



**Henri Lampela**

**SYNERGIAETUJEN ARVON MÄÄRITTÄMINEN YRITYSOSTOISSA**

Kandidaatintutkielma

Kauppätieteet

Toukokuu 2021

## SISÄLTÖ

<b>1</b>	<b>JOHDANTO .....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>SYNERGIAEDUT JA NIIDEN VAIKUTUKSET .....</b>	<b>6</b>
2.1	Toiminnalliset ja taloudelliset synergiat .....	6
2.2	Synergiaetujen merkitys yritysostossa .....	8
2.3	Arvon määrittämisen haasteet .....	9
2.4	Diskontattujen kassavirtojen analyysi .....	11
<b>3</b>	<b>SYNERGIAETUJEN ARVON MÄÄRITTÄMINEN .....</b>	<b>14</b>
3.1	Toiminnallisten synergiaetujen arvonmäärittäminen .....	14
3.2	Taloudellisten synergiaetujen arvonmäärittäminen .....	17
3.3	Suhteellinen arvonmäärittäminen .....	21
<b>4</b>	<b>ARVONMÄÄRITYSMALLIEN VERTAILU JA KÄYTÄNNÖN ESIMERKKI .....</b>	<b>24</b>
4.1	Erilaisten arvonmäärittämissmallien hyödyntäminen .....	24
4.2	Käytännön esimerkki – Pfizer ostaa Hospiran .....	26
<b>5</b>	<b>YHTEENVETO .....</b>	<b>29</b>
	<b>LÄHTEET .....</b>	<b>31</b>

## 1 JOHDANTO

Yritysostoihin ja niiden kannattavuuteen liittyvät haasteet ovat jatkuvasti esillä yritysrahoitukseen liittyvässä kirjallisuudessa. Kansainvälistyvässä ja jatkuvasti kehittyvässä yhteiskunnassamme toimivat yritykset pyrkivät etsimään keinoja parantaa kasvua, kustannustehokkuutta sekä löytää uusia markkinoita ja saavuttaa kilpailuetua. Viimeisten vuosikymmenien aikana yritysostot ovat olleet tehokas keino yrityksille edistää pääsyä uusille markkinoille ilman suuria kansainvälistymis- ja asiakashankintaponnisteluja. Yritykset pyrkivät ostamaan samalla alalla tai uudella potentiaalisella liiketoiminta-alueella toimivia yhtiöitä. Ostavan yrityksen johto uskoo näiden yritysten tuovan uutta kilpailuetua, pääsyn potentiaaliselle markkina-alueelle tai luovan muita etuja esimerkiksi kustannustehokkuuteen, verotukseen tai tuotannon kasvuun liittyen.

Jotta yritysosto olisi kannattava, yritykset pyrkivät etsimään kohdeyrityksiä, jotka mahdollistaisivat sellaisen arvonluonnin, että yritysoston jälkeen syntyvän yrityksen arvo olisi suurempi kuin kahden yhdistetyn yrityksen yksittäinen arvo (Loukianova, Nikulin & Vedernikov, 2017). Kahden yrityksen yhdistämisestä syntyvää lisäarvoa kutsutaan synergiaksi. Yritysostojen taustalla on usein ajatus siitä, että ostotoimenpiteellä tullaan saavuttamaan synergiaetuja. Synergiaa kuvataan kirjallisuudessa usein yhtälöllä  $2 + 2 = 5$ , mikä kuvastaa yritystoimintojen yhdistämisen kautta saavutettavaa lisäarvoa. (Katramo ym., 2013, s. 34.) Synergiaeduksi määritellään vain lisäarvo, jota yritykset eivät voisi saavuttaa toimiessaan itsenäisesti (Damodaran, 2005).

Yritykset tavoittelevat yritysostoillaan synergiaetuja, joiden tuomat liiketoiminnan hyödyt ovat merkittävässä roolissa yritysoston onnistumisessa sekä lisäarvon luomisessa. Näistä yritysostolla saavutettavista eduista yritykset ovat usein valmiita maksamaan lisähintaa korkeamman kauppahinnan muodossa. Synergiaetujen arvon määrittäminen on tärkeä osa yritysoston suunnittelussa, sillä tarkka arvonmäärittäminen luo edellytykset yritysoston onnistumiselle ja lisäarvon luomiselle osakkeenomistajille. Synergiaetujen heikko arvonmäärittäminen lisää ostajayrityksen riskiä maksaa ylihintaa ostettavasta yhtiöstä, jolloin johto tulee

tuhonneeksi osakkeenomistajien omaisuutta. Tässä tutkielmassa syvennyttään erilaisiin synergiaetuihin ja niiden muotoihin ja tarkastellaan keinoja, joiden avulla voidaan määrittää synergiaetujen arvoa yritysostotilanteessa. Tutkielmassa syvennyttään synergiaetuja luoviin tekijöihin, esitellään keinoja estimoida erilaisten synergiaetujen arvoa ja vaikutuksia liiketoiminnalle sekä luodaan yhteenveto tarkimmista arvonmäärityskeinoista. Tutkielmassa hyödynnetään dataa, jota on kerätty toteutuneesta yritystransaktiosta siinä maksetuista preemioista.

Tutkielma on toteutettu kirjallisuuskatsauksena, ja lähteinä on käytetty monipuolisesti erilaisia tutkimuksia pyrkimyksenä tuoda esiin erilaisia näkökulmia, vasta-argumentteja ja arvonmäärityskeinoja. Pääasiallisina lähteinä hyödynnetään tieteellisiä ja vertaisarvioituja artikkeleita sekä aiheeseen liittyvää kirjallisuutta. Aiheen laajuuden vuoksi tutkielmassa tarkastellaan synergiaetujen arvonmääritystä ostavan yrityksen näkökulmasta. Tutkielma on toteutettu yleisellä tasolla ilman tarkempaa paneutumista tiettyyn toimialaan tai yhtiömuotoon. Pääasialliset tutkimuskysymykset, joihin tutkielmassa etsitään vastauksia, ovat:

- (1) Millä tavoilla erilaisten synergiaetujen arvoa voidaan estimoida yritysostotilanteessa?
- (2) Millä tavalla synergiaetujen arvonmääritys tulisi yritysostossa toteuttaa?

Tutkielmassa tunnistetaan kaksi pääasiallista arvonmääritysmallia, joita voidaan hyödyntää erilaisten synergioiden arvonmäärityksessä. Nämä mallit ovat nettonykyarvomenetelmä ja suhteellinen arvonmääritysmalli. Tutkielmassa käsitellään myös yritysostoissa esiintyviä yleisimpiä ja tärkeimpiä synergiaetuja, kuten taloudelliset ja toiminnalliset synergiaedut ja näiden alalajit. Lisäksi esitetään keinoja, joilla näiden synergioiden vaikutuksia saadaan sisällytettyä yrityksen tulevaisuuden arvoon. Työssä perehdytään myös aiempaan tutkimukseen parhaista arvonmääritysmalleista ja eri mallien samanaikaisesta hyödyntämisestä, jotta aiheesta saadaan mahdollisimman tarkka ja kattava kuva. Lisäksi kootaan yhteen aiheesta tehdyt useat erilaiset mallit ja otetaan kantaa siihen, miten synergiaetujen arvonmääritysprosessi tulisi toteuttaa yritysostoa suunnitellessa.

Toisessa pääluvussa tuodaan ilmi synergiaetujen luonnetta, vaikutuksia liiketoiminnalle, painoarvoa yritysostotilanteessa, aiheeseen liittyvää käsitteistöä, kaavoja sekä syitä, miksi synergiaetujen arvonmääritys koetaan usein monimutkaisena prosessina. Toisessa pääluvussa esitellään myös synergiaetujen tyyppisiä ja eroja toiminnallisten ja taloudellisten synergiaetujen välillä. Kolmannessa pääluvussa esitetään konkreettisia keinoja määrittää erilaisten synergiaetujen arvoa. Tässä pääluvussa olennaisessa roolissa ovat erilaiset prosessit sekä teoriat, joita arvonmääritysprosessissa voidaan hyödyntää. Näistä prosesseja ovat synergiaetujen vaikutuksen estimointi ja sisällyttäminen yrityksen toimintaan, kassavirtojen diskonttaamismalli sekä suhteellinen arvonmääritysmalli. Näitä prosesseja ja teorioita havainnollistetaan myös esimerkkien avulla. Neljännessä pääluvussa paneudutaan tutkimustuloksiin eri arvonmääritysprosessien toiminnasta niin käytännön, kuin teoriankin tasolla. Lisäksi neljännessä pääluvussa esitellään Pfizerin toteuttama yritysosto ja analysoidaan synergiaetujen arvonmääritysprosessin tarkkuutta.

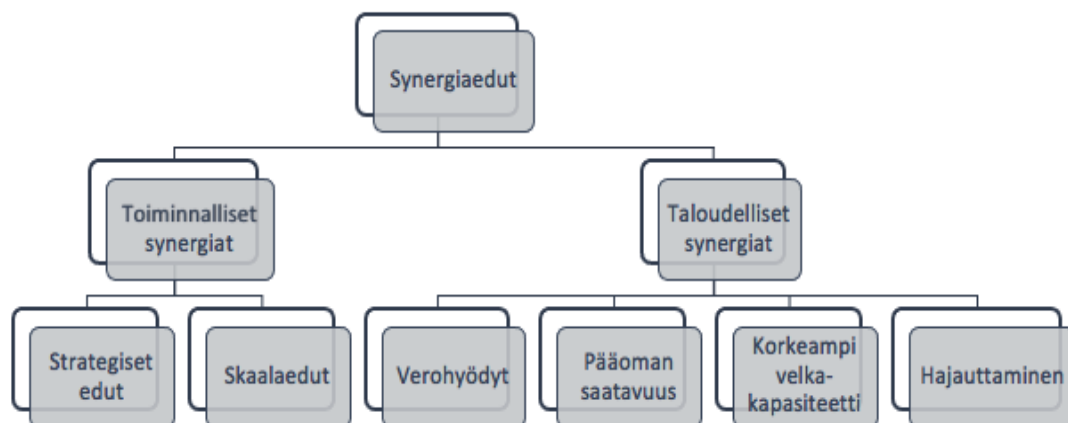
## 2 SYNERGIAEDUT JA NIIDEN VAIKUTUKSET

### 2.1 Toiminnalliset ja taloudelliset synergiat

Yrityskaupan toteuttamisessa haastavimpia tehtäviä ovat synergioiden vaikutuksen arvioiminen ja niiden arvon määrittäminen (Katramo ym, 2013, s. 97). Jotta synergiaedun arvo voidaan määrittää, on olennaista tunnistaa sen vaikutus yritykselle. Synergiaedut jaetaan usein kahteen eri ryhmään, jotka ovat toiminnalliset ja taloudelliset synergiaedut. Toiminnallisilla synergioilla parannetaan yrityksen liiketoimintaa ja sen tehokkuutta (Loukianova ym., 2017). Nämä synergiat ovat seurausta yritysten operatiivisen toiminnan yhdistämisestä, ja niiden vaikutus näkyy erityisesti korkeampien kassavirtojen muodossa. Toiminnallisten synergiaetujen esiintyminen on yleistä saman toimialan yrityksissä (Basmah & Rahatullah, 2014). Toiminnalliset synergiaedut antavat yritykselle edellytykset luoda korkeampia tuloja käytössä olevista varoistaan sekä lisätä kasvua (Damodaran, 2005). Toiminnallisilla synergioilla ja niiden tunnistamisella on usein yritysostossa korkein painoarvo, minkä lisäksi niiden realisointi on haastavampaa, kuin muiden synergiatyyppien (Fiorentino & Garzella, 2013). Toiminnallisten synergioiden realisointi aiheuttaa usein haasteita, sillä synergiaetujen hyötyjen saavuttaminen edellyttää operatiivisen toiminnan, kuten tuotannon integroimista, mikä usein myös tuottaa paljon kustannuksia.

Toiminnalliset synergiat jaetaan neljään tyyppiin: skaalaetuihin, vahvempaan hinnoitteluasemaan, usean funktionaalisen osa-alueen toiminnan yhdistämiseen sekä kasvun ja kansainvälistymisen mahdollistamiseen. Toiminnallisten synergioiden kohdalla voidaan puhua myös strategisista eduista ja skaalaeduista. (Damodaran, 2005.) Yritysoston kautta yritys voi päästä toimimaan alhaisemmin kustannuksin tai tuottoisammin, mikä voi olla seurausta esimerkiksi paremman tuotantoteknologian hyödyntämisestä tai paremmasta osaamisesta. Kahden suuren samalla alalla toimivan yrityksen yhdistyminen yhdeksi yhtiöksi luo yhtiölle usein suurempaa hinnoitteluvoimaa ja mahdollisuuksia yhdistää yrityksen keskinäisiä vahvuusalueita, kuten esimerkiksi markkinointia tai kehitystoimintoja. Yritysoston kautta ostajayritys voi myös päästä aloittamaan toiminnan uudella markkina-alueella, mikä usein johtaa yrityksen tuotteiden korkeampaan kysyntään ja vahvempaan kansainväliseen markkina-asemaan. (Damodaran, 2005.; Kumar, 2015, 207–208.) Alla olevassa

kuvaajassa havainnollistetaan erilaiset synergiaetujen tyypit sekä niiden alalajit. Kuvaajan tarkoitus on hahmottaa synergiaetujen jakoa eri tyyppeihin niiden pääasiallisen vaikutuksen perusteella.



**Kuvio 1. Synergiaetujen tyypit (mukaillen Damodaran, 2005)**

Taloudelliset synergiaedut syntyvät esimerkiksi yritysten pääomarakenteen yhdistämisestä, mikä johtaa korkeampiin kassavirtoihin ja matalampiin pääomankustannuksiin (Baldi & Trigeorgis, 2009). Taloudelliset synergiaedut liitetään yritysostolla mahdollistettaviin verohyötyihin, matalampaan vieraan tai oman pääoman kustannukseen tai parempaan pääoman saatavuuteen. Yritysoston kautta ostava yritys voi parantaa esimerkiksi velkakapasiteettiaan, mikäli yrityksen kassavirrat muuttuvat korkeammiksi ja paremmin ennustettavimmiksi. Tässä skenaariossa ostajayrityksen vieraan pääoman kustannus laskee. Ostava yritys voi saada verohyötyjä, mikäli ostettava yhtiö tekee tappiota, jolloin ostava yritys voi vähentää toisen yhtiön tappiot verotuksessaan. Verohyötyjä voi koitua myös varallisuuden uudelleen arvostamisesta kirjanpidossa, jolloin yritys voi tehdä suurempia poistoja ja sitä kautta saavuttaa verohyötyä. (Damodaran, 2005.)

Kun suurempi yhtiö ostaa pienemmän yhtiön eri toimialalta, voi kauppa tuoda synergiaetuja myös laskeneen oman pääoman kustannuksen muodossa. (Damodaran, 2005.) Oman pääoman kustannuksen lasku johtuu pitkälti siitä, että yhtiön toimialan hajauttaminen, kasvaneet tuotot ja laajempi asiakaskunta voivat laskea osakkeenomistajien tuottovaatimusta erityisesti yksityisomisteisten yritysten kohdalla. Mikäli yritys on julkisen kaupankäynnin kohteena, voi sijoittaja itse hajauttaa

omistuksiaan eri toimialoille, jolloin yritysoston kautta toteutettu toimialahajauttaminen ei vaikuta rationaalisen sijoittajan tuottovaatimukseen. Oman pääoman kustannuksen laskuun johtava toimialan hajauttaminen on riippuvainen sijoittajien odotuksista ja asenteista, jolloin tämä synergiaetujen muoto nähdään erityisen haastavana tunnistaa ja määrittää sen arvoa. Oman ja vieraan pääoman kustannuksen lasku voi olla seurausta siitä, että yritys onnistuu parantamaan taloudellista tilannettaan ja laskemaan kokonaisriskiään, mikä laskee sijoittajien ja rahoittajien tuottovaatimusta. (Basmah & Rahatullah, 2014.)

## 2.2 Synergiaetujen merkitys yritysostossa

Yritysten tavoite yritysostoissa on löytää niitä yhtiöitä, joiden ostamisen tuomien etujen kautta yritys luo lisäarvoa. Synergiaetujen ollessa yritysoston pääasiallinen tavoite, on mahdollista, että yritys onnistuu luomaan lisäarvoa osakkeenomistajille. Mikäli yritysostosta ei ole odotettavissa synergiaetuja, tulisi yrityksen etsiä ensisijaisesti vain yrityksen sisäisiä synergioita (Fiorentino & Garzella, 2015). Yrityksen ei siis tulisi keskittää resurssejaan yritysoston suunnitteluun, mikäli johto uskoo, ettei yritysostosta seuraa riittävästi potentiaalisia synergiaetuja. Mikäli synergiaetuja odotetaan esiintyvän yritysoston myötä, tulisi niiden vaikutukset liiketoiminnalle on tärkeä selvittää tarkasti. Erityisesti isompia yhtiöitä ostettaessa ja kauppajen arvon nousussa miljardeihin euroihin synergiaetujen arvon tarkka estimointi nousee entistä keskeisempään asemaan kaupan onnistumiseksi. Pienempien kauppajen kohdalla tarkka arvonmääritys on myös olennaista kauppajen onnistumiseksi, mutta maksettaessa pienestä yhtiöstä ylihintaa, ei kaupalla ole prosentuaalisesti yhtä suurta merkitystä yrityksen omistajille, kuin suuressa yrityskaupassa. Yritysostoissa ostajalla tulee kuitenkin kaupan koosta riippumatta olla mahdollisimman tarkka kuva siitä, mikä potentiaalisten synergiaetujen arvo on.

Damodaran (2005) lähestyy synergiaetujen vaikutusta ostettavan yhtiön arvoon seuraavan yhtälön kautta:

$$\text{Kohdeyhtiön arvo} = \text{Yhtiön arvo (itsenäinen)} + \text{synergiaetujen arvo}$$



Yhtiön itsenäinen arvo kuvastaa kohdeyrityksen nykytilan arvoa markkinalla, johon ei huomioida yksittäisten yritysten halukkuutta maksaa yrityksestä lisähintaa. Kohdeyhtiön kaupankäyntihinnan ja siten kohdeyhtiön arvon muodostaa yhtiön itsenäinen arvo sekä ostajayrityksen tunnistamien synergiaetujen arvo. Synergiaetujen tarkasta arvonmäärityksestä tekee haastavan se, että synergiaetujen tuomat hyödyt ovat saatavilla usein vasta yritysoston jälkeisen integraation jälkeen. Tästä syystä synergiaetujen tuoma lisäarvo voi jäädä lopuksi odotettua alemmas, koska tulevaisuudessa realisoituvien hyötyjen ennustaminen sisältää aina epävarmuustekijöitä. Iyerin (2017) mukaan synergiaetujen vaikutusta määrittäessä tulisi välttää liikaa optimistisuutta ja maksaa vain niistä liiketoiminnan hyödyistä, mitä arvon määrittäjä suorittava johto tietää lähitulevaisuudessa saavansa. Toisaalta synergiaetujen hyödyt toteutuvat vasta tulevaisuudessa, jolloin yritysten on osittain pohjattava tarjoustaan tulevaisuuden odotuksiin.

Yritysostot tuovat kuitenkin usein mukanaan edellä käsiteltyjä taloudellisia tai toiminnallisia synergiaetuja, jotka nostavat kohdeyrityksen markkina-arvoa ostajan silmissä. Synergiaetujen vaikutuksen arvoimiseksi toiminnalliset synergiaedut jaetaan usein kahteen eri kategoriaan niiden pääsiallisen vaikutuksen perusteella: liikevaihtoa kasvattaviin sekä kustannuksia laskeviin synergioihin, jotka molemmat vaikuttavat kohdeyrityksestä maksettavaan hintaan. Esimerkiksi tuotannon integroiminen, paremmat myyntikanavat tai laajempi asiakaskunta ovat tekijöitä, jotka vaikuttavat liikevaihdon kasvuun. Vastaavasti esimerkiksi tuotannon skaalaedut, pääsy uudempaan ja kustannustehokkaampaan teknologiaan tai matalammat pääoman kustannukset laskevat liiketoiminnan kokonaiskustannuksia. (Iyer, 2017.) Toiminnallisten synergiaetujen jakaminen kasvusynergioihin ja kustannussynergioihin auttaa hahmottamaan erilaisten pienempien synergiaetujen vaikutusta liiketoimintaan ja yrityksen arvoon.

### **2.3 Arvon määrittämisen haasteet**

Vaikka synergiaedut näyttäytyvät usein houkuttelevina mahdollisuuksina kasvattaa yrityksen liiketoimintaa, tulee ostavan yrityksen kiinnittää huomiota myös yritysostosta aiheutuviin kustannuksiin esimerkiksi integraation ja henkilöstön siirtämisen osalta. Lisäksi synergiaetujen realisoiminen edellyttää usein muutoksia

yrittäjien toiminnoissa, mistä koituu kustannuksia. Ostajan tulee tehdä tarkat laskelmat myös integroinnin tuomista kustannuksista ja varmistaa, etteivät yritysostosta koituvat kustannukset tuhoa kokonaisuudessaan synergiaetujen luomaa lisäarvoa. Koska yritysoston jälkeinen integraatio ja synergiaetujen realisointi synnyttävät runsaasti kustannuksia, voi tämä johtaa siihen, että synergiat ja niiden kokonaisvaikutukset muuttuvat negatiivisiksi. Yritysostosta aiheutuvista kustannuksista yleisimpiä sekä kustannuksiltaan suurimpia ovat esimerkiksi toimintofunktioiden ja järjestelmien integraatio, hetkellinen kaksinkertainen johto sekä henkilöstön siirtäminen. Usein yritysostosta aiheutuvat kulut ylittävät niiden odotetun määrän ja niihin varatun budjetin, mikä suoraan lisää paineita suurten synergiaetujen löytämiselle ja tarkalle integraatioprosessille. (Iyer, 2005.)

Vaikka yleinen aktiivisuus yritysostoissa on kasvanut, eivät monet yhtiöt silti saa luotua uutta arvoa yritysostoilla. Loukianova ym. (2017) viittaavat Weberin, Tarban ja Obergin (2014) toteuttamaan tutkimukseen, jonka mukaan vain noin 50 % yritysostoista onnistuu luomaan lisäarvoa. Yrityksen epäonnistuminen lisäarvon luomisessa johtuu usein liian optimistisesta suhtautumisesta synergioihin ja ostavan yrityksen liian suurista synergioista maksamista premioista, jolloin yritys tulee tuhonneeksi osakkeenomistajien varallisuutta. Synergiaetujen arvonmääritysprosessi on usein pääasiallisesti johdon vastuulla, joten synergiaetujen hyötyjen esille jalostaminen ja toiminnan konkreettiset muutokset ovat loppupeleissä muiden työntekijöiden käsissä. Tämä johtaa usein epärealistisiin odotuksiin synergioista, joita on vaikea toteuttaa. (Schade, 2014, s. 17.) Kohdeyhtiöstä maksettava kauppahinta kattaa tasearvon lisäksi myös kohdeyhtiön liikearvon, kaupasta maksettavan lisäpreemion sekä integraatiosta aiheutuvat kustannukset (Damodaran, 2005). Koska kauppahinta on yritysostoissa usein korkeampi kuin kohdeyrityksen markkina-arvo, voi suurten premioiden maksaminen synergioista ja yrityksestä ilman tarkkaa arvon määrittämistä koitua ostajan tappioksi. Toisaalta pessimistinen suhtautuminen yritysoston tarjoamiin synergiaetuihin ja synergioiden heikko arvonmääritys voi johtaa myös tilanteeseen, jossa kohdeyrityksestä tarjotaan alihintaa. Tässä tapauksessa heikko tarjous voi johtaa neuvottelujen päättymiseen. (Katramo ym., 2013, s. 44.)

Synergian arvonmäärittämiseksi olennaista on tietää synergiaedun muoto sekä aika, jossa se saadaan jalostettua käyttöön. Yleisessä arvonmääritysteoriassa hyödynnetään

usein diskontattujen kassavirtojen analyysiä, jonka osalta synergiaedun esiintyvyyteen ja esille jalostamiseen kuluva odotettu ajanjakso on olennaisessa osassa sen nykyarvon kannalta. Diskontattujen kassavirtojen analyysissä synergiaetujen luomat kassavirrat diskontataan nykyhetken arvoon käyttämällä diskonttauskorkoa, jona hyödynnetään usein keskimääräistä pääoman painotettua kustannusta. Mitä pidemmän aikaa synergiaetujen mahdollistamien hyötyjen käyttöönotto ja suurempien kassavirtojen luominen vie, sitä vähemmän niiden nykyhetken arvo on diskontattuina kassavirtoina. Tulevaisuuden odotuksiin pohjaaminen on riskistä toimintaa, joten synergiaetujen luonne on tärkeää mallintaa mahdollisimman tarkkaan liian optimistisen tarjouksen estämiseksi. Tätä ennustamiseen liittyvää riskiä voidaan laskea hyödyntämällä arvonmäärityksen tukena huomiota aiempiin referenssiyritysostoihin, ja niissä maksettuihin preemioihin, mikä voi laskea riskiä synergian yliarvioimiseksi (Lovallo, Viguerie, Uhlaner & Horn, 2007). Riskin laskemiseksi yritys voi myös toteuttaa erilaisia skenaarioita potentiaalisille synergiaetujen vaikutuksille ja niiden jalostamisesta koituville kustannuksille sekä pyrkiä estimoimaan tarkan arvon toteuttamalla simulaatioita erilaisten skenaarioiden kautta.

## 2.4 Diskontattujen kassavirtojen analyysi

Edellä mainittu diskontattujen kassavirtojen analyysi (discounted cash flow analysis, lyh. DCF-analyysi) on yleisimpiä ja tutkitusti tarkimpia tapoja määrittää synergiaetujen arvoa (Schade, 2014, s. 30; Bertoucel, 2006). Diskontattujen kassavirtojen analyysimallilla tulevaisuuden kassavirrat saadaan muutettua nykyhetken arvoon. DCF-analyysin pääperiaate on, että yrityksen tai omaisuuden arvo perustuu sen kykyyn tuottaa kassavirtoja (Kumar, 2015, s. 145). Diskontattu kassavirta-analyysi ottaa huomioon tulevaisuuteen pohjaavan näkemyksen, jaksoittaisen ennustamisen, rahan aika-arvon ja huomioi riskit (Schade, 2014, s. 30). Kaavan toiminta esitetty alempana kaavassa (1), jossa DCF kuvastaa diskontattujen kassavirtojen nykyarvoa, CF kyseisen vuoden kassavirtaa ja  $r$  diskonttauskorkoa.

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad (1)$$

DCF-analyysi perustuu laskennallisesti siihen, että synergian vaikutus pyritään sisällyttämään mahdollisimman tarkasti tulevaisuuden odotettuihin kassavirtoihin. Synergian vaikutusta diskontattaviin kassavirtoihin voidaan hahmottaa esimerkiksi yrityksen tulos- ja tilinpäätösennusteiden kautta. Kassavirtojen ennustamisessa ajanjaksona käytetään yleensä viittä vuotta, jotta ennusteet pysyvät mahdollisimman luotettavina. (Schade, 2014, s. 32–33.) DCF-analyysi vaatii tarkan paneutumisen yrityksen liiketoimintaan, sillä pienetkin muutokset yrityksen kasvu- ja tuotto-odotuksissa muuttavat helposti DCF-mallin antamaa lopputulosta (Mukherjee, Kiumaz & Baker, 2004). Diskonttauskorko, jonka avulla kassavirrat muutetaan nykyarvoa vastaavaksi, vastaa yleisesti yrityksen keskimääräistä painotettua pääoman kustannusta, eli WACC:ia, mikä lasketaan alla näkyvällä kaavalla (2).

$$WACC = \frac{E}{V} \times i_{oma\ pääoma} + \frac{D}{V} \times i_{vieras\ pääoma} (1 - T_c) \quad (2)$$

missä:

$i_{oma\ pääoma}$  = oman pääoman kustannus

$i_{vieras\ pääoma}$  = vieraan pääoman kustannus

E = oman pääoman markkina-arvo

D = vieraan pääoman markkina-arvo

V = kokonaispääoma (E + D)

$T_c$  = yritysveroaste

WACC siis sisältää jokaisen pääomakomponentin kustannuksen kerrottuna sen suhteellisella painolla. Vieraan pääoman kustannuksessa otetaan huomioon verovähennyskelpoiset korkokulut ja vähentämällä ne velan kokonaiskustannuksista. Vieraan pääoman kustannukseen vaikuttaa rahoittajien odotukset, ja mikäli synergiaetujen odotetut vaikutukset kassavirtoihin eivät näy odotetulla tavalla, vaativat velkojat korkeampaa tuottoa lainoilleen. Oman pääoman kustannuksen arvioiminen on haastavampaa, sillä se heijastaa sijoittajien näkemyksiä yhtiön riskisyydestä sekä muutoksia ulkoisissa tekijöissä. Sijoittajien näkemyksiin vaikuttavat muun muassa yrityksen taloudellinen tilanne, tulevaisuuden odotukset, talouskasvun odotukset ja poliittiset päätökset. (Schade, 2014, s. 34.) Synergiaedut voivat muuttaa pääoman kustannuksia alhaisemmiksi esimerkiksi parantuneen

luottoluokituksen myötä, mikä laskee vieraan pääoman kustannusta. Lisäksi kassavirtojen ja liiketoiminnan parempi ennustettavuus laskee riskiä sijoittajien mielessä, mikä laskee oman pääoman kustannusta.

### 3 SYNERGIAETUJEN ARVON MÄÄRITTÄMINEN

#### 3.1 Toiminnallisten synergiaetujen arvonmääritys

Synergiaetujen arvonmäärittämiseen on olemassa useita malleja sekä teorioita, joiden perusteella synergian arvoa pyritään estimoimaan. Osa asiantuntijoista on sitä mieltä, että synergiaedut ja niiden esiintyvyys ovat yritysoston yhteydessä niin vaikeasti ennustettavissa, että tarkka arvonmääritys vaatisi liikaa oletuksia. (Damodaran, 2005.) Kyseisessä tilanteessa ylimääräisten preemioiden maksaminen yrityksistä synergiaetujen vuoksi ei olisi kannattavaa. Näkemykset, jotka pohjautuvat siihen, että synergiaetujen arvo on mahdollista määrittää, pohjautuvat myös oletuksiin kassavirroista ja kasvutekijöistä. Perustana näille näkemyksille Damodaran (2005) esittelee kaksi kysymystä, joiden perusteella voidaan tehdä päätelmiä siitä, onko toiminnalliselle synergiaedulle mahdollista löytää tarkka arvo:

- (1) Missä muodossa synergian odotetaan esiintyvän?
- (2) Missä vaiheessa synergia alkaa vaikuttamaan kassavirtoihin?

Kyseinen malli pohjautuu nettonykyarvomenetelmään, jossa odotetut kassavirrat diskontataan nykyhetkeen aiemmin esitellyn DCF-analyysin avulla. Odotettujen synergioiden muoto ja vaikutus on tärkeää pystyä määrittämään. Jotta synergiaedulle voidaan laskea arvo, sen tulee vaikuttaa vähintään yhteen osuuteen arvonmääritysprosessissa. Nämä arvonmääritysprosessin osat ovat korkeammat kassavirrat olemassa olevista varoista, korkeampi odotettu kasvuvauhti, pidempi kasvunäkymä sekä matalampi pääomankustannus. Toinen olennainen kysymys liittyy synergioiden hyödyntämiseen kestäväan aikaan. Joissain tapauksissa synergiaedut voidaan hyödyntää heti yritysoston jälkeen, mutta usein ne alkavat vaikuttaa toimintaan vasta pidemmällä aikavälillä. Tarkkaa arvonmääritystä laadittaessa on olennaista pystyä arvioimaan mahdollisimman tarkasti kyseisen ajanjakson pituus, sillä synergian arvo on sen tuottamien kassavirtojen nykyarvo, joten mitä pidempään sen tuomien hyötyjen esille jalostaminen kestää, sitä pienempi synergian arvo tulee olemaan rahan aika-arvosta johtuen. (Damodaran, 2005.)

Synergiaetujen arvoa voidaan estimoida kolmiportaisen mallin mukaisesti. Kun tiedossa on synergian esiintymismuoto ja sen esiintyvyysaika, saadaan sen arvo määritettyä kolmessa vaiheessa. Ensimmäisessä vaiheessa määritetään molempien yksittäisten yritysten arvot, mitkä ovat osallisena yritysostossa. Nämä arvot määritetään yleisen käytännön mukaan diskonttaamalla yritysten odotetut kassavirrat yritysten painotetuilla keskimääräisillä pääomankustannuksilla. Toisessa vaiheessa estimoidaan uuden yhdistyneen yrityksen arvo ilman synergiaetuja. Yhdistetyn yrityksen arvo saadaan laskemalla yhteen ensimmäisessä vaiheessa lasketut yritysten erilliset arvot. Kolmannessa vaiheessa synergioiden odotetut vaikutukset sisällytetään yrityksen kasvunopeuksiin, kassavirtoihin sekä kasvunäkymiin ja määritetään synergian arvo uuden yrityksen arvoon. Tämän jälkeen vähennetään saadusta arvosta uuden yrityksen arvo ilman synergioita, mikä tuottaa synergiaetujen arvon. (Damodaran, 2005; Kumar, 2015, s. 216–217.)

Kyseisessä kassavirtapohjaisessa arvonmääritysmallissa pyritään siis sisällyttämään synergian vaikutukset yritykselle ja määrittämään yrityksen arvo näiden vaikutusten kanssa. Tässä mallissa olennaista on siis tunnistaa ne kassavirtaperusteisen mallin osat, joihin synergiaedut vaikuttavat. Koska synergiaetujen vaikutukset liitetään usein kasvuun tai suurempiin kassavirtoihin, jaetaan toiminnalliset synergiat kustannussynergioihin ja kasvussynergioihin (Damodaran, 2005; Kumar, 2015, s. 207). Synergioiden arvoa määrittäessä jako kustannus ja kasvussynergioihin on helppo tapa havainnollistaa niiden luonnetta ja tutkia niiden vaikutusta yritykselle (Iyer, 2005). Kustannussynergian vaikutus näkyy yrityksen toiminnassa esimerkiksi korkeampina kassavirtoina ja kasvussynergian vaikutukset parempina kasvunäkyminä sekä nopeampana liikevaihdon kasvuna. Synergian vaikutuksia mallintaessa olennaista on kiinnittää huomiota synergian keston. Jatkuvat kustannussynergiat vaikuttavat pitkällä aikavälillä liikevoittomarginaaleihin ja tuottoihin, kun taas kertaluontoisen kustannussynergian vaikutus näkyy esimerkiksi korkeampina kassavirtoina yhden tilikauden ajan. (Damodaran, 2005.)

Skenaariossa, jossa kustannusten alenemisen seurauksena liike-tulos kasvaa, saadaan synergian arvo määritettyä diskonttaamalla tulevaisuuden korkeampia kassavirtoja. Yritys voi saavuttaa kustannussynergioita esimerkiksi yritysostolla mahdollistettujen tuotannon skaalaetujen kautta. Tällaisessa tilanteessa synergian arvo lasketaan

rakentamalla kustannussynergian vaikutukset yrityksen kassavirtoihin. Kasvussynergian vaikutus on kustannussynergioiden määrittämistä monimutkaisempaa, sillä kasvun paraneminen ilmenee yrityksessä monella tavoin. Kasvussynergiat saavutetaan usein tuotteiden molemminpuolisesta myynnistä, brändien laajentumisesta sekä maantieteellisestä- tai tuotannollisesta laajentumisesta (Kumar, 2015, s. 216). Kasvussynergioiden rajallisuutta ja kestoa on myös kustannussynergioita haastavampi määrittää, mikä vaikeuttaa niiden tarkan vaikutuksen mallintamista (Damodaran, 2005). Kasvussynergian arvon määrittämiseksi on olennaista pystyä määrittämään ne toiminnot, joihin synergiaetujen odotetaan vaikuttavan. Synergian arvoa voidaan sen jälkeen arvioida sisällyttämällä sen odotetut vaikutukset yrityksen liiketoimintaan ja kassavirtoihin.

Kasvussynergian arvoa laskiessa olennaista on siis ymmärtää ne toiminnot, joiden kasvuun yritysosto vaikuttaa eniten, jonka jälkeen synergian arvo määritetään kassavirtoja diskonttaamalla. Esimerkiksi, mikäli yritysosto mahdollistaa ostajayritykselle korkeamman projektien kysynnän, heijastuu projektien korkeampi kysyntä projektien määrään, jolloin yrityksen arvo kasvaa korkeamman investointiasteen ja nopeamman liikevaihdon kasvun kautta (Damodaran, 2005). Tilanteessa, jossa yritys pääsee yritysostolla käsiksi esimerkiksi parempaan teknologiaan, tai osaavampaan henkilöstöön voi johtaa tilanteeseen, jossa yrityksen kasvuvauhti nousee tehokkaampien ja tuottoisampien projektien seurauksena. Toisaalta paremmalla teknologialla voi olla myös esimerkiksi tuotannon kustannuksia pienentävä vaikutus, jolloin kyseessä on kustannussynergia.

Esimerkiksi, jos puhelimia valmistava yritys ostaa toisen yrityksen samalta toimialalta, mikä omaa uutta teknologiaa ja jonka avulla yritys voi esimerkiksi tuottaa puhelimiin kameroita aiempaa suuremman määrän samalla kustannuksella ja samassa ajassa, saadaan synergiaetun vaikutus laskettua kameroiden tuotantoon sijoitetun pääoman tuoton kautta. Synergiaetun arvo saadaan tällaisessa tapauksessa laskettua siten, että lasketaan kyseisen prosessin pääoman tuotto ja sisällytetään uuden korkeamman pääomantuoton vaikutus yrityksen kasvuvauhtiin. Mikäli uusi teknologia mahdollistaa vain tuotannon kustannusten laskemisen, vaikuttaa synergiaetu suoraan yrityksen kokonaiskustannuksiin ja sitä kautta voittoihin. Kun synergian vaikutukset on



sisällytetty mahdollisimman tarkasti yrityksen toimintaan, saadaan synergian arvo määritettyä diskonttaamalla tulevaisuuden kassavirrat niiden nykyarvoonsa.

### 3.2 Taloudellisten synergiaetujen arvonmääritys

Taloudellisten synergiaetujen arvonmäärittämisessä DCF-analyysin avulla on myös olennaista sisällyttää synergian vaikutukset yrityksen kassavirtoihin, kasvuun ja kustannuksiin. Synergiaetuja voi kuitenkin syntyä myös pelkästään taloudellisten tekijöiden kautta. Tässä alaluvussa syvennytään tarkemmin taloudellisten synergioiden arvonmääritykseen. Yritysten pyrkimys verotehokkuuteen sekä pääomasta maksettavat kustannukset nostavat optimaalisen pääomarakenteen merkitystä. Optimalisemman pääomarakenteen mahdollistamat säästöt pääoman kustannuksista ovat tärkeässä asemassa yrityksen kustannustehokkuuden saavuttamisessa. Tästä syystä yrityksen pääomarakenteeseen vaikuttavat muutokset luovat usein taloudellisia synergiaetuja. (Leland, 2007.) Taloudelliset synergiaedut mahdollistavat ostajayrityksen velkakapasiteetin kasvattamisen, luovat veroetuja kertyneiden tappioiden vähentämisen tai korkeampien poistojen myötä, tarjoavat hajauttamisen hyötyjä sijoittajille laskien sijoittajien tuottovaatimusta, tai mahdollistavat investointien toteuttamista paremman pääoman saatavuuden kautta. Edellä mainitut taloudellisten synergiaetujen muodot ovat pääasiallisia taloudellisia synergioita, joita yritysrahoitusteoriassa on tunnistettu ja joiden arvoa voidaan nykytiedon valossa estimoida (Damodaran, 2005; Schade, 2014, s. 16; Kumar, 2015, s. 215).

Mikäli yritysoston tavoitteena on vain liiketoiminnan hajauttaminen ja sen kautta saavutettavat pääomankustannussäästöt, ei yritysoston tulisi luoda juurikaan arvonlisäystä, mikäli molemmat yhtiöt ovat julkisen kaupankäynnin kohteena. Tämä johtuu siitä, että sijoittajilla on mahdollisuus hajauttaa omatoimisesti ostamalla molempia yhtiöitä. (Damodaran, 2005.) Hajauttaminen nähdään usein heikkona taloudellisten synergiaetujen luoja, sillä hajauttamisen perusteella tehtävät yritysostot epäonnistuvat usein siksi, että ostavan yrityksen tietotaito uudella markkinalla tai liiketoiminta-alueella ei ole riittävällä tasolla. Tämä johtaa siihen, että toiminnalliset tappiot kasvavat ja suorituskyky toimialalla laskee, mikä kumoaa hajauttamisella alun perin tavoitellut hyödyt. (Basmah & Rahatullah, 2014.) Basmahin

ja Rahatullahin (2014) esimerkissä on käytetty referenssiyrityksenä Savolaa, joka osti kiinteistöyhtiön heidän toimialansa ulkopuolelta. Yritysosto nähtiin epäonnistuneena, sillä sen seurauksena tulleet suorituskyvyn lasku sekä tappiot tuhosivat synergian luomat edut ja yrityksen arvoa (Basmah & Rahatullah, 2014). Hajauttamisen tuomaa synergiaetua ja sen arvoa voidaan määrittää yksityisten yhtiöiden kohdalla estimoimalla yritysoston vaikutuksia liiketoiminnan syklisyyteen, jonka lasku näkyy yksityisten yhtiöiden kohdalla matalampana pääomankustannuksena. Esimerkiksi jos syklistä liiketoimintaa harjoittava yritys ostaa kasvavan yhtiön, jonka liiketoiminta on vähemmän syklistä, voi yritysosto johtaa siihen, että ostetun yhtiön liiketoiminnan kasvaessa yhdistetyn yhtiön liiketoiminta muuttuu paremmin ennustettavaksi. Tämä voi puolestaan johtaa yrityksen pääomankustannuksen laskuun. (Damodaran, 2005.)

Yritykset hyödyntävät yritysostoissaan usein verolakeja arvon luomiseksi. Verotehokkuutta parantavat synergiaedut voivat liittyä esimerkiksi kahden yrityksen väliseen tuottojen ja tappioiden jakamiseen, jolloin yritysten yhdistäminen johtaa veroetuihin, kun voittoa tekevä yritys vähentää toisen yrityksen tappiot omista tuloistaan ja välttää siten merkittävät veron maksamiset voitoistaan. Toinen potentiaalinen hyöty liittyy kohdeyhtiön poistettavien varojen ylös kirjaamiseen, mikä johtaa suurempiin verosäästöihin tulevien vuosien poistoista. Tilanteessa, jossa yritys kirjaa kohdeyrityksen poistettavat varat ylös vastaamaan paremmin markkina-arvoa yritysoston jälkeen, luo yritys verosäästöjä suurempien poistojen muodossa. Tällainen tilanne voi syntyä, mikäli kohdeyrityksen kiinteää omaisuutta kuten rakennuksia tai kalustoa on poistettu tilikausittain markkinahinnan laskua nopeammin esimerkiksi verosäästöjen tavoittelun takia. (Damodaran, 2005.)

Yritysoston jälkeen ostajayritys saa halutessaan kirjata poistettavan omaisuuden vastaamaan paremmin markkinahintaa, mikä johtaa siihen, että ostajayritys voi tehdä suurempia poistoja ja säästää siten verotuksessa (Damodaran, 2005). On syytä huomata, että menneiden vuosien aikana verolakeja varojen uudelleen arvostamiseen liittyen on kiristetty, joten yritykset voivat arvostaa kirjanpidon varallisuutta oston yhteydessä vain käypään markkinahintaan, eikä esimerkiksi alkuperäiseen hankintahintaan (Damodaran, 2005). Myös Suomen lainsäädännön ja IFRS standardien mukaan esimerkiksi kiinteistöjen osalta voidaan tehdä arvonorotuksia, jotta omaisuuden tasearvo saadaan vastaamaan paremmin markkinahintaa

(Finanssivalvonta, 2016). Tämä poistojen kautta toteutettavan synergiaedun arvo voidaan määrittää tulevaisuuden verosäästön avulla. Seuraavassa taulukossa havainnollistetaan poistojen suuruuden vaikutusta verosäästöihin yritysostotilanteessa, jossa ostava yritys pystyi kirjaamaan ylös poistettavan omaisuuden vastaamaan paremmin markkinahintoja ja siten kasvattaa poistojen määrää ja verosäästöjä (Damodaran, 2005). Esimerkki pohjautuu 48 % veroasteeseen ja diskonttaus korkona käytetään yrityksen pääomankustannusta, joka on 14.5 %. Korkeammista kirjanpidossa tehtävistä poistoista seuraa verohyötyä, jonka arvoksi saadaan 40,28 miljoonaa euroa. Taulukosta nähdään, miten verohyödyt muodostuvat korkeampien poistojen avulla.

**Taulukko 1. Suurempien poistojen tekemisestä seuraavat verohyödyt (mukaillen Damodaran, 2005)**

Vuosi	Poistot ennen	Poistot jälkeen	Muutos poistoissa	Verosäästö	Nykyarvo
2015	8.00€	35.51€	27.51€	13.20€	11.53€
2016	8.80€	36.26€	27.46€	13.18€	10.05€
2017	9.68€	37.07€	27.39€	13.15€	8.76€
2018	10.65€	37.95€	27.30€	13.10€	7.62€
2019	11.71€	21.23€	9.52€	4.57€	2.32€
<b>2015-19</b>	<b>48.84€</b>	<b>168.02€</b>	<b>119.18€</b>	<b>57.2€</b>	<b>40.28€</b>

Taulukon luvut esitetty miljoonissa euroissa.

Verohyödyt, jotka ovat seurausta yritysoston jommankumman osapuolen tappiollisesta toiminnasta toteutuvat, kun toinen kaupan osapuolista tekee tappiota, eikä yritys tulevaisuuden näkymillä tule muuttamaan toimintaansa tuottoisaksi (Loukianova ym., 2017). Esimerkiksi, mikäli yritys odotetulla miljardin euron liikevoitolla ostaa yrityksen, jolla on siirrettyjä tappioita miljardin euron verran veroprosentin ollessa 40 %, säästää ostava yritys veroissa 400 miljoonaa euroa, mikä muodostaa synergiaedun arvon. Mikäli ostava yritys kohtaa epävarmuutta ja vaihtelua liikevaihdossa, ei ostavalla yrityksellä välttämättä ole riittävästi tuloja, joista vähentää tappiot välittömästi. Tässä skenaariossa ostava yritys, joka tekee esimerkiksi vuosittain 250 miljoonan euron liikevaihdon, vähentää miljardin tappiot neljän vuoden aikana, jolloin verosäästöt ovat edelleen yhteensä 400 miljoonaa euroa, mutta ne tulevat

yritykselle käyttöön 100 miljoonan euron erissä vuosittain. Tässä skenaariossa verosäästöjen tarkka arvo ja siten synergian arvo saadaan diskonttaamalla 100 miljoonan euron säästöt neljän vuoden ajalta yrityksen pääomankustannuksella. (Damodaran, 2005.) Yritys voi saavuttaa yritysoston avulla verohyötyjä myös silloin, kun efektiivinen veroaste laskee esimerkiksi maantieteellisen jakauman, pääkonttorin sijainnin muuttamisen, tai omaisuusyhdistelyiden takia (Loukianova ym., 2017).

Ostajan ja kohdeyrityksen kassavirtojen korrelaation ollessa alle täydellisen korrelaation, kassavirtojen yhdistyessä yrityksen kassavirtojen vaihtelevuuden lasku voi johtaa siihen, että yritys voi nostaa velkakapasiteettiaan sekä yrityksen arvoa (Damodaran, 2005). Damodaran (2005) viittaa teoksessaan Lewellenin (1971) tekemään tutkimukseen, jonka mukaan epätäydellisesti korreloivien kassavirtojen yhdistäminen vähentää maksukyvyttömyysriskiä ja lisää siten yrityksen velkakapasiteettia. Suurempi velkakapasiteetti johtaa siten parempaan optimaaliseen vipuvaikutukseen, verosäästöihin, ja korkeampaan yrityksen arvoon (Lewellen, 1971). Kun yrityksen kassavirrat muuttuvat tasaisemmaksi, voi yritysosto laskea todennäköisyyttä konkurssille velkojan silmissä. Tässä tilanteessa yritys voi usein kasvattaa velkakapasiteettiaan. (Kumar, 2015, s. 2015.)

Velkakapasiteetin lisäämistä arvonluonnin osana tukevat argumentit olettavat, että yritykset toimivat heidän optimaalisella velkakapasiteetillaan jo ennen yritysostoa. Arvonluontia koskevat argumentit eivät päde siinä tapauksessa, mikäli ostava yritys tai kohdeyritys toimii epäoptimaalisella velkatasolla, sillä yritys voisi muuttaa velkatasoaan optimaalisemmaksi ja luoda siten lisäarvoa toimimalla itsenäisesti. Näissä tapauksissa velkakapasiteettia parantavilla synergiaeduilla ei ole arvoa. Synergiaedulle, joka mahdollistaa yritykselle suuremman velkakapasiteetin, esimerkiksi tasaisempien kassavirtojen muodossa voidaan estimoida arvo laskemalla lisätyn velan määrän vaikutus yrityksen pääomankustannukseen. (Damodaran, 2005.) Velkakapasiteettia lisäämällä yrityksen keskimääräinen pääomankustannus laskee, vieraan pääoman matalamman tuottovaatimuksen johdosta. Matalampi pääomankustannus laskee yrityksen tulevaisuuden kassavirtoja diskontatessa käytettävää WACC:ia, mikä johtaa DCF-mallin mukaisesti yrityksen suurempaan arvoon.

Tilanteessa, jossa yritys joutuu hylkäämään potentiaalisia investointeja rajallisen sijoitettavan pääoman vuoksi, voi yhtiö välttää potentiaalisten investointien hylkäämisen sellaisella yrityskaupalla, jonka kohteella on rajallinen määrä potentiaalisia projekti- ja investointimahdollisuuksia, mutta jolla on käytössä varoja investointien ja projektien toteuttamiseksi. Tilanne pätee myös toisin päin, jolloin ylimääräistä pääomaa omaava yritys ostaa toisen yrityksen, jonka sijoitettava varallisuus on matalalla tasolla, mutta joka omaa paljon potentiaalisia investointimahdollisuuksia. Kyseinen skenaarion luomat taloudelliset synergiaedut arvostetaan niiden projektien tuottojen nykyarvojen mukaan, mitkä olisi jäänyt toteuttamatta, mikäli yritykset olisivat pysyneet erillään, mutta voidaan nyt toteuttaa pääoman saatavuuden myötä. (Damodaran, 2005.) Synergian arvo estimoidaan yksinkertaisimmillaan laskemalla niiden projektien nettonykyarvot, jotka rahanpuutteessa oleva yritys joutuisi hylkäämään rahanpuutteen vuoksi, minkä jälkeen projektien nettonykyarvot lisätään yhdistetyn yrityksen arvoon. Kyseisessä tilanteessa kuitenkin oletetaan, että projektit olisi jouduttu hylkäämään ikuisesti. Mikäli projektit on mahdollista toteuttaa myöhemmin, on synergian arvo nykyarvojen menetys siltä ajalta, kun investointien toteuttamista on jouduttu odottamaan projektien kokonaisten nettonykyarvojen sijasta. (Damodaran, 2005.)

### **3.3 Suhteellinen arvonmääritys**

Edellä esiteltyjen synergiaedun kassavirtoihin sisällyttämiseen sekä taloudelliseen toimintaan pohjaavien nettonykyarvomallien lisäksi asiantuntijat hyödyntävät synergiaetujen arvoa estimoidessa myös suhteellista arvonmääritysmallia (Fiorentino & Garzella, 2013). Tässä mallissa synergian arvo pohjautuu, siihen miten yritykset ja niiden tuomat synergiat hinnoitellaan markkinalla (Damodaran, 2005; Gupta & Gerchak, 2002; Liu, Nissim & Thomas, 2002). Mallin mukaan synergian arvo saadaan estimoitua vertaamalla odotettuja synergiavirtoja ja niiden nykyarvoa johonkin muuttujaan, joka pysyy vakiona vastaaville yrityksille ja aiemmille yrityskaupoille (Fiorentino & Garzella, 2013). Konkreettisesti suhteellinen arvonmääritys tarkoittaa siis sitä, että verrataan ostettavaa yhtiötä muihin samankaltaisiin yhtiöihin markkinalla. Vertailukohteena täysin identtistä yhtiötä on mahdotonta löytää, joten vertailussa olisi tärkeä kiinnittää huomiota perusominaisuuksiltaan, toimialaltaan ja kasvu- ja riskiympäristöltään samankaltaisiin yhtiöihin (Bertoncel, 2006).

Suhteellista arvonmäärittämissä voidaan käyttää myös yhdessä nettonykyarvomenetelmän kanssa, jolloin synergiaedun luomien kassavirtojen diskonttaamisen jälkeen saatua yrityksen arvoa voidaan verrata samankaltaisiin yrityksiin esimerkiksi käyttökatekertoimen avulla. Suhteellisen arvomäärittämissä etuna on erityisesti sen yksinkertaisuus ja tiedon laaja saatavuus etenkin julkisesti noteeratuille yhtiöille. (Bertoncel, 2006.) Julkisesti noteeratuista yhtiöistä saatavilla oleva tilinpäätöstieto sekä ennusteet seuraavan vuoden liiketoiminnan kehittymisestä helpottavat vertailtavuutta. Toisaalta, koska suhteellisessa arvomäärittämissä yrityksen arvoa verrataan muiden yritysten markkina-arvoon, on arvomäärittämissä onnistumiselle olennaista, että markkinat hinnoittelevat yhtiöt oikein. Markkinoiden ollessa ali- tai ylihinnoitellut, tuottaa suhteellinen arvomäärittämissä epärealistista informaatiota. (Kumar, 2015, s. 188.)

Vertailukelpoista yhtiötä voidaan helposti verrata saman toimialan kohdeyritykseen standardoiduilla kertoimilla, kuten esimerkiksi käyttökatekertoimella tai voittokertoimella. Käyttökatekerroin lasketaan jakamalla yrityksen velaton arvo yrityksen käyttökateella ja voittokerroin jakamalla yrityksen osakkeen hinta osakekohtaisella tuloksella. Vertailun pohjaaminen tulevan 12 kuukauden käyttökate- tai voittokertoimiin tuottaa paremmat odotukset kohdeyhtiön ja synergian arvosta, koska lähitulevaisuuden odotukset ovat sisällytetty kertoimeen jo seuraavan 12 kuukauden ajalta (Kumar, 2015, s. 191–192). Suhteellinen arvomäärittämissä toteutetaan valitsemalla kohderyhmäksi yhtiöitä, jotka ovat yhteneväisiä toimialaltaan, kooltaan, kasvultaan, tuotoiltaan ja riskiltä. Tämän jälkeen tunnistetaan yritykselle tunnusluvut, kuten voittokertoimet ja käyttökatekertoimet, joita verrataan kohderyhmän yhtiöihin ja tehdään päätelmiä siitä, onko ostettava yritys yli- tai aliarvostettu. (Kumar, 2015, s. 189.) Synergiaeduista maksettava preemio sisällytetään yrityksen arvoon sitä verrattaessa muihin saman toimialan yhtiöihin.

Suhteellisen arvomäärittämissä käyttö yhdessä nettonykyarvomenetelmän kanssa synergiaetujen arvoa estimoidessa on perusteltua ja sitä käyttämällä pystytään hyvin seuraamaan kohdeyhtiöstä maksettavaa hintaa suhteessa muihin samankaltaisiin yhtiöihin ja välttämään synergiaetujen liian optimistinen arvostus. Suhteellisen arvomäärittämissä hyödyntäminen ei myöskään vaadi nettonykyarvomenetelmän

mukaisesti synergiaetujen vaikutusten erityisen tarkkaa mallintamista, vaan synergian arvo käsitellään osana yrityksen arvoa, joita verrataan muiden vastaavien toimialan yritysten välillä. Se, että suhteellinen arvonmäärittäjämalli ei vaadi tarkkaa mallintamisprosessia, tekee siitä myös helposti ymmärrettävän ja helppokäyttöisen (Kumar, 2015, s. 188). Toisaalta yrityksen arvon vertaaminen samankaltaisten yritysten kanssa ei ota huomioon jonkin tietyn yhtiön liiketoiminnan erityisyyttä ja sen merkittäviä vaikutuksia ostajayritykselle. Tällöin suhteellisen arvonmäärittäjämallin mukaan kohdeyhtiön liian korkea arvo suhteessa muihin saman toimialan yhtiöihin voi olla myös täysin perusteltua.

## 4 ARVONMÄÄRITYSMALLIEN VERTAILU JA KÄYTÄNNÖN ESIMERKKI

### 4.1 Erilaisten arvonmäärittämissmallien hyödyntäminen

Arvonmäärittämissmallit, jotka perustuvat kassavirtojen nettonykyarvoon, ovat tarkimpia sekä empiirisen, että teoreettisen tutkimuksen mukaan (Baker ym., 1981; Kumar, 2015, s. 145; Mukherjee ym., 2004). Tutkimuksessa, jossa haastateltiin yritysjärjestelyjen parissa toimivia toimitusjohtajia, neuvonantajia sekä konsultteja selvitettiin heidän mielestään sopivinta arvonmäärittämissmallia synergiaetujen arvon määrittämiseen. 71 % tutkimukseen vastanneista piti nettonykyarvomenetelmää sopivimpana arvonmäärittämissmallina, kun taas noin 16 % piti suhteellista arvonmäärittämissmallia sopivimpana mallina. (Fiorentino & Garzella. 2013.) Toisaalta Kumar (2015, s. 197) viittaa Goldman Sachsin (1999) tekemään tutkimukseen, jossa yli 50 % analyytikoista kertoi P/E-luvun, eli voittokertoimen olevan heidän pääasiallinen arvonmäärittämisskeinonsa. Tämä tutkimus tuo ilmi suhteellisen arvonmäärittämissmallin helppokäyttöisyyden ja nopeuden. Betroncelin (2006) mukaan pelkästään suhteellisen arvonmäärittämissmallin perusteella tehtävää lopullista arvonmäärittäystä tulisi kuitenkin välttää ja suositeltavaa olisi hyödyntää synergiaetujen lopullisessa arvonmäärittäyksessä molempia metodeja yhdessä. Suhteellisen arvonmäärittämissmallin hyödyntäminen yksinään ei ota tarpeeksi huomioon kohdeyrityksen tuomia erityishyötyjä muihin toimialalla toimiviin yhtiöihin verrattuna, jolloin synergian potentiaali voi jäädä ostajayritykselle aliarvostetuksi ja siten ostotarjous liian matalaksi.

Suhteellisen arvonmäärittämissmallin sekä nettonykyarvomenetelmän hyödyntäminen yhdessä luo tarkkuutta arvonmäärittämissprosessiin ja laskee riskiä yritysoston epäonnistumiselle liian korkean tarjouksen tekemisen muodossa. Kahden tai useamman arvonmäärittämissmallin hyödyntäminen samanaikaisesti helpottaa päätöksentekoa ja tuo vertailukohtia mukaan arvonmäärittämissprosessiin. Fiorentinon ja Garzellan (2013) mukaan suhteellisen arvonmäärittämissmallin hyödyntäminen niin sanottuna hallintamallina (control model) pääasiallisen arvonmäärittämissmallin eli nettonykyarvomenetelmän ohella on varsin yleistä ja tutkimukseen vastanneista noin 45 % hyödynsi toiminnassaan hallintamallina suhteellista arvonmäärittämissmallia.



Hallintamallilla tarkoitetaan yksittäisessä arvomäärittämisprosessissa pääasiallisen mallin ohella käytettävää toista arvomäärittämis mallia, jonka tarkoitus on luoda uusia perspektiivejä arvomäärittämisprosessiin ja varmistaa, synergiaeduista maksettava hinta ei nouse liian suureksi.

Yritystoston jälkeen yrityksen tulisi myös pyrkiä sisällyttämään synergian estimoidut vaikutukset mahdollisimman tarkasti budjetteihinsa ja rahoitussuunnitelmiin, jotta pysytään aikataulussa synergian jalostamisessa (Ficery, Herd & Pursche, 2007). Synergian vaikutuksen estimoinnin ja arvon määrittämisen tueksi Cirjevskis (2020) esittelee ARCTIC-viitekehyksen (A-Advantage, R-Relatedness, C-Complexity of competence, T-Time of Integration, I-Implementation Plan, C-Cultural Fit), jota voidaan hyödyntää arvomäärittämis mallien tukena ja saavuttaa sen avulla laajempi yleiskuva synergian tuomista eduista, suhteellisuudesta, kompleksisuudesta, integraatioajasta, implementoinnista sekä kulttuuriin sopivuudesta. ARCTIC-viitekehyksellä voidaan auttaa yrityksen johtoa tunnistamaan synergioiden luonnetta ja sitä kautta helpottaa synergian arvon määrittämistä perinteisten arvomäärittämis mallien avulla. Kyseisen viitekehyksen avulla yrityksen johto saa luotua uusia näkökulmia perinteisten arvomäärittämiskeinojen ohelle.

Arvomäärittämisprosessin ja yritystoston jälkeinen integraatioprosessi ja kontrolli ovat olennaisessa osassa hyötyjen realisoimiseksi ja arvon lisäämiseksi. Damodaran (2005) viittaa teoksessaan KPMG:n (1999) tekemään tutkimukseen, jonka mukaan useat yritykset, jotka eivät toteuta suunnitelmaa synergian realisoimiseksi, päätyvät tilanteeseen, jossa synergiaedut eivät lopulta luo ollenkaan lisäarvoa. Heikon suunnitellun integraation ja huonon synergiaetujen realisointiprosessin johdosta odotetut synergiat ja niiden kokonaisvaikutukset voivat muuttua jopa negatiivisiksi. Syynä tähän ovat integraation vaatimat kustannukset niin johdon, prosessien, tuotannon yhdistämisen, kuin henkilöstön osalta. Näiden kustannusten tunnistaminen on ensiarvoisen tärkeää, jotta synergiaetujen arvo saadaan realisoitua, eikä lisäarvo tuhoutu ylimääräisten integraatiokustannusten seurauksena.

#### 4.2 Käytännön esimerkki – Pfizer ostaa Hospiran

Vuonna 2015 New Yorkin pörssissä listattu globaali lääketekollisuusyhtiö Pfizer julkaisi ostotarjouksen lääketekollisuuden tuotteiden valmistajan sekä myyjän Hospiran koko osakepääomasta. Kaupan kokonaishinta oli 16,771 miljardia dollaria, josta 39 % oli kaupasta maksettava preemio. Tällöin kaupasta maksettiin preemiota yhteensä 6,540 miljardia dollaria. Synergiaetujen arvonmääritys ja sopivan preemion estimointi aloitettiin luomalla odotukset synergiaetujen muodoista ja merkittävimmistä osa-alueista, joihin niiden vaikutukset keskittyvät. Yritystoston odotettiin parantavan tuotannon joustavuutta sekä hankinnan ja muun toiminnan odotettiin vaikuttavan yhdistetyn yrityksen kustannuksiin. (Loukianova ym., 2017.) Loukianova ym. (2017) viittaavat Pfizerin (2015) julkaisuun, jossa Pfizerin analyytikot arvioivat, että Pfizer tulisi kolmen vuoden aikana tultaisiin saavuttamaan noin 800 miljoonan dollarin vuotuiset kustannussäästöt. Kaupasta seuraavan kustannussynergian lisäksi ostoon liittyi myös kasvusynergioita. Yritystoston kautta Pfizer saisi tasoitettua laskevaa liikevaihtoaan steriileiden injektioiden liiketoiminnassa, sillä Hospiran liiketoiminta oli steriileissä injektioissa erittäin vahvalla tasolla. Yritysjärjestely auttaisi vastavuoroisesti myös Hospiraa kasvattamaan toimintansa globaalia laajuutta Pfizerin laajan globaalien toiminnan ansiosta. (Loukianova ym., 2017.)

Kustannussynergian määrittämiseksi määritettiin seuraavat parametrit: veroaste, diskonttaus korko, synergian realisointiaika sekä skenaariot kustannussäästöille. Yhdistetyn yhtiön efektiivinen veroaste saatiin laskemalla efektiivinen veroaste erikseen Pfizerille ja Hospiralle yritysten 2014 tilinpäätösten lukujen perusteella, minkä jälkeen yhdistetyn yrityksen veroaste saatiin laskettua painotetusti yritysten liikevaihtojen perusteella. Efektiivinen veroaste yhdistetylle yritykselle oli 25 %. Diskonttauskorkona käytettiin kyseisessä arvonmääritysprosessissa pääoman keskimääräistä painotettua kustannusta, eli WACC:ia. Yhdistetyn yrityksen WACC oli 8,95 %, mikä saatiin laskemalla WACC ensin erikseen Pfizerille ja Hospiralle, minkä jälkeen laskettiin WACC yhdistetylle yritykselle. Pfizerin analyytikoiden mukaan synergian hyödyt toteutuisivat kolmessa vuodessa ja erilaiset skenaariot määritettiin todennäköisimmän skenaarion eli 800 miljoonan dollarin kustannussäästön, pessimistisimmän skenaarion eli synergioiden epäonnistumisen ja optimistisimmän skenaarion mukaan laskemalla Pfizerin kustannussäästöt

viimevuotisten korkeampien kustannuspoikkeamien (10 % keskiarvosta) kautta, jolloin optimistisessa skenaariossa kustannussäästöt olisivat 880 miljoonaa dollaria. (Loukianova ym., 2017.)

Kasvusynergian arvonmääritys aloitettiin määrittämällä seuraavat parametrit: yhdistetyn yhtiön liikevaihto, steriileiden injektioiden myynnin osuus yhtiön liikevaihdosta, vapaan kassavirran osuus myynnistä, diskonttauskorko, uuden kasvuvauhdin kesto vuosina, vanha kasvuvauhti sekä uusi kasvuvauhti. Yhdistetyn yhtiön liikevaihto laskettiin laskemalla yhteen Pfizerin ja Hospiran liikevaihdot. Yhdistetyn yhtiön liikevaihdoksi saatiin 54,114 miljoonaa dollaria. Steriilien injektioiden osuudeksi kokonaisliikevaihdosta saatiin 11,4 % ja vapaan kassavirran osuudeksi Pfizerin myynnistä 11,656 miljoonaa dollaria, eli 23,5 %. Diskonttauskorkona hyödynnettiin WACC:ia, jonka laskettiin olevan 8,95 %. (Loukianova ym., 2017.) Pfizerin (2015) analyytikoiden mukaan Pfizer pystyisi yritysoston jälkeen ylläpitämään kasvuaan viiden vuoden ajan ja vanhan steriilien injektioiden segmentin kasvuvauhdin laskettiin olevan keskimäärin 6 % vuodessa kahden aiemman vuoden perusteella. Kyseisen segmentin uudelle kasvuvauhdille laskettiin kustannusten tapaan kolmen skenaarion, eli tässä tapauksessa todennäköisimmän, pessimistisimmän ja optimistisimmän skenaarion mukaan. Optimistisin skenaario käsitti kyseisen segmentin kasvuvauhdin kehittyvissä maissa, mikä oli 12 %. Todennäköisin skenaario määritettiin kyseisen segmentin keskimääräisen kasvuvauhdin avulla Yhdysvaltojen ja kehittyvien markkinoiden välillä, mikä oli 9 %. Pessimistisin skenaario olettaa, että synergian hyötyjä ei saada jalostettua ja kasvuvauhti pysyy 3 % vuosittaisessa kasvuvauhdissaan. (Loukianova ym., 2017.)

Prosessin lopuksi määritettiin vielä kolme skenaariota integraatiokustannuksille. Nämä kustannukset määritettiin Ernst & Youngin (2014) kyselyn avulla, jossa tutkittiin yritysostosta koituvia integraatiokustannuksia. Nämä kolme kustannusskenaariota määritettiin seuraavan suuruiseksi: optimaalinen = 850 miljoonaa dollaria, todennäköisin = 1.7 miljardia dollaria ja pessimistisin = 3.4 miljardia dollaria. Arvonmääritysprosessissa suoritettiin simulaatio kyseisillä parametreilla 10 000 kertaa, minkä jälkeen synergian arvon laskettiin olevan 5.9 miljardia dollaria (Loukianova ym., 2017). Integraatiokustannukset huomioiden

Pfizerin maksama preemio synergiaeduista oli noin 5 miljardia, jolloin kyseisen arvonmäärittämisprosessin perusteella yritysostolla olisi luotu lisäarvoa osakkeenomistajille. Kumarin (2015, s. 215) mukaan ylihinnan maksaminen ostettavasta yrityksestä ja potentiaalisista synergiaeduista heijastuu kaupan julkistamisen jälkeen negatiivisesti ostajayrityksen osakekurssiin. Vuosi yritysoston jälkeen Pfizerin osakkeen hinta oli noussut 32 dollarista 33 dollariin, minkä perusteella arvonmäärittämisprosessi voidaan nähdä onnistuneena (Loukianova ym., 2017). Lisäksi seuraavat viisi vuotta yritysostosta Pfizerin osakekurssi on jatkanut maltillista nousua. Koska Pfizerin osakekurssi on noussut maltillisesti yritysostosta lähtien, voidaan todeta, että yritysostolla ei ole tuhottu osakkeenomistajien varallisuutta.

Kyseisen yritysoston synergiaetujen arvon määrittäminen aloitettiin estimoimalla sen vaikutukset Pfizerin toimintaan niin kasvun, kassavirtojen, kuin kustannustenkin osalta. Synergian vaikutukset mallinnettiin tarkasti hyödyntämällä analyytikkojen odotuksia, toimialan trendejä sekä Pfizerin toimintaympäristöä, jolloin synergioiden vaikutuksista saatiin luotua mahdollisimman realistinen kuva ja vaikutukset saatiin sisällytettyä Pfizerin liiketoiminnan tulevaisuuden odotuksiin. Kassavirtojen diskonttaamisessa hyödynnettävä WACC määritettiin yhdistetylle yritykselle molempien yrityksen painotettujen pääomankustannusten avulla, mikä saatiin laskettua molempien yhtiöiden aiemman vuoden tilinpäätöksestä. Mahdollisimman tarkan arvon määrittämiseksi sekä virheellisen arvioinnin riskin laskemiseksi määritettiin myös kustannusten laskulle ja kasvulle kolme skenaariota, joiden avulla toteutettiin simulaatioita mahdollisista lopputuloksista. Erityisesti synergian tuoma lopullinen lisäarvo on usein oletettua matalampi johtuen siitä, ettei kaikkea odotettua synergiaa saada jalostettua käyttöön, tai sen tuoma lisäarvo vähenee esimerkiksi integraation ja kontrollin edellyttämien kustannusten seurauksena. Sen hetkisten arvioitujen integraatiokustannusten ja realististen kasvuodotusten vuoksi Pfizerin maksamaa preemiota synergiaeduista voidaan pitää sopivan suuruisena.

## 5 YHTEENVETO

Tutkielman tavoitteena oli määrittää tapoja estimoida erilaisten synergiaetujen arvoa yritysostotilanteessa sekä tehdä johtopäätöksiä toimivimmista arvonmäärityskeinoista. Yleinen syy yritysoston epäonnistumiselle on, että synergiaetujen todelliseen arvoon ja niiden realisointiin ei paneuduta tarpeeksi ja maksetaan kohdeyrityksestä liian suuri hinta. Myös heikosti suunniteltu synergiaetujen realisointiprosessi sekä yritysten integraatio voivat tuhota synergiaetujen kautta saavutettavan lisäarvon. Tutkielmassa pyrittiin löytämään keinoja, joilla määrittää yleisimpien synergiaetujen arvoa ja vaikutuksia. Samalla tuotiin esiin arvomääritysmalleja, jotka on tutkimuksissa todettu tarkimmiksi ja soveltuvimmiksi synergian arvon määrittämiseksi. Tutkielma toteutettiin ostavan yrityksen näkökulmasta, ja siinä etsittiin keinoja määrittää synergiaetujen arvo mahdollisimman tarkasti sen vaikutuksen kautta sekä hyödyntämällä erilaisia prosesseja sekä vertailemalla saatuja tuloksia referenssiyhtiöön.

Tutkielman kannalta olennaisimmat löydökset olivat erilaiset mallit, jotka soveltuivat erilaisten synergiaetujen arvon estimointiin. Näistä olennaisimpia olivat kassavirtapohjaiset arvonmääritysmallit ja prosessit, jotka korostivat synergiaetujen odotettavan vaikutuksen sisällyttämistä ostajayrityksen kasvuun, kassavirtoihin sekä kustannusrakenteeseen. Tutkielmassa esiteltiin synergiaetujen yleisimmät tyypit ja niiden jako taloudellisiin sekä toiminnallisiin synergioihin. Lisäksi määritettiin keinoja, joilla eri synergiatyyppien arvoa ja vaikutuksia voidaan mallintaa. Tutkielmassa esiteltiin kaksi yleisintä arvonmääritysmallia, jotka soveltuvat tutkimusten mukaan erinomaisesti synergian arvonmäärittämiseen. Nämä mallit ovat nettonykyarvomalli, joka perustuu diskontattujen kassavirtojen analyysiin, sekä suhteellinen arvonmääritysmalli, joka perustuu markkinoilla toimivien samankaltaisten yhtiöiden arvon vertaamiseen esimerkiksi käyttökate-, tai voittokertoimen avulla.

Tutkielman kannalta tärkeimpiä päätelmiä olivat useiden tutkimusten kautta tehty johtopäätös, jonka mukaan tarkimmat arvonmääritystulokset saavutetaan hyödyntämällä nettonykyarvomenetelmää ja suhteellista arvonmääritysmallia yhdessä sekä tutkimustulokset erilaisista synergiatyypeistä ja arvon määrittämisestä synergian

vaikutuksen kautta. Tutkimusten mukaan tarkin lopputulos saadaan hyödyntämällä nettonykyarvomenetelmää pääasiallisena arvonmäärittäjämallina, minkä jälkeen saatua yrityksen arvoa voidaan verrata suhteellisen arvonmäärittäjämallin avulla muiden samankaltaisten yritysten arvoon. Nettonykyarvomenetelmä on tutkimusten mukaan tarkin arvonmäärittäjämenetelmä, mutta sen tehokas hyödyntäminen vaatii tarkan paneutumisen potentiaalisten synergioiden vaikutuksiin sekä niiden realisointiprosessiin. Liian optimistinen synergiavaikutusten estimointi tuottaa kyseisen mallin avulla myös liian optimistisen arvon synergioista, jolloin ostajayritys päätyy tuhoamaan osakkeenomistajien varallisuutta. Toisaalta liian pessimistinen synergiavaikutusten estimointi johtaa liian matalaan tarjouksen tekemiseen kohdeyrityksestä, mikä voi johtaa neuvottelujen päättymiseen.

Molempien arvonmäärittäjämallien hyödyntäminen yhdessä laskee lisäksi riskiä synergiaetujen yliarvostamiselle, sillä molemmat mallit tuovat esiin erilaisia näkökulmia; ne kuvaavat esimerkiksi kohdeyrityksen liiketoiminnan poikkeuksellisia mahdollisuuksia ja helpottavat yrityksen arvon vertaamista samankaltaisiin yhtiöihin. Tarkan arvonmäärittäjäprosessin lisäksi synergiaetujen realisoinnin ja yritysten integraation suunnittelu on ensiarvoisen tärkeässä roolissa yritystoston onnistumiselle. Tarkasti suunniteltu integraatio- ja realisointiprosessi luo edellytykset yritystoston onnistumiselle, lisäarvon luomiselle ja ehkäisee synergiaetujen kumoutumista. Tutkielman löydöksiä voinee hyödyntää myös jatkotutkimuksissa. Kiinnostavia teemoja ovat esimerkiksi arvonmäärittäjämallien potentiaalit eri toimialoilla sekä keinot, joilla voidaan määrittää synergiaetujen arvoa yritystostoissa vastavuoroisten, eli kaupan molemmiin puolisten synergioiden osalta. Kyseiset aiheet ovat usein esillä, kun tarkastellaan yritystostolla saavutettavia synergiaetuja. Jotkut synergiaedut voivat esimerkiksi näyttäytyä arvokkaampina tai yleisemmin eri toimialoilla ja tämän tutkiminen voisi helpottaa tulevaisuudessa synergiaetujen vaikutusten arvioimista.

## LÄHTEET

- Baker, H. K., Miller T. O. & Ramsperger, B. J. (1981). An inside look at corporate mergers and acquisitions. *MSU Business Topics*, 29(1), 49–57.
- Baldi, F. & Trigeorgis, T. (2009). Assessing the value of growth option synergies from business combinations and testing for goodwill impairment: A real options perspective. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(4), 115–124. doi: 10.1111/j.1745-6622.2009.00255.x
- Basmah, A. & Rahatullah, M. (2014). Financial synergy in mergers and acquisitions. Evidence from Saudi Arabia. *The IEB International Journal of Finance*, 9(1), 182–199. doi: 10.5605/IEB.9.8
- Bertoncel, A. (2006). Acquisition valuation: how to value a going concern? *Institute for Business Growth and Creativity*, 52(5-6), 116–124.
- Cirjevskis, A. (2020). Valuing reciprocal synergies in merger and acquisition deals using the real option analysis. *Administrative Sciences*, 10(2), 1–25. doi: 10.3390/admsci10020027
- Damodaran, A. (2005). The value of synergy. *SSRN Electronic Journal*, 2–46. doi: 10.2139/ssrn.841486
- Ficery, K., Herd, T. & Pursche, B. (2007). Where has all the synergy gone? The M&A puzzle. *Journal of Business Strategy*, 28(5), 29–35. doi: 10.1108/02756660710820802
- Finanssivalvonta (2016). *Määräykset ja ohjeet 2/2016. Rahoitussektorin kirjanpito, tilinpäätös ja toimintakertomus*. Haettu osoitteesta [https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/saantely/lausuntopyynnot/2017/06\\_2017\\_liite1.pdf](https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/saantely/lausuntopyynnot/2017/06_2017_liite1.pdf)
- Fiorentino, R. & Garzella, S. (2013). The synergy valuation models: Towards the real value of mergers and acquisitions. *International Research Journal of Finance and Economics*, 1(124), 72–80. doi: 10.2139/ssrn.2195551
- Fiorentino, R. & Garzella, S. (2015). Synergy management pitfalls in mergers and acquisitions. *Management Decision*, 53(7), 1469–1503. doi: 10.1108/MD-12-2014-0692
- Gupta, D. & Gerchak, Y. (2002). Quantifying Operational Synergies in a merger/acquisition, *Management Science*. 48(4), 517–533. doi: 10.1287/mnsc.48.4.517.209
- Iyer, R. (2017). Synergies in business valuation. *CLEAR International Journal of Research in Commerce & Management*, 8(8), 1–4.

- Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svennas, K., Wilkman, N. (2013). *Yrityskauppa (2. painos)*. Helsinki: Sanoma Pro 2013.
- Kumar, R. (2015). *Valuation: Theories and concepts*. Dubai: Elsevier Inc.
- Leland, H. (2007). Financial synergies and the optimal scope of the firm: Implications for mergers, spinoffs, and structured Finance. *Journal of Finance*, 62(2), 765–807. doi: 10.1111/j.1540-6261.2007.01223.x
- Lewellen, W. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *Journal of Finance*, 26(2), 521–537. doi: 10.1111/j.1540-6261.1971.tb00912.x
- Liu, J., Nissim, D. & Thomas, J. (2002). Equity valuation using multiples, *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135–172. doi: 10.1111/1475-679X.00042
- Loukianova, A., Nikulin, E. & Vedernikov, A. (2017). Valuing synergies in strategic mergers and acquisitions using the real options approach. *Investment management and financial innovations*, 14(1), 236–247. doi: 10.21511/imfi.14(1-1).2017.10
- Lovullo, D., Viguerie, P., Uhlaner, R. & Horn, J. (2007). Deals without delusions. *Harvard Business Review*, 85(12), 92–99. url: <https://hbr.org/>
- Mukherjee, T. K., Kiymaz, H. & Baker, K. (2004). Merger motives and target valuation: A survey of evidence from CFOs. *Journal of Applied Finance*, 14(2), 7–24.
- Pfizer (2015). *Pfizer to acquire Hospira*. Haettu osoitteesta: [https://www.pfizer.com/news/press-release/press-release-detail/pfizer\\_to\\_acquire\\_hospira](https://www.pfizer.com/news/press-release/press-release-detail/pfizer_to_acquire_hospira)
- Schade, V. (2014). *Successful management of mergers & acquisitions*. Hamburg: Anchor Academic Publishing.