoden 2009 lopussa toteutettu fuusio on konsernille askel uuteen yhteiseen johtamiseen, jossa konsernin organisaatorakennetta yksinkertaistettiin ja ajan myötä ostetut tytäryritykset sulautettiin kokonaisuudessaan konserniin ja tytäryhtiöiden määrää vähennettiin. Toimenpiteellä haluttiin sopeutua vallitsevaan markkinatilanteeseen, pyrkiä kasvattamaan yrityksen liikevaihtoa ja parantamaan yrityksen vakavaraisuutta.

Yritysjohdon kanssa käytyjen keskustelujen perusteella, joissa keskustelun pohjana käytettiin haastateltaville ennalta lähetettyä teemahaastattelun runkoa ja erikseen esitettyjä kysymyksiä, haluttiin saada käsitys siitä, mitkä tekijät ovat vaikuttaneet toteutettuun fuusioon. Strategien merkitystä pyrittiin myös selvittämään. Keskustelujen

perusteella oli tarkoitus ymmärtää fuusion toteuttamista vallitsevaan teoriaan nähden. Tutkimuksen tavoitteena on ollut lisätä ymmärrystä fuusion toteuttamisesta. Teorian ja empirian välisellä vuoropuhelulla on tutkimuksessa pyritty tuomaan näkökulmia fuusion toteuttamiseen vaikuttavista tekijöistä kohdeyrityksen avulla. Johtajilta saatujen vastausten ja mielipiteiden perusteella on pyritty tulkitsemaan fuusion toteuttamista kohdeyrityksessä.

Fuusion toteuttamisen motiiveiksi on esitetty teoriassa erilaisia näkökulmia mutta yleisimpänä tutkijat ovat havainneet yritysten tavoittelevan taloudellista tehokkuutta, parempaa markkinaosuutta ja synergiaetuja. Kuten esimerkiksi Shrieves & Stevens (1979, 501) ovat luetelleet syitä fuusion toteuttamiselle: (1) Yritykset pyrkivät fuusioiden avulla saavuttamaan suuremman markkinaosuuden ja sitä kautta enemmän valtaa toimimillaan markkinoilla (2) saavuttaakseen taloudellisia tai/ja rahoituksellisia mittakaavaetuja markkinoilta, (3) Maksimoidakseen yrityksen kasvun tai (4) välttääkseen mahdollisen konkurssin. Myös De Bond (1992, 31) on tutkinut fuusioita taloudellisen tehokkuuden näkökulmasta ja hänen mukaansa synergiaedut ja markkinavoimien hyödyntäminen ovat olleet yritysten motivaatiotekijöitä fuusioita suunniteltaessa ja toteutettaessa.

Edellä mainitut motivaatiotekijät fuusion toteuttamiselle nousevat myös esille tämän tutkimuksen kohdeyrityksen kohdalla. Tavoitteet kuten markkinaosuuden lisäys, liikevaihdon kasvu ja kustannusten vähentäminen kuvaavat juuri toiminnallisten synergiaetujen tavoittelua. Kohdeyrityksen kohdalla taloudellisen tehokkuuden tavoittelu on keskeisessä osassa mietittäessä syitä fuusion toteuttamiselle.

Tutkimuksen kohdeyrityksen johdon kanssa käytyjen keskustelujen perusteella toteutetulla fuusiolla pyritään sopeutumaan vallitsevaan markkinatilanteeseen parantamalla yrityksen kulurakennetta sekä luomaan konsernille yhteiset toimintatavat. Toteutetun fuusion suunnitelman ja toteutuksen käynnistämisen taustalla vaikuttivat merkittävimpiä yleisen taloudellisen suhdanteiden heikkeneminen sekä toiminnan sopeuttaminen toimialalla vallitseviin markkinoihin. Myös yrityksessä tapahtunut

sukupolvenvaihdos on yritysjohton mukaan vaikuttanut fuusion toteuttamiseen ja yhteisten tapojen luomiseen yritykselle.

Trautwein (1990, 285) mukaan fuusioiden toteuttamisen yleisimpänä motiivina voidaan pitää tehokkuusteoriaa, jonka mukaan yritykset tavoittelevat erilaisia synergiaetuja esimerkiksi fuusion avulla. Kyseiset synergiaedut ovat liikevaihdon kasvusta tai kulurakenteen muutoksesta seuraavia synergiaetuja tai mahdollisesti johtamisen synergiaetuja tai rahoituksellisen synergian mukaisia synergiaetuja. Kohdeyrityksen fuusion taustalla näyttäisi olevan konsernirakenteen yksinkertaistamiseksi tehtyjen toimenpiteiden myötä erilaisten synergiaetujen tavoittelu. Synergiaetujen, kuten markkinaosuuden, kustannusten vähentämisen ja liikevaihdon kasvun tavoittelu nousevat esille kohdeyrityksen tapauksessa. Synergiaetuja odotetaan toteutuvan pitkällä aikavälillä.

Muun muassa Carpon (1999, 996) kirjoittaa tutkimuksessaan, että fuusion toteuttamisen jälkeen pitkän aikavälin kannattavuutta mitataan markkinaosuuden muutoksen, myynnin muutoksen ja kannattavuuden avulla sekä toimialan keskimääräisen kannattavuuteen vertailemalla tilannetta ennen ja jälkeen fuusion. Tutkimuksen kohdeyrityksen uuden strategian avainluvut, joiden avulla strategioiden toteuttamista mitataan ja arvioidaan liittyvät kannattavuuteen, liikevaihtoon ja sijoitetun pääoman tuottoon. Yritysjohto seuraa strategian onnistumista edellä mainittujen tunnuslukujen avulla. Yritysjohton kanssa käytyjen keskustelujen perusteella maailmantaloudessa ja toimialalla vallinnut taloudellinen tilanne ja markkinoiden supistuminen pakottivat yrityksen sopeutumaan toimialan markkinatilanteeseen, jonka myötä fuusio päätettiin toteuttaa osana uutta strategiaa. Voidaan ajatella, että yritys pyrkii saavuttamaan toimialallaan enemmän vaikutusvaltaa markkinoilla parantaakseen kannattavuuttaan.

Carponin (1999, 987) mukaan fuusioiden on havaittu olevan tärkeä osa yritysten strategiaa. Horisontaalisia fuusioita perustellaan kustannussäästöjen ja kasvavien tulovirtojen avulla ja ne muodostuvat synergiaetujen realisoituessa joko kustannussäästöistä tai liikevaihdon kasvusta. Tärkeä asia on tunnistaa, kumman

pohjalle yrityksen strategia perustuu fuusioita suunniteltaessa, sillä perusteeltaan kustannuspohjaiset synergiat ja tulo-pohjaiset synergiat eroavat toisistaan paljon. Kohdeyrityksen konsernin rahoitusjohtaja Robert Öhman toteaa: ”Kulupuolen hyödyt ovat helpommin laskettavissa sillä markkinatilanteen äkillinen muutos voi vaikuttaa herkemmin liikevaihtoon.” Kohdeyrityksen kohdalla konsernin kulurakenteen muutos on ollut yksi merkittävimmistä tavoitteista fuusiota toteutettaessa. Toimitusjohtaja Kohtamäki toteaa: ”Fuusion myötä toteutettu konsernirakenteen yhtenäistäminen tuo mukanaan kustannussäästöjä ja tarjoaa tytäryritysten johtajille enemmän aikaa keskittyä työntekoon”. Liikevaihdon kasvu on yksi keskeisimmistä kohdeyrityksen strategian tavoitteista, joten kohdeyrityksessä odotetaan potentiaalisten synergiaetujen realisoituvan myös kasvavina tulovirtoina.

Sudarsanamin (1990, 1) mukaan pitkällä tähtäimellä fuusiolla voidaan pyrkiä nostamaan osakkeenomistajien osakkeiden arvoa. Jos yritys onnistuu realisoimaan potentiaalisia synergiaetuja kuten kasvattamaan liikevaihtoa, lisäämään markkinaosuuttaan ja parantamaan varallisuusasemaansa myös osakkeenomistajien arvon voidaan ajatella nousevan pitkällä aikavälillä. Tutkimuksen kohdeyrityksen toimitusjohtaja Timo Kohtamäen mukaan pörssi-yhtiötä koskevat raportointivaatimukset antavat omat haasteensa konsernin raportoinnille. Kohdeyrityksen on täytynyt miettiä onko se ryhmä pk-yrityksiä vai pörssi-yhtiö. Emoyhtiön ollessa pörssi-yhtiö on Kohtamäen mukaan johdonmukaisempaa yksinkertaistaa konsernirakennetta raportoinnin yksinkertaistamiseksi ja kansainvälisiin raportointistandardien noudattamiseksi sekä raportoinnista aiheutuvien kustannusten vähentämiseksi.

Johtamismallin vaihdos ja uuden kasvustrategian toteuttaminen ovat olleet myös merkittävässä asemassa järjestelyä toteutettaessa. Rakennemuutoksen taustalla ovat vaikuttaneet myös konsernin johdon avainhenkilöiden vaihtuminen. Sekä konsernin toimitusjohtaja että rahoitusjohtaja nostivat keskustelun aikana esille sen, että taloudellisen raportoinnin säännökset julkisesti noteerattua yhtiötä kohtaan ovat olleet osaltaan myös vaikuttamassa valittuun fuusion toteuttamistapaan. Toimitusjohtaja Kohtamäki toteaa: ”Yhtenäisen linjan saavuttaminen taloudellisen raportoinnin

tapauksessa on ollut haastavaa. Tavoitteena fuusion myötä ovat kustannussäästöt ja jatkossa raportointijärjestelmien kehittäminen.”

Tutkimuksessa ei sen tarkoituksen mukaan tuoda esille juridisia, verotuksellisia tai julkisesti noteerattujen yritysten taloudellisen raportoinnin erityispiirteitä. Kohdeyrityksen tapahtumaan liittyvää jatkotutkimuksen aihe voisi liittyä tarkasteluun taloudellisen raportoinnin erityispiirteistä konsernin näkökulmasta.

Konsernirakenteen yhdenmukaistaminen on ollut tutkimuksen kohdeyrityksen toteuttaman fuusion eräs keskeisimmistä toimenpiteistä ja yrityksen organisaatorakennetta voidaan arvioida teoreettisesta näkökulmasta fuusioihin liittyen. Huck ym.(2004, 575) ottavat tutkimuksessaan kantaa fuusion toteuttamiseen ja fuusion jälkeiseen organisaation monimutkaisuuteen. Perinteinen teoreettinen malli kahden yrityksen fuusioituessa on toisen yrityksen täydellinen sulautuminen toisen yritykseen. Huck ym.(2004, 575) kertovat, että organisaatiot ovat muodostumassa yhä monimutkaisemmiksi kokonaisuuksiksi, joihin esimerkiksi yrityskaupan jälkeen yhdistetyt yritykset fuusioidaan ja liitetään organisaatioon toiminnallisiksi tytäryhtiöiksi. Yritykset ja niiden organisaatorakenteet kasvavat yhä suuremmiksi kokonaisuuksiksi.

Kohdeyrityksen kohdalla yritysjohton kanssa käytyjen keskustelujen perusteella organisaation monimuotoisuus ei ollut aihealueena haastattelun yhteydessä. Sekä kohdeyrityksen toimitusjohtaja että rahoitusjohtaja nostivat konsernirakenteen monimuotoisuuden esille yrityksen taloudelliseen raportointiin liittyen. Voidaan kuitenkin todeta, että kohdeyrityksen fuusio ja konsernirakenteen yhdistäminen mahdollisesti parantavat yrityksen varallisuusasemaa. Fuusioidut yritykset ovat samalla toimialalla toimivia toisiaan muistuttavia yrityksiä, joten tässä tutkimuksessa kohdassa 4.2 esitetyn teorian mukainen kustannusten väheneminen ja varallisuusaseman paraneminen on mahdollista toteutetun fuusion kautta.

Tässä tutkimuksessa on tullut esille se, mitä aihealueen tutkimuskenttä antaa ymmärtää. Fuusioihin kohdistuvaa tutkimusta on olemassa lukematon määrä ja tutkijat yrittävät etsiä uusia näkökulmia tutkimuksilleen ymmärtääkseen paremmin fuusioiden suurta suosiota. Tutkijat ovatkin usein päätyneet tutkimuksissaan toteamaan, että hyvistä ennakoasetelmista huolimatta yritysten toteuttaessa fuusioita suurin osa ennakoituista synergioista jää toteutumatta. (katso esimerkiksi Carpon 1999, 987)

Kuten tämän tutkimuksen kohdeyrityksen kohdalla myös aihealueen tutkimusten tulosten mukaan yrityksillä voi olla monia eri tavoitteita fuusiota suunniteltaessa. Kustannussäästöt sekä markkinavoiman saavuttaminen ovat kohdeyrityksen kohdalla ja myös monien muiden tutkimusten mukaan yritysten tavoitteena fuusiota toteutettaessa. Tämän tutkimuksen kohdeyrityksen uusi strategia pohjautui toteutettuun fuusioon. Tämä antaa ymmärtää, että tutkimuksen kohdeyritys pyrkii realisoimaan potentiaalisia synergiaetuja pitkällä aikavälillä. Potentiaalisten synergiaetujen realisoitumisella voidaan tulevaisuudessa mitata kohdeyrityksen fuusion onnistumista.

Barkera & Schijven (2008, 696) ovat tutkimuksessaan todenneet, että suurin osa oletetuista synergioista jää toteutumatta. Toisaalta Carponin (1999, 987) mukaan horisontaaliset fuusiot ja yrityskaupat ovat ottaneet hallitsevan roolin strategisena valinta yrityksen kasvulle 1980 – ja 1990-luvuilla sekä Euroopassa että Yhdysvalloissa. On kuitenkin todettava, että suuresta suosiosta huolimatta fuusion merkitys yrityksen arvoa kasvattavana ja suorituskykyä lisäävänä tekijänä ei saavuta tutkijoiden keskuudessa yksimielisyyttä. Tämän tutkimuksen kohdeyrityksen kohdalla potentiaalisia synergiaetuja voidaan tutkimuksen perusteella havaita. Potentiaalisia synergiaetuja syntyy, kun saman toimialan yritykset toteuttavat fuusion. Tätä voidaan kutsua horisontaaliseksi fuusioksi. Tutkimuksen kohdeyrityksen toteuttamassa fuusiossa saman toimialan yritykset fuusioituivat keskenään, ja se ennakoi synergiaetuja.



## 6.1 Näkökulmana johtajien henkilökohtaiset motivaatiot

Yrityksen toimintaan liittyvässä päätöksenteossa tehtyä päätöstä voidaan tulkita agenttiteorian näkökulmasta, jonka avulla voidaan tehdä tulkintoja, mikäli johtajan tekemä päätöksen taustalla on ollut henkilökohtaisia motiiveja kuten työpaikan säilyttäminen, arvostuksen saavuttaminen tai maksimaalisen henkilökohtaisen hyödyn tavoittelu. Agenttiteoria pyrkii selittämään taloudellisen agentin esimerkiksi johtajan tekemän päätöksen takana vaikuttavia motivaatioita.

Tutkimuksen tavoitteena on pyrkiä lisäämään ymmärrystä fuusioista ja sen toteuttamisesta. Fuusioon liittyy aina yritysjohdon päätöksenteko. Luvussa 3.3 selitetyn agenttiteorian mukaan yritysjohdo ei välttämättä kaikissa tilanteissa toimi osakkeenomistajien etua ajatellen, joten toiminta aiheuttaa osakkeenomistajien arvon vähentymistä. Yritysjohdo voi pyrkiä maksimoimaan oman hyötynsä osakkeenomistajien hyödyn perusteella. (Trautwein 1999, 287)

Agenttikustannuksia syntyy silloin, kun yritysjohdon havaitaan toimivan taloudellisina agentteina, jotka maksimoivat henkilökohtaista hyötyään yritykseen toimintaan liittyvässä päätöksenteossa. Johtajat voivat myös pyrkiä turvaamaan työpaikkansa tai saavuttamaan arvostusta toteuttamalla kannattamattoman yritysoston tai fuusion. Myös henkilökohtauksen palkkauksen ja esimerkiksi yrityksen myynnin kasvun välinen riippuvuus voivat vaikuttaa johdon päätöksen tekoon ja agenttiteorian toteutumiseen. Sudarsanam (1995, 16–18)

Tutkimuksessa tarkasteltavan yrityksen kohdalla merkittävä osa toteutettua fuusiota oli tytäryritysten johdon vähemmistöosuuksien purkaminen. Tytäryritysten johtohenkilöillä on ollut omistuksessaan osuus johtamastaan yrityksestä, jota on konsernissa pidetty toimivana kannustinjärjestelmänä. Fuusion yhteydessä vähemmistöosuudet lunastettiin ja osaltaan vaihdettiin emoyhtiön Lemminkäinen Oyj:n osakkeisiin. Uudet tytäryritykset ovat jatkossa kokonaan emoyhtiön omistuksessa. Toimitusjohtaja Kohtamäen mukaan tämä on merkittävä osa kohti yhteisten tapojen luomista.

Denisin, Denisin ja Sarinin (1999,1072) mukaan voidaan havaita, että agenttiongelmien perustuvat yrityksissä vallitsevaan omistajarakenteeseen. Jos yritysjohdolla on omistuksessaan merkittävä osa yrityksestä, jolloin omistus ei ole hajautunut laajalle alalle, johtajan henkilökohtainen hyöty lähestyy osakkeenomistajan hyötyä, jolloin johtaja päätöksenteossaan teoriassa maksimoi myös osakkeenomistajan hyötyä. Tämän seurauksena mahdolliset agenttikustannukset myös vähenevät. Tutkimuksen kohdeyrityksen fuusiota edeltäneet tytäryhtiöiden johtajien vähemmistöosuudet teoriassa mahdollisesti vähensivät mahdollisten agenttikustannusten syntymistä. Tämä siksi, että tytäryritysten johtajat omistivat osan johtamistaan yrityksistä, jolloin myös johtajien päätöksentekoon liittyvä hyödyn maksimointi lähenteli myös osakkeenomistajien hyödyn maksimointia.

Yritysjohton kanssa käytyjen keskustelujen perusteella agenttiteorian vaikutusta johdon päätöksentekoon ei ollut havaittavissa. Maailmantalouden yllättävä käänne huonompaan suuntaan ja toimialan suhdanneherkkyys antoivat aiheita toiminnan kehittämiseen sekä sopeuttamiseen niin uusiin haasteisiin kuin markkinatilanteeseenkin. Yritysjohton palkkausta ei tutkimusta varten tarkemmin selvitetty mutta julkisen osakeyhtiön sisäpiiriläisten osakkeenomistukset ovat julkisesti nähtävissä. Konsernin ylimpään johtoon kuuluvilla haastatelluilla Toimitusjohtajalla ja rahoitusjohtajalla ei ole merkittävää osakeomistusta.

## 6.2 Reliabiliteetti ja valideetti

Tutkimuksen arvioitavuudesta puhuttaessa tutkijat käyttävät termejä reliabiliteetti ja valideetti. Termien avulla voidaan arvioida, voidaanko tutkimukseen tai tutkimuksessa esitettyyn väitteeseen luottaa. (Koskinen, Alasuutari, Peltonen, 2005, 253) Tässä tutkimuksessa on ollut tarkoitus lisätä ymmärrystä fuusion toteuttamisesta kohdeyrityksen avulla. Tutkimuksen teoriaosuudessa esitetyn vallitsevan käsityksen mukaan yritykset toteuttavat fuusioita pyrkimyksenään realisoida potentiaalisia synergia etuja. Synergiaedut voivat realisoitua liikevaihdon kasvuna tai kustannustehokkuutena. Synergioista voidaan tunnistaa toiminnallinen synergia, rahoituksellinen synergia ja johtamissynergia.

Tutkimusongelmaa havainnollistavan teoreettisen viitekehyksen tueksi on kerätty empiiristä aineistoa käymällä teemahaastattelua muistuttavaa keskustelua kohdeyrityksen emoyhtiön toimitusjohtajan sekä rahoitusjohtajan kanssa. Henkilöille lähetettiin etukäteen teemahaastattelun rungot, ensimmäisen kerran muutamaa viikkoa ennen sovittua tapaamista ja toisen kerran vielä muutamaa päivää ennen sovittua ajankohtaa. Itse keskustelutilanteet olivat kahdenkeskeisiä vapaamuotoisia keskusteluja, joiden tueksi tutkija oli laatinut kysymyksiä, joihin myös keskustelun aikana osittain turvauduttiin. Keskustelut suoritettiin saman päivän aikana molempien henkilöiden kanssa. Keskusteluista saatu aineisto litteroitiin jonka, jälkeen sitä tulkittiin tutkimuksen teoreettisen viitekehyksen avulla.

Yritysjohdon kanssa käytyjen keskusteluista saadun aineiston tueksi on kerätty aineistoa empiiristä osiota varten myös kohdeyrityksen sähköisistä julkaisuista kuten Internet sivuilta ladattavista olevista tiedotteista ja julkaisuista, jotka koskivat toteutettua fuusiota. Myös yrityksen viimeisin vuosikertomus on käyty läpi. Eri lähteistä kerättyä empiiristä aineistoa on verrattu keskenään, minkä jälkeen aineistoa on tässä tutkimuksessa pyritty tulkitsemaan vallitsevaan teoriaan nähden. Tutkijan tekemät johtopäätökset perustuvat tässä tutkimuksessa esitettyyn teoreettiseen viitekehykseen, joka kuvaa aihealueen vallitsevaa teoriaa sekä empiiriseen aineistoon ja sen tulkintaan.

Tutkijan oma suhde organisaatioon perustuu kiinnostukseen toimialaa ja suurta yritystä kohtaan. Aihealueen valinnan pohjana on oma kiinnostus liiketoiminnan kehittämiseen ja arviointiin, johon fuusio aiheena sopii tutkijan mielestä hyvin. Tutkimus ei ole toimeksiantotutkimus, vaan tutkijalla on ollut mahdollisuus ottaa yhteyttä kohdeyrityksen johtoon ja pyytää aineistoa tutkimusta varten. Jo tutkimuksen suunnitteluvaiheessa oli selvää, että tutkimus toteutetaan tapaustutkimuksena yhden yrityksen toteuttamaa tapahtumaa tulkitsemalla.

Vaatus havaintojen toistettavuudesta on yksi tieteellisen tutkimuksen kulmakivistä. Havaintojen toistettavuus mahdollistaa sen, että muilla tutkijoilla on mahdollisuus kiistää tutkimustulokset. Tapaustutkimuksen kohdalla samanlaisen tutkimusasetelman toteuttaminen voi olla vaikeaa tai mahdotonta, tapahtuman aikainen johtohenkilöstö on mahdollisesti vaihtunut. Empiirisen aineiston tulkinnan avulla voidaan tehdä johtopäätöksiä havainnoista. (Koskinen ym. 2005, 258)

Litteroidessaan yritysjohdon kanssa käytyjen keskustelujen aineistoa tutkija ei huomannut poikkeavuutta haastateltavien vastauksissa. Luettaessa kohdeyrityksen virallisia julkaisuja ja tiedotteita tutkimukseen liittyen oli mahdollista tehdä tulkinta, että johtajien keskusteluissa lausuma tieto oli linjassa virallisten julkaisujen kanssa. Toimitusjohtaja Kohtamäki toi esille julkisesti noteeratun osakeyhtiön tiedonantovelvollisuuden ja toisaalta myös sen, että yritysjohdon on oltava hyvin tarkka siinä, mitä se viestii ulospäin yrityksestä. Toimitusjohtaja myös mainitsi, että konsernin viestimisen tulee olla samassa linjassa. On siis mahdollista, että tämä vaikuttaa teemahaastattelussa saatujen vastausten samankaltaisuuteen.

Tutkimuksessa pieni havainnointimäärä voi johtaa tutkijan tekemään yksinkertaistuksia. Tässä tutkimuksessa tutkija on tehnyt oletukset ja johtopäätökset kerätyn aineiston perusteella yhdestä, kohdeyrityksen sisältä tulevasta näkökulmasta käsin. Tutkija ei välttämättä saavuttanut saturaatiota aineistoa kerätessä. Huomattavasti laajemman aineiston käyttö olisi vaatinut erilaista lähtöasetelmaa tutkimukselle, toisenlaista aikataulua ja enemmän resursseja.

## LÄHTEET:

Ansoff, H. Igor 1965, *Corporate Strategy*, McGraw-Hill inc.

Barkema Harry G. & Schijen Mario 2008. Toward Unlocking The Full Potential of Acquisitions: The role of Organizational Restructuring. Vol. 51, No. 4, 696–722.

Blumme N., Pitkänen T., Raunio M. & Äärilä L. 2001, Yritystoiminnan uudelleen järjestely. KHT-Media Oy. Helsinki.

Bradley, M., Desai A. & Kim, E. H. (1988), Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*. Vol. 21, No. 2, 3–40

Brealey, R. & Myers, S. 1991, *Principles of Corporate Finance*. 4<sup>th</sup> edition. Meridien. McGraw-Hill

Carpon Laurence 1999. The Long-Term Performance of Horizontal Acquisitions. *Strategic Management Journal*. Vol. 20, No. 1, 987–1018.

De Bondt Werner F.M. & Thompson Howard E. 1992. Is Economic Efficiency the Driving Force Behind Mergers? *Managerial And Decision Economics*. Vol. 13, No. 1, 31–44.

Deepak K. Datta 1991. Organizational Fit and Acquisition Performance: Effects of Post-Acquisition Integration. *Strategic Management Journal*, Vol. 12, 281–297

Denis David T., Denis Diane K. & Sarin Atulya 1999. Agency Theory and Influence of Equity Ownership Structure On Corporation Diversification Strategies. *Strategic Management Journal*. Vol 20, No.11, 1071–1076

Denis, D J., Denis, D. K. & Sarin A. 1997, Managerial incentives and corporate diversification strategies. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 10, 121–129.

Eccles, R. G., Lanes K. L. & Wilson T. C. 1999, Are you paying too much for that acquisition? *Harvard Business Review*. Vol 77. 136–146

FINLEX valtion säädöstiedotepankki WWW-sivusto. <<http://www.finlex.fi/>>

12.8.2010

(Lähdeviite: Finlex ajantasainen lainsäädäntö; Laki elinketun verottamisesta. <http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1968/19680360>>)

Grubta Diwakar & Gerchak Yigal 2002. Quantifying Operational Synergies in a Merger / Acquisition. *Management Science*. Vol. 48, No. 4, 517–533.

Hviid Morten & Prendergast Candice 1993. Merger Failure and Merger Profitability. *The Journal of Industrial Economics*. Vol. 41, No. 4 371–386

Huck S., Kai A. K. & Mueller W. 2004. Profitable Horizontal Mergers without Cost Advantages: The Role of Internal Organization Information and Market Structure. *Economica*, No. 71 575–587

Keenan, Michael & White, Lawrence, J. White 1982. *Mergers and Acquisitions*. D.C Heat and Company.

Kochhar Paul 1996. Explaining Firms Capital Structure: The Role of Agency Theory Vs. Transaction Cost Economics. *Strategic Management Journal*. Vol. 17, 713–728.

Koskinen I, Alasuutari P. & Peltonen T., *Laadulliset menetelmät kauppatieteissä*. Vastapaino, Tampere 2005.

Lane Peter T. Cannella Albert A. & Lubatkin Michael H. 1998. Agency Problems as Antecedents To Unrelated Mergers And Diversification: Amihud And Lev Reconsidered. *Strategic Management Journal*, Vol. 19, No. 9, 558–578.

Larsson, R., Finkelstein, S. 1999. Integrating Strategic, Organizational and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization. *Organizational Science*, Vol. 10, No 1, 1–26.

Lemminkäinen-konsernin WWW- sivusto <<http://www.lemminkainen.fi>> 6.7.2010

(Lähdeviite: Lemminkäinen-konsernin Talonrakentamisen toimialan WWW- sivu <<http://www.lemminkainen.fi/Toimialat/Talonrakentaminen>>)

Lemminkäinen-konsernin WWW-sivusto <<http://www.lemminkainen.fi>> 6.7.2010

(Lähdeviite: Lemminkäinen-konsernin strategia kaudelle 2010 – 2013 WWW- sivu <<http://www.lemminkainen.fi/Yhtio/Strategia>>)

Lemminkäinen-konsernin WWW- sivusto <<http://www.lemminkainen.fi>> 6.7.2010

(Lähdeviite: Lemminkäinen-konsernin vuosikertomus 2009 WWW- sivu <<http://www.digipaper.fi/lemminkainen/42169/>>)

Lemminkäinen-konsernin WWW- sivusto <http://www.lemminkainen.fi> 6.7.2010

(Lähdeviite: Lemminkäinen-konsernin Infrarakentamisen toimialan WWW- sivu <http://www.lemminkainen.fi/Toimialat/Infrarakentaminen>>)

Lemminkäinen konsernin WWW- sivusto <http://www.lemminkainen.fi>> 6.7.2010

(Lähdeviite: Lemminkäinen-konsernin Rakennustuotteet toimialan WWW- sivu <<http://www.lemminkainen.fi/Toimialat/Rakennustuotteet>>)

Lemminkäinen-konsernin WWW- sivusto <<http://www.lemminkainen.fi>>

(Lähdeviite: Lemminkäinen-konsernin Talotekniikka toimialan WWW- sivu <http://www.lemminkainen.fi/Toimialat/Talotekniikka>>)

Lubatkin Michael 1987. Merger Strategies Stockholder Value. *Strategic Management Journal*. Vol. 8, No. 1, 39–53.

Lubatkin M. & O’Neil H., M. 1987. Merger Strategies and capital market risk. *Academy of Management Journal* No. 30, 665–684

Paavola, Ulla 1997. *Miten lisätä yrityksen arvoa - menetelmiä omistajien tuotto-odotusten toteuttamiseksi*. Porvoo:WSOY.

- Paplo, Amy L. & Javidan, Mansour, 2004. *Mergers and Acquisitions Creating Intergrative Knowledge*. Blackwell Publishing Ltd.
- Sharma, D. S & Ho, J. 2002 The Impact of acquisition on operating performance: Some Australian Evidence. *Journal of Business and Accounting*. Vol. 29 No. 1&2, 155–200.
- Shrives Ronald E. & Stevens Donald L. 1979. Bankruptcy Avoidance as a Motive for Merger. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 14, No. 3, 501–515.
- Singh Harbir & Montgomery Cynthia A. 1987. Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance. *Strategic Management Journal*, Vol. 8, No. 4, 377–386.
- Slusky Alexander R. & Caves Richard E. 1991. Synergy, Agency and the Determinants of Premia paid in Mergers. *The Journal of industrial Economics*. Vol. 39, No 3, 277–296.
- Sudarsanam, P.S. 1995. *The Essence of Mergers and Acquisitions*. Prentice Hall.
- Sudarsanam, S, Holl, P. & Salami, A. 1996, Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect Synergy and Ownership Structure. *Journal of Finance And Accounting*. Vol. 23, No. 5 & 6, 673–698.
- Trautwein Friedrich 1990. Merger Motives and Merger Prescriptions. *Strategic Management Journal*. Vol. 11, No. 4, 283–295
- Toimittaja Korolainen Virpi 2009. Verolait 2009.1. Talenum Media, Helsinki.
- Walter Gordon A. & Barney Jay B. 1990. Management Objectives in Mergers and Acquisitions. *Strategic Management Journal*. Vol. 11, No. 1, 79–86.
- Weston, J. Fred, Chung S. Kwang & Hoag S. Susan 1990. Prentice Hall.
- Weston J. F., Siu, J. A. & Johnson, B. A. (2001) Takeovers, restructuring and corporate governance. 3<sup>rd</sup> edition. Prentice Hall
- Zollo Maurizio & Meier Degenhard 2008. What Is M&A Performance. *Academy of Management Perspectives*. Vol 22, No. 3 55–77.

## **LIITTEET**

### **LIITE 1: Yritysjohdolle etukäteen lähetetty teemahaastattelun runko**

- Yrityksen liiketoiminta, strategia sekä kilpailu – ja markkinatilanne.
- Toteutetun fuusion motiivit
- pitkän ja lyhyen aikavälin tavoitteet
- taloudellinen hyöty
- vaikutukset henkilöstöön ja henkilöstön suhtautuminen
- organisaation muutos
- onnistuminen ja vaikutukset yrityksen toimintaan



## LIITE 2: Keskustelun tueksi tehdyt yksityiskohtaiset haastattelukysymykset

- Mistä prosessi on lähtenyt liikkeelle ja kuinka pitkään fuusion toteuttamista suunniteltiin
- Kuinka tarkasti yritysten organisaatorakenteita ja johtamistyyliä sekä palkitsemismalleja selvitettiin, kun suunniteltiin uusia yrityksiä?
- Millaisia asioita suunnitteluvaiheessa tuli esille mitkä mahdollisesti hidastivat toteuttamista?
- mitkä ovat mielestänne suurimmat haasteet fuusion toteuttamisessa?
- Minkä näette keskeisimpänä hyötynä fuusioin toteuttamiselle?
  - Taloudelliset esim. synergiaedut?
  - -johtaminen ja organisaatorakenne ja niiden muutos
    - asiakkaat ja sidosryhmät
- Onko toteutettu fuusio yrityksen vallitsevan strategian mukainen
- Millä aikavälillä yritysfuusion odotetaan tuovan hyötyjä yritykselle?
- Odotatteko fuusion tarjoavan taloudellisia etuja
- Uskotteko markkina-asemanne parantuneen toteutetun strategian seurauksena
- Millaisia muutoksia fuusio aiheuttaa henkilöstölle
- Kuinka henkilöstö on suhtautunut muutokseen
- Kuinka yrityksen sidosryhmiä on informoitu brändin yhdistymisestä
- Millä tavoin sidosryhmät (asiakkaat, kilpailijat, toimittajat, alihankkijat ym. ovat suhtautuneet fuusioon?
- Millä tavoin mittaatte / arvioitte fuusioin onnistumista
  - Taloudelliset mittarit?
  - Markkina-asema / markkinaosuus?
- henkilöstön tyytväisyys
- osakekurssi
- Millaisia haasteita valittu strategia luo toiminnalle?
- Mikäli tavoiteltuja tuloksia ei saavuteta, millaisia suunnitelmia pitkällä aikavälillä on?
  - Organisaatorakenne, johto, henkilöstön palkitsemiselle nimenomaan talonrakennuspuolelle?

**LIITE 3: HAASTATTELUT**

1. 21.6.2010 Lemminkäinen Oyj:n Toimitusjohtaja Timo Kohtamäki, Helsingissä.  
Yhteensä 1 h.
2. 21.6.2010 Lemminkäinen Oyj:n Rahoitusjohtaja Robert Öhman, Helsingissä.  
Yhteensä 1 h.