

Joonas Kauto

FUUSIOIDEN JA YRITYSOSTOJEN MO- TIIVIT

Kandidaatintyö
Tekniikan ja luonnontieteiden tiedekunta
Tarkastaja: Jussi Valta
Huhtikuu 2020

TIIVISTELMÄ

Joonas Kauto: Fuusioiden ja yritysostojen motiivit
Kandidaatintyö
Tampereen yliopisto
Teknis-taloudellinen, TkK
Huhtikuu 2020

Yrityksille fuusiot ja yritysostot, eli yritysjärjestelyt ovat tärkeitä toimenpiteitä kotimaisten ja kansainvälisten strategioiden suorittamisessa, liiketoiminnan kehittämässä ja ulkoisen kasvun lähteinä. Ne ovat olleet myös toimitusjohtajien suosiossa ja tärkeässä roolissa strategisessa johtamisessa jo yli vuosisadan. Yritysjärjestelyt saavat paljon mediahuomiota, koska niissä on tapahtunut paljon epäonnistumisia, niiden rahallinen arvo on suuri ja koska ne ovat julkisia kilpailuja osakkeen omistajien suosioista. Tutkimuksessa käsitellään fuusioiden ja yritysostojen motiiveja sekä motiivien luokittelua. Tutkimuksen etenemistä autetaan käyttämällä tutkimuskysymyksiä fuusioiden ja yritysostojen määrittelystä ja niiden esiintymisestä liiketoiminnassa, fuusioiden ja yritysostojen motiiveista sekä fuusioiden ja yritysostojen motiivien luokittelusta.

Tutkimus toteutettiin kirjallisuuskatsauksena keräämällä aihealueen kirjallisuudesta ja tutkimuksesta kattava otos laadukkaista ja vertaisarvioituista lähteistä. Tutkimuksessa käytettiin myös laajasti käytettyjä laadukkaita oppikirjoja ja tilastoja.

Tutkimuksen teoriaosuudessa tarkastellaan fuusioiden ja yritysostojen teoriaa ja etenkin niiden prosessia, esiintymistä ja onnistumiseen vaikuttavia tekijöitä. Tutkimuksessa esitellään kirjallisuudessa ja tutkimuksissa käytettyjä motiivien luokittelu tapoja ja itse motiiveja. Tutkimuksen aikana kirjallisuudesta kootaan motiivien luokittelutapoja ja itse motiiveja.

Tutkimuksen päätelmänä fuusioiden ja yritysostojen motiivien luokittelu painottaa osakkeen omistajien saamaa arvoa fuusiosta tai yritysostosta. Osakkeen omistajien arvoa lisäävät motiivit perustuvat fuusiosta tai yritysostosta saataviin operationaalisiin, taloudellisiin ja johtajuuteen liittyviin synergioihin sekä kertaluonteisiin tuottoihin yksityisen informaation hyödyntämisestä. Osakkeen omistajien arvoa tuhoavat motiivit perustuvat agenttiongelman johdon ja osakkeen omistajien välillä, johtajan itseluottamukseen ja markkina-ajoitukseen. Kirjallisuudesta tunnistettiin myös seitsemän motiiveja käsittelevää teoriaa, joiden avulla motiivien esiintymistä argumentoidaan.

Avainsanat: Fuusio, yritysosto, fuusioiden ja yritysostojen motiivit, motiivien luokittelu

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

ABSTRACT

Joonas Kauto: Motives for mergers and acquisitions
Bachelor's thesis
Tampere University
Business and Technology Management, BSc
April 2020

For a company mergers and acquisitions are important strategic decisions concerning domestic and international strategic execution, business development and external growth. Furthermore, they have been popular among chief executive officers and have played an important role in strategic management for over a century. Mergers and acquisitions receive a lot of media attention because of their high transaction value and because they are public competitions for shareholder favor. This research examines the motives for mergers and acquisition and how the previous research has categorized those motives.

This research was done as a literature review by collecting a comprehensive sample of literature and research from the subject area from high-quality and peer-reviewed sources. In addition, widely used high-quality textbooks and statistics were also used in the theory part.

The theory part of the research examines mergers and acquisitions, "pre-deal"-process of mergers and acquisitions, occurrences of mergers and acquisitions and the post-merger and -acquisition success factors. The research finds, compiles and compares different kind of categorization methods for motivations and different kind of motives that have been studied in previous research.

This research concludes that the motivations of mergers and acquisitions can be categorized into value increasing and value destructive groups. Motivations that lead to shareholder value creation are based on operational and financial synergies or utilization of private information. The destructive motives of shareholder value are based on agency problem between management and shareholders, manager's hubris and market timing.

Keywords: Mergers, acquisitions, M&A, motives, motive theories

The originality of this thesis has been checked using the Turnitin OriginalityCheck service.

ALKUSANAT

Kandidaatintyöni mahdollisti itselleni syvän perehtymisen fuusioiden ja yritysostojen teoriaan ja aikaisempaan tutkimukseen sekä kasvatti kiinnostustani vielä enemmän aihealuetta kohtaan. Haluan kiittää perhettäni korvaamattoman arvokkaasta tuesta, ystäviäni ajatuksieni haastamisesta ja Tampereen yliopiston henkilökuntaa ja etenkin Saku Mäkistä ohjauksesta.

Tampereella, 29.4.2020

Joonas Kauto

SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO	1
2. FUUSIO JA YRITYSOSTO	3
2.1 Fuusio ja yritysosto yleisesti	3
2.2 Yritysjärjestelyiden prosessi	3
2.3 Esiintyvyys liiketoiminnassa	5
2.4 Yritysjärjestelyihin vaikuttavia tekijöitä	6
3. MOTIIVIEN LUOKITTELU TUTKIMUKSESSA	9
3.1 Motiivien luokittelu	9
3.2 Motiivien esiintyminen ja luokittelun vaikutus tutkimukseen	13
4. ARVOA LISÄÄVÄT MOTIIVIT	14
4.1 Operationaaliset synergiat	14
4.2 Taloudelliset synergiat	16
4.3 Johtamisen synergiat	17
4.4 Yksityisen informaation hyödyntäminen	17
5. ARVOA TUHOAVAT MOTIIVIT	19
5.1 Agenttiongelman	19
5.2 Johtajan ylimielisyys	19
5.3 Markkina-ajoitus	21
6. PÄÄTELMÄT	22
LÄHTEET	24

1. JOHDANTO

Yrityksille fuusiot ja yritysostot eli yritysjärjestelyt ovat tärkeitä toimenpiteitä kotimaisten ja kansainvälisten strategioiden suorittamisessa (Ferreira et al., 2014), liiketoiminnan kehittämisesssä ja ulkoisen kasvun lähteinä (Welch et al., 2019). Ne ovat olleet myös toimitusjohtajien suosiossa ja tärkeässä roolissa strategisessa johtamisessa jo yli vuosisadan (Bauer & Matzler, 2013; Ferreira et al., 2014). Yritysjärjestelyt saavat yleensä paljon mediahuomiota, koska niiden rahalliset arvot ovat suuria, ne ovat julkisia kilpailuja osakkeen omistajien suosiossa ja niissä on tapahtunut suuria epäonnistumisia (Alexandridis et al., 2017). Fuusiot ja yritysostot nousivat maailmanlaajuisesti suosiossaan kaikkien aikojen huippuunsa vuoden 2018 alkupuoliskolla, kun fuusioiden ja yritysostojen rahamääräinen liike oli 2,5 triljoonaa Yhdysvaltain dollaria puolen vuoden aikana (Thomson Financial, 2018).

Tämän kandidaatintyön aiheena on fuusioiden ja yritysostojen motiivit. Työn tavoitteena on määrittää laaja kuva fuusioiden ja yritysostojen motiiveista sekä niiden vaikutuksista yritysoston tai fuusion onnistumiseen. Tutkimuksen tavoite on merkittävä, koska fuusiot ja yritysostot ovat rahamääräisesti isoja ja liiketoiminnan kannalta tärkeitä toimenpiteitä (Bauer & Matzler, 2013; Ferreira et al., 2014) ja yritysjärjestelyiden motiiveilla on suuri vaikutus niiden onnistumiseen (Ngueyn et al., 2012). Tutkimuksesta on rajattu pois ulkoisten sidosryhmien ja ajureiden vaikutus motiiveihin tutkimuksen laajuuden rajaimiseksi. Yrityksien markkina-arvoon liittyvät motiivit on kuitenkin pidetty mukana tarkastelussa niiden suuren vaikutuksen ja tutkimuksen suosion takia (Black, 1989; Trautwein, 1993; Shleifer & Vishny, 2003; Angwin, 2007; Ngueyn et al., 2012). Hyödynnän tutkimuksen aikana seuraavia tutkimuskysymyksiä:

- Mitä fuusiot ja yritysostot ovat sekä miten ne näkyvät liiketoiminnassa?
- Mitkä ovat yritysostojen ja fuusioiden motiivit?
- Miten eri motiiveja voidaan luokitella?

Kirjallisuuskatsauksen materiaali on kerätty pääsääntöisesti Web of Science tietokannasta. Myös Tampereen yliopiston Andor-kirjaston materiaalia on hyödynnetty kirjallisuuskatsauksen materiaalin keräyksessä. Tärkeimmät tutkimuksessa käytetyt hakusanat ovat "acquisitions", "mergers", "mergers and acquisitions", sekä "M&A". Kyseisiin hakusanoihin on myös yhdistelty termejä "strategy", "synergy" ja "motivation". Muutamaa

oppikirjaa ja tilastoa lukuun ottamatta lähteet ovat tieteellisesti hyväksytyjä ja vertaisarvioitu. Käytetyt oppikirjat ja tilastot ovat luotettavista lähteistä ja laajasti käytettyjä. Myös hakutuloksien antamien artikkeleiden lähteitä on käytetty hyödyksi valikoiden niistä luotettavimmat. Työssä painotetaan julkaisufoorumin korkeimman arvosanan saaneita lehtiä ja kustantajia.

Fuusioista ja yritysostoista on tehty paljon tutkimusta ja etenkin viimeisen kymmenen vuoden aikana tutkimus sen parissa on lisääntynyt runsaasti (Welch et al., 2019). Haleblan et al. (2009) esittävät tutkimuksen määrän kasvun johtuvan ennen näkemättömästä suosioista yritysjärjestelyihin investoimisesta. Tutkimus on keskittynyt pääsääntöisesti viimeisten vuosien aikana johtamisen ja rahoituksen tieteenaloihin, mutta myös taloustieteen, sosiologian ja kirjanpidon tieteenalojen artikkeleita on julkaistu noin 1-5 artikkelia vuodessa. Aikaisempi tutkimus fuusioiden ja yritysostojen parissa on keskittynyt pääsääntöisesti vain toteutuneihin kauppoihin, mikä voi johtaa yksinkertaistettuun kuvaukseen fuusioiden ja yritysostojen alkuvaiheesta, jolloin sen monivaiheisuus sekä mahdollisten monien saman aikaisten yritysjärjestelyprosessien olemassaolo jää huomioimatta. (Welch et al., 2019) Tutkimuksen rajaaminen vain toteutuneisiin yrityskauppoihin ja yritysfuusioihin saattaa aiheuttaa myös vinoutunutta tai epätarkkaa kuvausta todellisuudesta sekä vähätellä päätöksentekoprosessin monimutkaisuutta, mikä tapahtuu fuusioiden ja yritysostojen alkuvaiheessa. (Yaghoubi, 2015a)

Tutkimuksen toisessa luvussa esitetään fuusioiden ja yrityskauppojen teoriaa, alkuvaiheen prosessi ja yritysostojen ja fuusioiden esiintymistä liiketoiminnassa. Luvun tarkoitus on alustaa tarvittava teoria fuusioiden ja yritysostojen motiivien käsittelylle ja luokittelulle. Kolmannessa luvussa esitellään ja vertaillaan erilaisia tapoja luokitella motiiveja sekä argumentoidaan neljännessä ja viidennessä luvussa motiivien käsittelyn aikana käytetty motiivien jaottelu arvoa lisääviin ja arvoa tuhoaviin motiiveihin. Neljännessä luvussa käsitellään arvoa tuottavia eli rationaalisia motiiveja ja viidennessä luvussa keskitytään arvoa tuhoaviin motiiveihin. Kuudennessa luvussa esitetään kirjallisuuskatsauksen päätelemät sekä argumentoidaan niitä. Kuudennessa luvussa myös reflektoidaan tutkimuksen onnistumista ja esitetään jatkotutkimukselle ehdotuksia

2. FUUSIO JA YRITYSOSTO

Tässä luvussa käsitellään fuusioiden eli yritysten sulautumisen sekä yritysostojen teoriaa. Luvussa käsitellään myös fuusioiden ja yritysostojen esiintymistä liiketoimissa, yrityskauppojen ”pre-deal”-prosessia ostajan näkökulmasta sekä niiden onnistumiseen vaikuttavia tekijöitä. Luvun tarkoitus on pohjustaa tarvittava teoria kyseisten toimenpiteiden motivaatioiden käsittelyä varten.

2.1 Fuusio ja yritysosto yleisesti

Fuusioilla tarkoitetaan kahden aikaisemmin erillään olevan organisaation yhdistämistä uudeksi yritykseksi. Fuusioituvat yritykset ovat yleensä saman kokoisia ja osapuolilla on yleensä tasavertaiset odotukset asemastaan. Toisin kuin yritysostossa, fuusiossa yritykset käyvät yleensä neuvotteluja ennen yrityksien yhdistämistä. (Berk & DeMarzo, 2007, s.873; Johnson et al., 2015, s.210; Sanders, 2019)

Yritysosto tarkoittaa suurimman osan toisen yrityksen osakekannan ostamista. Suurin osa yritysostoista on ystävällisiä, jolloin kohdeyrityksen ylin johto suosittelee ostotarjouksen hyväksymistä osakkeen omistajilleen. Yritysosto voi olla myös vihamielinen (engl: hostile), jolloin kohdeyrityksen ylin johto ei hyväksy ostotarjousta. Tällöin ostava osapuoli lähestyy suoraan osakkeen omistajia ja yritysoston onnistuminen riippuu siitä, kumpi voittaa osakkeen omistajat puolelleen. Tällaiset vihamieliset yritysostot voivat olla todella katkeransävyisiä, jolloin kohteena oleva yritys ei luovuta ylimääräistä informaatiota eikä auta yrityksen integroimisessa yrityskaupan jälkeen. (Berk & DeMarzo, 2007, s.873, 888; Johnson et al., 2015, s.210)

2.2 Yritysjärjestelyiden prosessi

Johnsonin et al. (2015, s.213) toteaa yritysjärjestelyiden olevan aikaa vieviä prosesseja ja hän esittää prosessin lähtevän liikkeelle kohdeyrityksien tunnistamisesta ja analysoimisesta. Johnsonin et al.(2015, s.213) mukaan jo tämä ensimmäinen vaihe voi kestää vuosia, mutta se voidaan myös suorittaa nopeasti tarvittaessa. Johnson et al. (2015, s.214) esittää kohteen tunnistamisen jälkeen seuraavaksi vaiheeksi kaupan neuvotteluvaiheen, jossa neuvotellaan kaupan ehdot ja hinta. Welch et al. (2019) esittävät fuusioiden ja yritysostojen ”pre-deal”-vaiheen eli vaiheen ennen lopullista päätöstä, alkavan päätöksestä lähtien suorittamaan yritysjärjestely. Kiinnostuksen yritysjärjestelyitä koh-

taan saattaa aiheuttaa ostava yritys, kohdeyritys tai ulkopuolinen tekijä kuten sijoituspankki tai aktivistisijoittaja (Welch et al., 2019).

Seuraava vaihe fuusioiden ja yritysostojen ”pre-deal”-vaiheessa Welch et al. (2019) mukaan on kohdeyrityksien tarkastelu. Kohdeyrityksien tunnistamisen ostava osapuoli saattaa tehdä markkinakatsauksella tai luomalla yrityksen sisäisen listan potentiaalisista yrityksistä, mikä voidaan sovittaa ja päivittää osana ajankohtaista yritysjärjestelystrategiaa (Salter & Weinhold, 1981). Vaihtoehtoisesti ostava yritys voi myös tukeutua verkostoihinsa tai ulkoisiin neuvonantajiiin. Kun kohdeyritykset on tunnistettu, ostava osapuoli alkaa yleensä keräämään informaatioita potentiaalisten kohteiden laadusta, sopivuudesta sekä monista muista dimensioista (Shelton, 1988; Datta, 1991).

Kolmas vaihe yritysjärjestelyissä on tarjous ja neuvotteluvaihe. Tähän vaiheeseen siirytään vasta, kun on päätetty edetä prosessissa. Ostava yritys saattaa lähestyä kohdeyritystä alustavalla indikaatiivilla eli ei sitovalla tarjouksella, jonka tarkoitus on tuottaa lähtöpiste mahdollisille jatkotoimenpiteille kuten neuvotteluille ja päätöksenteolle liittyen kaupan ehtoihin ja vaihtoehtoihin. (Welch et al., 2019) Yksityinen neuvotteluprosessi johtaa sopimukseen avainehdoista ja edellytyksistä muotoiltuna osakkeen omistajien myyntisopimukseksi. Tarjoava yritys voi tarjoutua maksamaan joko osakkeilla tai käteisellä (Berk & DeMarzo, 2007, s.884) tai niiden yhdistelmänä (Yaghoubi et al., 2015b). Kohdeena oleva yritys voi myös kieltäytyä tarjouksesta tai antaa osakkeen omistajilleen suosituksen olla luopumatta osuuksistaan. (Berk & DeMarzo, 2007, s.884).

Welch et al. (2019) esittävät yritysjärjestelyiden neljänneksi vaiheeksi valuaation, rahoituksellisten ehtojen sopimisen ja rahoituksen suunnittelun. Kohdeyrityksen valuaatio tehdään yleensä jo ennen neuvotteluvaihetta kun ostava yritys miettii onko kohdeyritys tavoittelun arvoinen (Berk & DeMarzo, 2007, s.883; Welch et al., 2019). Yksi yritysostojen tärkeimmistä ongelmista on määrittää tuottaako kohdeyrityksen ostaminen ostavalle yritykselle lisäarvoa (Berk & DeMarzo, 2007, s.883). Valuaatio toimenpiteet jatkuvat kuitenkin vielä ”due diligence”-prosessin ja rinnakkaisesti neuvottelujen aikana valuaation tarkkuuden parantamiseksi (Jovanovic & Braguinsky, 2004). Valuaatiossa ja ”due diligence”-prosessissa hyödynnetään yleensä runsaasti ulkoisia rahoituksen, lain ja strategian asiantuntijoita päätöksen teossa. Tämän vaiheen tutkimus voidaan jakaa valuaatioita, ”due-diligence”-prosessia ja tärkeimpien rahoituksellisten päätösten kuten ostopremiota, maksutapaa ja rahoitusta koskeviin alueisiin. (Welch et al., 2019)

Prosessin viides vaihe on sopimuksen tiedotusvaihe. Yritysjärjestelyistä ilmoittamisen myötä tieto yritysjärjestelyistä tulee julkiseksi ja julkinen transaktiovaihe alkaa. Tämän vaiheen ajankohta riippuu suuresti siitä ovatko yritykset julkisia vai yksityisesti omistettu-

ja. Julkisesti omistettujen yritysten täytyy julkaista tieto mahdollisesta yrityskaupasta tai tarjouksesta mahdollisimman pian ja tieto yritysjärjestelyistä tyypillisesti lisää kohdeyhtiön osakkeen volatiliteettia. (Berk & DeMarzo, 2007, s.884; Welch et al., 2019)

Welch et al. (2019) esittävät viimeisenä yritysjärjestelyiden "pre-deal"-prosessin vaiheena joko kaupan toteutumista tai kaupasta luopumista. Tässä vaiheessa osapuolet yleensä toimittavat pakolliset ilmoitukset arvopaperimarkkinavalvojille, hakevat kilpailuoikeuden hyväksynnän viranomaisilta, saattavat päätökseen rahoitusta koskevat neuvottelut, järjestävät osakkeenomistajien äänestyksen allekirjoittaa osakekauppasopimus kaupaa koskevissa asioissa julkisten kohteiden ja hankkijoiden tapauksessa ja valmistautuvat yrityskaupan jälkeiseen integraatioon (DePamphilis, 2009, Welch et al. 2019 mukaan). Kaupan päätösvaihe toteutuu, kun osapuolet ovat hyväksyneet kaupan ehdot, hankkineet tarvittavat hyväksynät ja toteuttaneet tarvittavat sopimuksen määrittämät toimenpiteet. Kauppa voidaan edelleen purkaa tässä vaiheessa toisen osapuolen tahtossa sekä kauppa voidaan estää joko kokonaan tai osittain arvopaperimarkkinavalvojen toimesta. Vaikka kilpailuviranomaiset yleensä estävät osapuolten toimimista liian lähellä ennen virallista hyväksyntää voivat osapuolet valmistautua yrityskaupan jälkeiseen integraatioon. (Welch et al., 2019)

2.3 Esiintyvyys liiketoiminnassa

Maailmanlaajuinen yrityskauppojen markkina on erittäin aktiivinen ja tehtyjen yrityskauppojen arvo on keskimäärin yli triljoona dollaria joka vuosi. Joinakin tiettyinä ajanjaksoina tapahtuu selkeästi enemmän fuusioita kuin muina ajanjaksoina ja näitä ajanjaksoja kutsutaan fuusioaalloiksi. Tapahtuneiden fuusioiden määrä korreloi positiivisesti osakkeiden hintojen kanssa ja fuusiot ovat suosituimpia talouskasvun aikana. (Berk & DeMarzo, 2007, s.874) Scheilef ja Vishny (2003) sekä Rhodes-Kropf ja Viswanathan (2004) ovat kehittäneet mallin, jonka mukaan fuusioaallot ovat seurausta siitä, että johtajat ajoittavat fuusiot ajanhetkiin, jolloin heidän yrityksensä ovat yliarvostettuja. Fuusioaaltojen syyksi on esitetty myös toimialan talouden, teknologian tai sääntelyn radikaaleja muutoksia sekä samojen teknologisten ja taloudellisten tekijöiden, joiden seurauksena talouskasvu on syntynyt, on esitetty motivoivan johtajia suorittamaan yritysjärjestelyjä (Mitchell & Mulherin, 1996; Berk & DeMarzo, 2007, s.874).

Tähän mennessä fuusioaaltoja on esiintynyt kuusi kappaletta ja fuusioaaltojen aikana fuusiot keskittyvät joihinkin toimialoihin tai sopimustyyppisiin (Berk & DeMarzo, 2007, s. 874; Yaghoubi et al., 2015a).

Vuosien 1897–1904 fuusioaallossa metallin valmistus, hydraulikkavoima ja tekstiiliteollisuus olivat keskiössä. Vuosien 1916–1929 fuusioaallossa ruokateollisuus, höyrymoottoriteollisuus, rautatieteollisuus ja metalliteollisuus olivat keskeisiä teollisuuden aloja. Vuosien 1965–1969 fuusioaallossa keskeiset toimialat olivat sähkö, kemikaali ja polttomoottorit ja tyypillisesti yritykset fuusioituivat muiden toimialojen yrityksiin kanssa ja uskottiin, että hyvä johtamisosaaminen oli siirrettävissä toimialasta riippumatta. (Berk & DeMarzo, 2007, s. 874; Yaghoubi et al., 2015a)

Vuosien 1981–1989 fuusioaallossa keskeiset teollisuusalat olivat öljy ja kaasu, tekstiiliteollisuus, valmistavateollisuus, luotto sekä ruoka. Vuosien 1981–1989 fuusioaalto oli tunnettu vihamielisistä yritysjärjestelyistä, joissa tyypillisesti huonosti johdetut yritykset joutuivat kohteiksi. (Berk & DeMarzo, 2007, s. 874; Yaghoubi et al., 2015a)

Vuosien 1993–2000 fuusioaallossa keskiössä olleet toimialat olivat metallin kaivaminen, media ja teleala, pankki, kiinteistö sekä hotellit. Vuosien 1993–2000 fuusioaalto oli myös tunnettu strategisten ja globaalien kauppojen aaltona, jonka aikana fuusiot tapahtuivat tyypillisesti saman toimialan yrityksiin kesken ja olivat tyypillisesti ystävällisiä. (Berk & DeMarzo, 2007, s. 874; Yaghoubi et al., 2015a)

Viimeisin fuusioaalto tapahtui vuosien 2003–2007 aikana. Tämän aallon aikana keskeiset toimialat olivat pankki, media ja teleala sekä hyötytavara. (Berk & DeMarzo, 2007, s. 874; Yaghoubi et al., 2015a) Fuusiot ja yritysostot ovat saavuttaneet suurimman aktiivisuutensa vuoden 2018 kahden ensimmäisen kvartaalin aikana rahamääräisesti mitattuna (Thomson financial, 2018), mikä saattaa indikoida seuraavasta fuusioaallost.

2.4 Yritysjärjestelyihin vaikuttavia tekijöitä

Yhteyksiä tarjoustyyppin ja ostavan yrityksen sekä kohdeyrityksen luonteenpiirteiden välillä yritysjärjestelyiden onnistumiseen on tutkittu aikaisemmissa tutkimuksissa. Yksi tällaisista luonteenpiirteistä on yrityksen kokemus yritysjärjestelyistä. (Yaghoubi et al., 2015b) Aikaisemmin tehdyssä tutkimuksessa on löydetty merkittävä positiivinen korrelaatio yrityksen kokemuksen yritysjärjestelyistä ja pitkän aikavälin yritysjärjestelyiden suorituskyvyn välillä (Fowler & Schidt, 1989). Halebian ja Finkelstein (1999) esittävät U-muotoisen, ei lineaarisen suhteen hankkivan yrityksen kokemuksen ja sen pitkän aikavälin kirjanpidollisen menestyksen välillä. Heidän mukaan parhaat menestyjät yritysjärjestelyissä ovat yritykset, joilla on joko merkittävä määrä kokemusta tai ei ollenkaan kokemusta yritysjärjestelyistä. Seth et al. (2000) tutkimuksen mukaan kokeneet yritykset saavat pienemmällä todennäköisyydellä suurta tappiota yritysostossa sekä kokeneet yritykset saattavat saada isommalla todennäköisyydellä erittäin hyvää tuottoa yritysostolla.

Aikaisempi tutkimus osoittaa myös hankkivan yrityksen tuoton korreloivan negatiivisesti kohdeyrityksen koon kanssa (Moeller et al., 2004; Gorton et al., 2009). Toisin sanoen isomman ostavan yrityksen hävitessä arvoa julkaisupäivänä pienempi kohdeyritys kokee arvonnousua (Yaghoubi et al., 2015b).

Aikaisempi tutkimus osoittaa yrityksiä, joilla on paljon käteisvaroja suorittavat suuremmalla todennäköisyydellä arvoa tuhoavan yritysjärjestelyn (Harfod, 1999; Devos et al., 2009). Cheng (2008) esittää hankkivan yrityksen hallituksen koon korreloivan negatiivisesti yritysjärjestelyaktiivisuuden kanssa ja yrityksiä, joilla on enemmän hallituksen jäseniä olevan pienempi tuottojen varianssi. Yaghoubi et al. (2015b) esittävät yrityksiä, joilla on suurempi hallitus suorittavan todennäköisemmin osakkeen omistajille arvoa lisääviä yritysjärjestelyjä ja suorittavan pienemmällä todennäköisyydellä riskisiä yritysjärjestelyjä. Myös hyvin johdetun yrityksen ostaessa huonosti johdettu yritys yrityskauppa tyypillisesti tuottaa arvoa (Yaghoubi et al., 2015b).

Agenttiteorian kanssa yhtenevästi aikaisempi tutkimus osoittaa, että pääomaan sidonnainen johtajien palkitsemismalli korreloi positiivisesti saatuihin tuottoihin yritysjärjestelyistä sekä pääomaan sidottu johtajien palkitsemismallia käyttävät yritykset maksavat pienemmän preemion yrityskaupoissa ja ostavat yrityksiä, joilla on suurempi kasvupotentiaalilla sekä synnyttävät suuremman yritysrisikin yritysjärjestelyissä (Datta et al., 2001; Yaghoubi et al., 2015b).

Yaghoubi et al. (2015b) esittävät kohdeyrityksen ominaisuuksien merkitsevän yrityskauppojen kautta syntyviin tuottoihin. Yaghoubi et al. (2015b) mukaan aikaisempi tutkimus esittää yksityisesti omistettujen yrityksiä ostamisen tuottavan paremmin kuin julkisesti omistettujen yrityksiä ostaminen sekä kohdeyrityksen historiallisen menestyksen vaikuttavan yritysjärjestelyiden jälkeisiin tuottoihin.

Yrityskauppojen jälkeisen suorituskyvyn ja tarjouksen luonteen välistä yhteyttä on tutkittu paljon. Maksutapa, tyyli, ostavan yrityksen ja kohdeyrityksen toimialan yhteys, kulttuurinen yhteensopivuus, maantieteellinen sijainti ja hankkivan yrityksen sekä kohdeyrityksen kilpailutilanne vaikuttavat yritysjärjestelyiden jälkeiseen suorituskykyyn. (Yaghoubi et al., 2015b)

Yaghoubi et al. (2015b) esittävät maksutavan vaikuttavan osakemarkkinoiden reaktioon yrityskaupan julkaisemisessa. Maksutapoja on Berk ja DeMarzon (2007, s. 888) mukaan joko käteisraha tai osake, mutta Yaghoubi et al. (2015b) esittävät kolmanneksi tavaksi vielä näiden kahden yhdistelmän. Kohdeyrityksen osakkeen omistajat suosivat osakkeilla maksamista verotuksellisista syistä ja osakkeita maksutapana käyttävä yritys viestii markkinoille heidän osakkeensa olevan ylihinnoiteltu, jonka seurauksena heidän

osakkeensa arvo laskee yrityskaupan julkaisemisen aikana. Myös kohdeyrityksen osakkeen omistajien tietäessä osakkeidensa olevan alihinnoiteltuja he suosivat osakkeilla maksamista, sillä heidän osakkeensa arvo nousee oikealle tasolle. (Amihud et al., 1990) Empiirinen tutkimus kuitenkin näyttää yrityskauppojen, jotka ovat rahoitettu käteisellä eikä osakkeilla, tuottavan paljon enemmän (Travlos, 1987; Amihud, 1990; Yaghoubi et al., 2015b).

Yaghoubi et al. (2015b) esittää yritysjärjestelytavan vaikuttavan myös yritysjärjestelyn jälkeiseen tehokkuuteen. Yrityksoston suorittaminen tarjousantina on nopeampi tapa kuin fuusio suorittaa yritysjärjestely, mutta suurin osa tehdyistä yrityskaupoista ovat olleet Yaghoubi et al. (2015b) mukaan fuusioita. Tarjousantia käytetään erityisesti kilpailijoiden ostamisessa markkinoilta tai muiden strategisten syiden takia (Offenber & Pirinsky, 2015). Schwert (2000) suorittamassa tutkimuksen mukaan ystävällisen ja vihamielisen yrityskaupan taloudellisten ehtojen ero ei ole havaittava, mutta vihamielisen yrityskaupan aikana julkisuutta käytetään neuvottelussa hyödyksi ja kohdeyrityksen valuaatio on keskimäärin pienempi.

3. MOTIIVIEN LUOKITTELU TUTKIMUKSESSA

Tässä luvussa käsitellään tieteessä ja tutkimuksissa esiintyviä fuusioiden ja yritysostojen motiivien luokittelutapoja ja niiden vaikutusta tehtyyn tutkimukseen. Luvun tarkoitus on argumentoida tutkimuksessa myöhemmin käytetty jaottelu motiivien käsittelyä varten.

3.1 Motiivien luokittelu

Aikaisemmassa tutkimuksessa ja kirjallisuudessa yritysostojen ja fuusioiden motiiveja on luokiteltu monella tapaa ja yleisesti käytetyt motiivien käsittelyperiaatteet viittaavat osakkeen omistajien saamaan hyötyyn tai haittaan yritysjärjestelyistä (Ngueyn et al., 2012). Angwin (2007) toteaa rahoituksen kirjallisuuden oletettavan osakkeen omistajien arvon maksimoinnin olevan yrityksen päätavoite ja yritysjärjestelyiden motiivien olevan kerta- luonteisia tuottoja taloudellisten synergioiden tai markkina-ajoituksen kautta. Taloustieteen kirjallisuus esittää yritysjärjestelyiden motiivien olevan operationaalisia synergioita tai markkinavoiman kasvattaminen. Strategia kirjallisuus jakaa samoja oletuksia taloustieteen kirjallisuuden kanssa. Strategia kirjallisuudessa esiintyvät motiivit liittyvät kilpailijoiden poisostamiseen markkinoilta, kilpailijoiden markkinoille tulemisen estämiseen, kilpailijoiden kanssa jalansijasta sopimiseen ja portfolion hajauttamiseen. (Angwin, 2007) Uudemmassa strategiakirjallisuudessa on keskitytty yrityksiä resurssien luonteeseen ja harvinaisuuteen kestävän kilpailuedun lähteenä, jolloin uusien kykyjen kuten tiedon tai resurssien ostaminen yrityskaupan motiivina on ollut keskiössä (Wernerfelt, 1984; Dierickx & Cool, 1989; Barney, 1991).

Motiiveja, joiden seurauksena osakkeen omistajat saavat hyötyä, pidetään yleisesti suunniteltuina ja rationaalisina motiiveina fuusioille ja yritysostoille (Trautwein, 1993; Angwin, 2007). Arvoa lisäävät motiivit ovat tyypillisesti kahden toimijan fyysisien operaatioiden liittämistä toisiinsa saatavan synergian takia osakkeen omistajien arvoa lisääviä. (Bradley et al., 1988). Aikaisemman kirjallisuuden esittävien synergioiden olevan joko operationaalisia, taloudellisia tai johtajuuteen liittyviä (Trautwein, 1993; Seth et al., 2000; Ngueyn et al., 2012; Rabier, 2017). Chatterjee (1986) esittää myös vilpilliset synergiat yhdeksi synergiaksi.

Arvoa tuhoavat motiivit fuusioille ja yritysostoille on tyypillisesti jaoteltu johtajan itseluottamukseen, agenttiongelman, markkina-ajoitukseen ja ympäristöllisiin tekijöihin (Hayward & Hambrick, 1997; Berkovitch & Narayanan, 1993; Trautwein, 1993; Seth et

al., 2000; Angwin, 2007; Haleblian et al., 2009; Ngueyn et al., 2012). Kuvaan 1 on koottu tutkimuksissa ja kirjallisuudessa esiintyviä motiiveja.

Johtajan itseluottamus	Agenttiongelman	Markkina-ajoitus	Arvon luominen	
X	X		X	Black, 1989
X	X		X	Berkovitch & Narayanan, 1993
X	X	X	X	Trautwein, 1993
X	X		X	Seth et al., 2000
X	X	X	X	Angwin, 2007
	X	X	X	Haleblian et al., 2009
X	X	X	X	Nguyen et al., 2012

Kuva 1. Motiivien luokittelu aikaisemmassa tutkimuksessa ja kirjallisuudessa

Trautwein (1993) esittelee tieteessä esiintyvät seitsemän yritysfuusioiden motiiveja käsittelevää teoriaa. Teoriat on esitetty kuvassa 2. Trautwein (1993) esittelee teorioiden ja kautuvan kahteen luokkaan. Ensimmäiseen luokkaan kuuluvat rationaaliset motiivit fuusioille ja yritysostoille ja ne keskittyvät osakkeen omistajien tai johtajien halujen toteuttamiseen. Myös osakkeen omistajien kokema arvonnousu esiintyy jaottelussa.

Trautwein (1993) esittää tuoton syntyvän joko synergioiden avulla, yksityisen informaation avulla tai siirtämällä arvoa kohdeyrityksen osakkeen omistajilta tai ostavan yrityksen asiakkailta. Trautwein (1993) esittelemään toiseen luokkaan kuuluvat motiivit, jotka ovat joko johtajan hyötyä maksimoivia, prosessin lopputulemia tai makroekonomisia ilmiöitä. Trautwein (1993) esittää johtajien hyötyä maksimoivat motiivit rationaaliseksi osakkeen omistajien arvoa lisäävien motiivien kanssa ja muut motiivit epärationaaliseksi.

Yritysfuusio on rationaalinen päätös	Ostaja yrityksen osakkeen omistajat hyötävät yritysfuusiosta	Tuottoa synergioiden kautta	Tehokkuusteoria
		Arvon siirtäminen asiakkailta	Monopoliteoria
		Arvon siirtäminen osakkeen omistajilta	Valtaajateoria
		Tuottoa yksityisen informaation avulla	Valuaatioteoria
	Johtaja hyötty yritysfuusiosta	maailmanvaltaus teoria	
Yritysfuusio on prosessin lopputulos			Prosessiteoria
Yritysfuusio on makroekonominen ilmiö			Häiriöteoria

Kuva 2. Teoriat fuusioiden ja yritysostojen motiiveista (Trautwein, 1993)

Tehokkuus teoria esittää yritysfuusioiden olevan suunnitelmallisia ja rationaalisia toteutuksia, joiden tavoitteena on saada nettotuottoa synergioiden kautta. (Berkovitch & Narayanan, 1993; Trautwein, 1993). Tehokkuusteorian motiiveja esitetään yleensä syiksi yritysfuusioihin toimien hyväksyttämiseksi (Porter, 1987). Läheltä seuraavien tahojen eriävät havainnot ovat Trautwein (1993) mukaan paras indikaattori suorien todisteiden mahdollisesta epäluotettavasta tuloksesta. Tapahtumatutkimuksien tulos esittää osakemarkkinoiden yleisesti arvostavan fuusioita positiivisesti, mutta kaikki saatava tuotto menee yleensä kohdeyrityksen omistajille osakkeen arvon muutoksessa, kun taas ostavan yrityksen osakkeen hinta ei kasva keskimäärin (Jensen, 1984; Ravenscraft & Scherer, 1987; Trautwein, 1993), minkä takia tehokkuusteorian mukainen todistusaineisto ei puolla teorian toimivuutta (Trautwein, 1993) ja saattaa indikoida synergioiden puuttuvan osassa fuusioissa ja yritysostoissa.

Monopoliteoria esittää yritysfuusioiden olevan suunnitelmaisia toimia markkinavoiman kasvattamiseksi, jota voidaan hyödyntää vertikaalisissa ja konglomeraattisissa fuusiois-

sa (Trautwein, 1993). Markkinavoiman kasvattamisen tarkoituksena on yleensä saada enemmän arvoa asiakkailta kasvattamalla yrityksen mahdollisuutta tuotteiden korkeammalle hinnoittelulle vähentämällä markkinoilla olevien yritysten määrää (Haleblian et al., 2009). Haleblian et al. (2009) esittävät markkinavoiman kasvamisen yhdeksi arvoa tuottavista yritysjärjestelyiden motiiveista, mutta luokittelee sen operationaalisiin synergioihin. Myös Angwin (2007) esittää markkinavoiman kasvattamisen olevan yksi strategia-kirjallisuuden motiiveista fuusioille ja yritysostoille.

Valuaatioteoria esittää yritysfuusioiden syntyvän kun johtajilla on parempaa informaatiota kuin osakemarkkinoilla kohdeyrityksen markkina-arvosta (Holderness & Sheehan, 1985; Ravenscraft & Scherer, 1987). Ostotarjouksen tekevillä johtajilla saattaa myös olla uniikkia informaatioita mahdollisista hyödyistä, jotka voidaan realisoida yhdistämällä kohdeyritys ostavaan yritykseen tai ostotarjouksen tekevä yritys on saattanut havaita kohdeyrityksen olevan aliarvostettu tai heillä saattaa olla uniikkia informaatioita mahdollisista mahdollisuuksista kohdeyrityksen suhteen. (Trautwein, 1993)

Maailmanvalloitus teorian mukaan yritysjärjestely on suunniteltu toteutus johtajalta, joka haluaa maksimoida omaa asemaansa osakkeen omistajien sijasta, eli siirtää arvoa yrityksensä osakkeen omistajilta itselleen. Maailmanvalloitusteoriassa on siis kyse agentti-ongelmasta yrityksen johdon ja osakkeen omistajien kanssa (Berkovitch & Naraynan, 1993; Trautwein, 1993).

Prosessiteoria fuusioiden ja yritysostojen motiiveille juontaa pohjansa strategisten päätösten prosesseihin. Prosessiteoriaan liittyvä tutkimus on kehittänyt useita malleja selittämään miksi strategiset päätökset eivät ole kokonaisvaltaisen rationaalisia päätöksiä vaan enemmänkin prosessin lopputuloksia, joita on hallinnut rajallinen tiedon käsittelykyky, johtajan ylimielisyys (Roll, 1986), organisaation rutiinit ja poliittiset voimat. (Duhaimé & Schwenk, 1985; Trautwein, 1993)

Trautwein (1993) esittää valtaajateorian yhdeksi yritysjärjestelyiden motiiveja käsitteleväksi teoriaksi. Holderness ja Sheehan (1985) määrittävät valtaajan (engl: raider) olevan henkilö, joka aiheuttaa arvon siirtymisen kohdeyrityksen osakkeen omistajilta itselleen. Arvon siirtyminen voi tapahtua joko liiallisena palkkiona yrityskauppojen jälkeen tai pakottamalla kohdeyritys ostamaan ostetut osakkeet korkeammalla hinnalla takaisin (engl. greenmail) (Trautwein, 1993). Lambrecht ja Myers (2007) toteavat valtaajien olevan pelkästään taloudellisia sijoittajia, joita ei kiinnosta operationaaliset synergiat ja jotka lopettavat ostamansa yrityksen toiminnan heti otollisen tilaisuuden ilmetessä.

Häiriöteorian mukaan fuusioaallot ovat seurausta taloudellisista häiriöistä. Taloudelliset häiriöt vaihtavat henkilöiden näkemyksiä ja oletuksia tulevasta sekä nostavat yleistä epävarmuuden tasoa, minkä seurauksena yksilöiden mielipiteet joistakin omaisuuseristä vaihtuvat ja tämän seurauksena vanhat omistajat saattavat olla valmiita myymään omistuksiaan. (Gort, 1969; Trautwein, 1993)

3.2 Motiivien esiintyminen ja luokittelun vaikutus tutkimukseen

Haleblian et al. (2009) toteavat ettei yksinkertaisimpiin kysymyksiin fuusioiden ja yritysostojen ajureista (engl: drivers) osata vastata ja ettei aikaisempi tutkimus osoita varmaa tietoa ajaako aito rahallisen voiton tavoittelu vaiko johtajien henkilökohtaiset tavoitteet fuusioita ja yritysostojen toteuttamista. Vaikka tutkijat ovat löytäneet monia fuusioiden ja yritysostojen alkutekijöitä (engl. antecedents), he eivät voi osoittaa varmasti mitkä niistä ovat ensisijaisia ja mitkä toissijaisia tai kuinka ne vaikuttavat ja toimivat yhdessä. (Haleblian et al., 2009)

Haleblian et al. (2009) toteavat, että empiirinen tutkimus fuusioista ja yritysostoista on suunniteltu pelkistetyksi ja moni yksittäinen tekijä, joka ohjaa fuusioita ja yritysostoja on eristetty. Angwin (2007) toteaa, että fuusioihin ja yritysostoihin on paljon enemmän motiiveja, kuin mitä saadaan mitattua suoritustesteillä, jotka tyypillisesti keskittyvät yhteen asiaan tai yhteen kategoriaan. Tämän seurauksena fuusioiden ja yritysostosta arvioidaan suppeammin kuin on perusteltua, sillä motiivien monimutkaisuus aliarvioidaan vakavasti, tärkeitä motiiveja sekä motiivien kontekstin ja prosessin rooli jätetään suurelta osin huomioimatta. Nämä laiminlyönnit saattavat aiheuttaa vääristyneitä tuloksia suoritustutkimuksista, koska joitakin tapauksia ei huomioida. (Angwin, 2007)

On erittäin epätodennäköistä yrityksen ylimmällä johdolla olevan vain yksi motiivi fuusion tai yritysoston toteuttamiseksi ja useiden motiivien läsnäolo alkuvaiheessa voi indikoida positiivisesta lopputuloksesta (Angwin, 2007). Esimerkiksi vuonna 1999 toteutettu kysely 100 Iso-Britannialaisen yrityksen toimitusjohtajalla heidän motiiveistaan toteuttaa joku tietty fuusio ja yritysosto osoittaa toimitusjohtajilla olevan harvoin vain yksi motiivi. Tutkimuksiin vastanneista toimitusjohtajista 45 prosenttia antoi kolme tai enemmän motiivia ja 71 prosenttia kaksi tai enemmän motiivia. (Angwin, 1999, Angwin 2007 mukaan; Angwin, 2000, Angwin 2007 mukaan) Myös muissa tutkimuksissa on ilmennyt useiden motiivien läsnäoloa (Amihud & Lev 1981; Shleifer & Vishny 1989; Berkovitch & Narayan, 1993; Hodgkinson & Partington, 2008; Arnold & Parker, 2009; Mehrotra et al., 2011).

4. ARVOA LISÄÄVÄT MOTIIVIT

Tässä luvussa käsitellään aikaisemmassa tutkimuksessa ja kirjallisuudessa esiintyviä arvoa lisääviä motiiveja fuusioille ja yritysostoille. Motiivien tarkastelu aloitetaan arvoa lisäävistä motiiveista tarkastelemalla tehokkuusteoriassa eli synergiateoriassa, sekä monopoliteoriassa esiintyviä operationaalisia, taloudellisia ja johtajiin liittyviä synergieita. Tämän jälkeen tarkastellaan valuaatioteoriaa ja yksityisen informaation hyödyntämistä arvoa lisäävänä motiivina.

4.1 Operationaaliset synergiat

Operationaaliset synergiat syntyvät kahden aikaisemmin erillään olevan toiminnon yhdistämisestä tai tiedon siirtymisestä (Chatterjee, 1986; Trautwein, 1993). Molemmissa tapauksissa operationaalinen synergia pienentää liiketoimintaosien operointikustannuksia tai mahdollistaa uniikkien tuotteiden tai palveluiden tarjoamisen (Trautwein, 1993). Black (1989) esittää operationaalisten synergioiden esiintyvän keskenään melko samantlaisilla toimialoilla. Angwin (2007) esittää strategiakirjallisuuden ja taloustieteen kirjallisuuden käsittelevän operationaalisia synergieita yritysostojen ja fuusioiden päämotiivina. Monopoliteoria esittää yritysfuusioiden olevan suunnitelmaisia toimia markkinavoiman kasvattamiseksi, jota voidaan hyödyntää vertikaalisissa ja konglomeraattisissa fuusioidissa (Trautwein, 1993). Haleblan et al. (2009) esittävät markkinavoiman kasvamisen yhdeksi arvoa tuottavista yritysjärjestelyiden motiiveista.

Saatavat tuotot operationaalisista synergioista syntyvät yleensä jonkin tärkeän organisaation osan kuten jakelu-, tutkimus ja kehitys-, osto- ja IT-osaston uudelleen järjestelystä (engl. reconfiguration) (Singh & Montgomery, 1987; Seth, 1990; Karim & Mitchell, 2000; Ahuja & Katila, 2001). Yhdistämällä kaksi aikaisemmin erillään olevaa yritystä synergia voi syntyä mittakaavaetujen tai neuvotteluvoiman kasvusta. Mittakaavaetujen ansiosta toiminnasta aiheutuvat kulut jakautuvat suuremman volyymin ansiosta useammalle kohteelle ja yksittäisten tuotteiden valmistuskustannus pienenee. Yritystön tai fuusion avulla voidaan myös kasvattaa yrityksen neuvotteluvoimaa esimerkiksi ostamalla markkinoille pyrkivä kilpailija, fuusioitumalla markkinan johtavan kilpailijan kanssa tai ostamalla markkinalla oleva kilpailija pois. Markkinavoiman kasvattamisen tarkoituksena on yleensä saada enemmän arvoa asiakkailta kasvattamalla yrityksen mahdollisuutta tuotteiden korkeammalle hinnoittelulle vähentämällä markkinoilla olevien yritysten määrää. (Trautwein, 1993; Angwin, 2007; Haleblan et al., 2009)

Konglomeraattiset yrityskaupat mahdollistavat yrityksen tuotteiden ristiin tukemisen siirtämällä varoja tuottoisammalta markkina-alueelta markkinalle, jossa halutaan ylläpitää kilpailua markkinaosuudesta. Konglomeraattisten yrityskauppojen avulla yritys voi myös samanaikaisesti rajoittaa kilpailua enemmän kuin yhdellä markkinalla, esimerkiksi teemmällä hiljaista yhteistyötä usealla samalla markkinalla olevan kilpailijan kanssa sopimalla jalansijasta markkinoilla, tai yhdistämällä liiketoiminnan osia kilpailijan kanssa. Konglomeraattisten yrityskauppojen avulla yritys voi myös estää potentiaalisia markkinoille pyrkiviä yrityksiä, esimerkiksi ostamalla nämä yritykset. (Trautwein, 1993; Angwin, 2007)

Operationaalisten synergioiden tuottavuudesta suuremmalla todennäköisyydellä paremmin kuin taloudelliset synergiat on esitetty selkeitä argumentteja. Operationaalisista synergioista saatava tuotto voi olla vaikeampaa tunnistaa osaksi valuaatiota sekä kilpailijoiden voi olla vaikeampi imitoida ja tunnistaa niitä yrityskauppojen jälkeisessä kilpailussa (Lippman & Rumelt, 1982; Barney, 1986; Black, 1989; Rickin, 2000; Capron & Pistre, 2002) kun taas taloudelliset synergiat voivat olla helpommin kopioitavissa ja tunnistettavissa lisättäviksi valuaatioon niiden yksinkertaisuuden takia (Barney, 1986; Leland, 2007). Seth et al. (2000) tutkimuksen mukaan operationaalisten synergioiden motivoivat yritysostot tuottavat tyypillisesti joko todella suurta tuottoa tai suurta tappiota taloudellisiin synergioihin verrattuna. Myös Rabierin (2017) tutkimuksessa motiivien suhteesta yrityskauppojen tuottoihin tuloksena on yrityskauppojen, joilla yritetään saavuttaa operationaalisia synergioita tuottavat suuremmalla todennäköisyydellä isoa tuottoa ja tappiota kuin taloudellisia synergioita tavoittelevat yrityskaupat. Myös aikaisempi tutkimus (Rumelt, 1982; Capron et al., 1998) puoltaa operationaalisten synergioiden motivoivien yrityskauppojen tuottavan enemmän, kuin taloudellisten synergioiden motivoivien yrityskauppojen tuottavan enemmän kuin operationaalisia synergioita, mutta Chatterjee (1986) löytää tutkimuksessaan taloudellisia synergioita tavoitteleiden yrityskauppojen tuottaneen enemmän kuin operationaalisia synergioita, mutta Chatterjee (1986) jaottelee markkinavoimaa kasvattavat motiivit omaksi luokakseen.

Rabier (2017) esittää tavoitellun operationaalisen synergian myös riskillisiksi, sillä sama tavoiteltu mekanismi, joka tuottaisi arvoa voi myös aiheuttaa suuria tappioita. Operatiivisen synergian saavuttaminen vaatii korkean luokan koordinoitua ja kontrollia ostavan ja kohdeyrityksen välillä verrattuna taloudellisten synergioiden saavuttamiseen (Chatterjee, 1986; Nahavandi & Malekzadeh, 1988; Capron et al., 2001). Operationaalisten synergioiden saavuttaminen vaatii runsaasti samanaikaista ja vaativaa päätöksentekoa, jonka aikana jo muutaman päätöksen tai prosessin etenemisen poikkeaminen valuaation aikana tehdystä suunnitelmasta saattaa aiheuttaa operationaalisesta synergiasta odotettujen tuottojen menettämisen ja yrityskaupan muodostumisen tappiolliseksi (Levinthal, 1997; Zollo & Singh, 2004; Shayne Gary, 2005; Paruchuri et al., 2006).

4.2 Taloudelliset synergiat

Kahden yrityksen taloudellisen rakenteen yhdistämisestä saatavaa tuottoa kutsutaan taloudelliseksi synergiaksi (Chatterjee, 1986; Rabier, 2017). Angwin (2007) esittää taloudellisten hyötyjen olevan rahoituskirjallisuuden mukaan fuusioiden ja yritysostojen päämotiveja. Taloudelliset synergiat yritysostoista ja fuusioista liittyvät verotuksellisiin hyötyihin, kertaluonteisiin taloudellisiin tuottoihin, alentuneeseen pääomankustannukseen pääomarakenteen muuttamiseen tai sisäisten rahoitusmarkkinoihin avulla (Trautwein, 1993) ja jakautuneisiin tulorahoituksen lähteisiin (Black, 1989; Chatterjee & Lubatkin, 1990; Seth, 1990; Angwin, 2007; Leland, 2007).

Pääomankustannusta voidaan pienentää esimerkiksi yrityksen sijoitusportfolion systemaattista riskiä pienentämällä sijoittamalla yrityksen liiketoiminnoista poikkeaviin liiketoimintoihin. Toinen tapa pääomankustannuksen pienentämiselle on yrityksen koon kasvattaminen, mikä mahdollistaa pääsyn halvempaan pääomaan. Kolmas tapa pääomankustannuksen pienentämiselle on sisäisten pääomamarkkinoiden luominen, mikä mahdollistaa paremman informaation valossa toimimisen ja pääoman tehokkaamman allokoinnin. (Trautwein, 1993)

Yrityskaupan tai fuusion motiveina voi myös olla verotukselliset hyödyt. Verotukselliset hyödyt taloudellisina synergioina syntyvät paremmasta verokohtelusta liikearvon kasvun, maantieteellisen sijainnin tai muun erityiskohtelun takia. Kohdeyrityksen pääomarakenteen muuttamiseen voi olla myös motiveina yritysostoissa. Pääomarakenteen muuttamisen jälkeen korkean riskin velkojen korkoa voidaan uudelleen neuvotella antamalla yritysoston tai fuusion kautta saatuja käteisvaroja tai muita omaisuuseriä takeina. (Angwin, 2007)

Taloudelliset synergiat ovat saaneet Trautweinin (1993) mukaan suurta teoreettista kritiikkiä. Pääargumenttina on ollut Trautweinin (1993) mukaan tehokkaiden markkinoiden tekevän taloudellisista synergioista mahdottomia. Myös Leland (2007) toteaa tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaisesti verojen, agenttikustannusten ja konkurssikustannusten ollessa olemattomat ja informaation ollessa asymmetristä taloudellisten synergioiden olevan mahdottomia saavuttaa eikä yrityksen rahoituskustannuksella ole merkitystä sen markkina-arvoon. Tehokkailla markkinoilla tutkimuksissa ei ole esiintynyt todisteita pienemmästä systemaattisesta riskistä tai paremmasta sisäisestä rahoitusmarkkinoista (Rumelt, 1986; Montgomery & Singh, 1984).

4.3 Johtamisen synergiat

Johtamisen synergiat syntyvät ostavan yrityksen johtajien omistaessa parempia valvomiseen ja suunnitteluun liittyviä kykyjä kuin kohdeyrityksen johtajat, minkä takia kohdeyrityksen suorituskykyä voidaan parantaa (Black, 1989; Trautwein, 1993). Halebian et al. (2009) toteavat rahoitustieteen tutkimuksien esittävän yritysjärjestelyiden olevan arvoa tuottavia kun yritysjärjestelyä käytetään huonon johtajan rankaisemiseen. Myös Jensen (1986) esittää yritysjärjestelyiden suojaavan yrityksen osakkeen omistajia huonoilta johtajilta. Tutkimukset osoittavat suhteellisesti ylipalkattujen johtajien tienaavan vähemmän yritysjärjestelyiden jälkeen (Agrawal & Walking, 1994). Agrawal ja Walking (1994) esittävät tämän havainnollistavan yrityskauppojen olevan markkina yritysten kontrollille, jolloin huonosti johdetut yritykset ylipalkatuilla johtajilla joutuvat yrityskauppojen kohteiksi, joiden tarkoituksena on kohdeyrityksen toiminnan muuttaminen (engl: corporate turnaround).

Trautwein (1993) esittää Jensenin (1986) johtajien kilpailumallin olevan tärkeä variaatio tehokkuusteoriasta. Jensen (1986) kuvaa yritysostot kurillisena toimenpiteenä rahoitusmarkkinoilla, jolloin yritysostojen funktio on olla markkina yritysten kontrollille. Johtajat, jotka investoivat negatiivisen nettopääoman tuottaviin investointeihin osingon jakamisen sijasta kokevat uhkaa kilpailevilta johtajilta. Tällöin yrityksen ulkoa tuleva kontrolli substituoi huonosti toimivaa sisäistä kontrollia osakkeen omistajilta (Jensen, 1986). Jensen (1986) esittää yritysfuusiot yhtenä tapana virkaa tekeville johtajille tuhлата ylimääräistä rahaa, jolloin näistä kaupoista kumuloituva vieraspääoma toimii mekanismina tulevien yrityskauppojen, jotka poikkeavat osakkeen omistajien arvon maksimoinnista, kontrolloimisessa.

4.4 Yksityisen informaation hyödyntäminen

Valuaatioteoria esittää yksityisen informaation hyödyntämisen olevan yksi motiivi fuusioille ja yritysostoille. Yksityisen informaation hyödyntäminen mahdollistaa kohdeyrityksen osakkeen omistajilta arvon siirtämisen ostavan yrityksen osakkeen omistajille (Black, 1989; Trautwein, 1993). Valuaatioteorian mukaan johtajat, joilla on parempaa informaatioita kuin osakemarkkinoilla kohdeyrityksen markkina-arvosta ostavan alihinnoitellun kohteen. (Holderness & Sheehan, 1985) Ostotarjouksen tekevillä johtajilla saattaa myös olla uniikkia informaatiota mahdollisista synergioista tai mahdollisista mahdollisuuksista kohdeyrityksen suhteen. (Trautwein, 1993)

Valuaatioteoria on ristiriidassa tehokkaiden markkinoiden hypoteesin kanssa. Jos tarjouksen tekevällä yrityksellä on yksityistä informaatioita kohdeyrityksen markkina-arvosta he paljastavat sen tarjouksen teko hetkellä, minkä seurauksena kohdeyrityksen osakkeiden hinta nousisi vastaamaan uutta informaatioita ja yksityisen informaation hyödyntämisen mahdollisuus poistuisi. (Black, 1989; Trautwein, 1993) Black (1989) kuitenkin esittää ostavan yrityksen mahdollisesti saavan tuottoa alihinnoitellun kohteen ostamisesta, mutta alihinnoitellun kohteen ostamisen onnistuminen ei ole todennäköistä eikä yleistä.

Valuaatioteorian erottaa muista yritysjärjestelyitä selittävästä teorioista sen tunnustus epävarmuuden roolille strategisissa päätöksissä. Pääomamarkkinoilla toimivat tekijät, eikä edes tarjouksen tekijä, voi kokonaan arvioida informaatioita, jonka perusteella osto-tarjous on tehty kohdeyrityksestä. Täten on mahdotonta olla täysin luottavainen yksityisen informaation perusteella tehdyn tarjouksen lähtökohdista. (Trautwein, 1993)

5. ARVOA TUHOAVAT MOTIIVIT

Tässä luvussa esitellään ja käsitellään arvoa tuhoavia motiiveja. Aikaisempi tutkimus on esittänyt agenttiongelman, johtajan ylimielisyyden ja markkina-ajoituksen osakkeen omistajien arvoa tuhoaviksi motiiveiksi yritysostoissa ja fuusioissa.

5.1 Agenttiongelman

Agenttiongelman esiintyy tilanteissa, joissa jonkun osapuolen asioita hoitaa joku toinen henkilö ja molemmat osapuolet ovat hyödyn maksimoijia (Jensen & Meckling, 1976). Fuusioissa ja yritysostoissa agenttiongelman syntyy, kun johtajat nauttivat etuoikeuksista osakkeen omistajien kustannuksella. Johtajat saattavat hakea eksessiivistä kasvua henkilökohtaisten etujen takia tai pienentääkseen johtamiseen liittyviä inhimillisen pääoman riskejä monipuolistamisen kautta ostamalla yrityksiä, joiden johtaminen vaatii heidän erikoisosaamistaan. (Amihud & Lev, 1981; Jensen, 1986; Morck et al., 1990; Shleifer & Vishny, 1990; Stulz, 1990; Berkovitch & Narayanan, 1993; Nguen et al., 2012) Seth et al. (2000) esittävät omia etujaan ajavan johtajan jopa maksavan tahallaan liian ison hinnan kohdeyrityksestä.

Johtajien on myös huomattu olevan enemmän kiinnostuneita yrityksen koon kasvattamisesta, kuin yrityksen tuottavuuden kasvattamisesta (Morck et al., 1990). Johtajien palkka on yleensä sidonnainen heidän johtamansa yrityksen omaisuuden kokoon eikä yrityksen tuottoihin, minkä takia johtajilla on motiivi etsiä nopea tapa kasvattaa hallitseman omaisuuden arvoa, eikä sen tuottamaa tuottoa (Wright et al., 2002).

Nguen et al. (2012) toteavat kirjallisuuden esittävän selviä todisteita agenttiongelman ilmenemisestä yrityskaupoissa. Berkovitch ja Narayanan (1993) löysivät myös tutkimuksessaan johdon agenttiongelman ilmenemistä epäonnistuneita yritysostoja sisältävästä aliotoksesta. Myös Trautwein (1993) esittää agenttiongelman selittävän fuusioita maailmanvalloitusteoriassaan. Malatesta (1983) löysi tutkimuksessaan fuusioiden, jotka ovat todennäköisesti johtajien omien etujen takia suoritettu tuhoavan ostavan yrityksen arvoa. Black (1989) esittää tutkimuksessaan agenttiongelman ostavan yrityksen johdon ja osakkeen omistajien välillä yhdeksi selittäväksi tekijäksi liian isoissa ostohinnoissa.

5.2 Johtajan ylimielisyys

Johtajien ylimielisyyttä käsittelevä teoria fuusioille ja yritysostoille väittää yritysostoissa ja fuusioissa maksettujen preemioiden olevan johtajien tekemiä kohdeyrityksen valuaa-

tioon liittyviä virheitä (Roll, 1986; Seth et al., 2000). Yritysjärjestelypäätöksiin liittyy enemmän informaatiota kuin mitä on mahdollista käsitellä, minkä takia päätöksentekijöillä on tapana käyttää heuristisia menetelmiä ja tunneperäisiä päätöksiä vähentääkseen stressiä ja tilanteiden moniselitteisyyttä. Heuristisien menetelmien ja tunneperäisten päätösten tekeminen saattaa olla tarpeellista monimutkaisissa tilanteissa, mutta niissä saattaa ilmetä virheitä. (Duhmaime & Schwenk, 1985)

Johtajien ylimielisyyden vaikutusta yritysostoihin ja fuusioihin tutkivat tutkimukset esittävät myös ylimielisten johtajien suorittavan yritysostoja ja fuusioita, joissa ei esiinny synergiaetuja. Koska synergioita ei esiinny tai niiden arvo on oletettu liian korkeaksi yritysosto tai fuusio tuhoaa osakkeen omistajien arvoa. (Roll, 1986; Black, 1989; Berkovitch & Narayanan, 1993; Hayward & Hambrick, 1997; Seth et al., 2000; Moeller et al., 2004; Ngueyn et al., 2012) Johtajien ylimielisyys johtuu tyypillisesti aikaisemmasta menestyksestä, median antamasta positiivisesta huomiosta ja hyvästä itsekuvasta (Hayward & Hambrick, 1997).

Berkovitch ja Narayan (1993) sekä Barnes (1998) esittävät ylimielisyyden olevan yleinen motivaatio yrityskauppoihin. Johtajien ylimielisyyttä tutkitaan yleensä epäonnistuneiden yrityskauppojen juurisyyinä (Roll, 1986; Kets de Vries, 1990; Hayward & Hambrick, 1997; Moeller et al., 2004; Angwin, 2007). Hayward ja Hambrick löytävätkin tutkimuksessaan (1997) johtajan ylimielisyydellä, joka esiintyy liiallisena ylpeytenä ja itseluottamuksena olevan suuri vaikutus ostohintoihin. Ostohinnat korreloivat positiivisesti ostavan yrityksen lähihistorian menestyksen ja toimitusjohtajan mediasuosion kanssa (Hayward & Hambrick, 1997).

Trautwein (1993) esittää johtajan ylimielisyyden kuuluvan fuusioiden motiivien prosessiteoriaan. Prosessiteoria fuusioiden ja yritysostojen motiiveille juontaa pohjansa strategisten päätösten prosesseihin. Prosessiteoriaan liittyvä tutkimus on kehittänyt useita malleja selittämään miksi strategiset päätökset eivät ole kokonaisvaltaisen rationaalisia päätöksiä vaan enemmänkin prosessin lopputuloksia, joita on hallinnut rajallinen tiedon käsittelykyky, johtajan ylimielisyys (Roll, 1986), organisaation rutiinit ja poliittiset voimat. (Duhmaime & Schwenk, 1985; Trautwein, 1993) Prosessiteorian mukaan johtajat saattavat kiintyä johonkin tiettyyn yritykseen valintaprosessin ja neuvotteluiden käytetyn ajan takia. Tämän kiintymyksen takia johtajat eivät välttämättä reagoi rationaalisesti esiin tulevaan odotettua huonompaan informaatioon. (Staw, 1981; Duhmaime & Schwenk, 1985) Johtajat saattavat myös käyttää analogista päättelyä ongelmien ratkonnassa ja selvittämisessä sekä olettaa yritysjärjestelyyn liittyvien ongelmien olevan hallinnassa ja kykenevänsä ratkomaan kaikki esiin tulevat ongelmat niiden ilmetessä (Langer, 1975; Duhmaime & Schwenk, 1985).

5.3 Markkina-ajoitus

Markkina-ajoitushypoteesi fuusioista ja yritysostoista väittää pitkänaikavälin osakkeen omistajien hyötävän vähemmän yliarvostetun tai aliarvostetun yhtiön ostamisesta yhtiön omilla osakkeilla markkinoiden ylihinnonitella ne (Shleifer & Vishny, 2003; Vagenas-Nanos, 2020). Kyseisen hypoteesin kannattavuudesta on empiirisen rahoituksen kirjallisuudessa meneillään väittely (Vagenas-Nanos, 2020). Vagenas-Nanos (2020) löytää tutkimuksessaan yrityksiä, jotka käyttävät ylihinnoiteltua osakettaan hyödyksi ostamalla yrityksen tuottavan noin 15-28 prosenttia paremmin kahdesta viiteen vuoteen yritysoston tai fuusion jälkeen kuin yritykset, jotka eivät hyödyntäneet ylihinnoiteltua osakettaan. Myös Savor ja Lu (2009) puoltavat tätä väitettä sekä Angwin (2007) esittää kertaluonteisten voittojen olevan mahdollisia yritysostojen ja fuusioiden kautta hyödyntämällä yritysten markkina-arvoa.

Fu et al. (2013) ja Akbulut (2013) esittävät todisteita sitä vastaan. Myös Nguen et al. (2012) esittävät markkina-ajoituksen arvoa tuhoavaksi motiiviksi. Shleifer ja Vishny (2003) toteavat yritysostojen ja fuusioiden olevan osakemarkkinoiden ohjaamia ja yritysoston tai fuusion suorittamisen yliarvostetuilla osakkeilla johtavan todennäköisesti pitkällä aikavälillä negatiiviseen kannattavuuteen. Dong et al. (2006) esittävät ostavien yritysten olevan keskimäärin ostettavia yrityksiä enemmän ylihinnoiteltuja sekä ylihinnoiteltujen yritysten käyttävän tyypillisemmin osakkeita maksutapana. Dong et al. (2006) esittävät ylihinnoiteltujen yritysten toteuttamien yritysostojen tai fuusioiden vaikuttavan negatiivisesti tuleviin tuottoihin.

6. PÄÄTELMÄT

Tämän kandidaatintyön tavoitteena oli tehdä kirjallisuuskatsaus fuusioiden ja yritysostojen motiiveista. Työ toteutettiin keräämällä aihealueen kirjallisuudesta ja tutkimuksista laadukkaita vertaisarvioituja teoksia laajasti ja yhdistelemällä niissä esiintyviä tuloksia ja johtopäätöksiä. Työn toteutuksen aikana kirjallisuudesta tunnistettiin fuusioiden ja yritysostojen motiivit sekä selkeä rajoittelu motiivien luokittelulle osakkeen omistajien kokemuksen arvon muutoksen mukaan.

Tutkimuksen tavoite onnistuttiin saavuttamaan ja tutkimuskysymyksiin vastaamaan argumentoivasti ja täyttävästi. Tutkimuksen avulla voimme päätellä, että fuusioiden ja yritysostojen motiiveja voidaan luokitella niiden osakkeen omistajille tuottaman arvon mukaan sekä tämä jaottelu voidaan vielä jakaa itse arvoa lisäävän tai tuhoavan tekijän juurisyyhin. Fuusioille ja yritysostoille yksityisen informaation hyödyntäminen valuaatioteorian mukaisesti tai tehokkuusteorian ja monopoliteorian mukaisesti operationaalisen ja taloudellisen tehokkuuden parantaminen tunnistettiin rationaalisiksi ja osakkeen omistajien arvoa lisääviksi motiiveiksi. Osakkeen omistajien arvoa tuhoaviksi motiiveiksi tunnistettiin fuusioissa ja yritysostoissa johtajan ylimielisyyden, agenttiongelman sekä markkina-ajoituksen luomat motiivit.

Työ onnistui hyvin. Kirjallisuudesta onnistuttiin keräämään ja tarkastelemaan erittäin laaja aihetta käsittelevä otos ja tutkimuskysymyksiin vastattiin erittäin kattavasti ja argumentoivasti useiden lähteiden avulla. Tutkimustulosta voidaan pitää merkittävänä, koska kirjallisuudessa ei viimeisen vuosikymmenien aikana ole tehty tämän tapaista aihealueen kirjallisuuden ja tutkimuksen koostetta. Motiiveja käsittelevä tutkimus on keskittynyt löytämään kyseisten motiivien esiintyvyyttä ja motiivien vaikutusta fuusioiden ja yritysostojen kannattavuuteen. Tutkimuksia fuusioiden ja yritysostojen motiiveista ja niiden luokittelusta ei ole tehty vuosikymmeniin.

Haasteita tässä kandidaatintyössä aiheutti tutkimuksen laajuus, monialaisuus ja moniulotteisuus. Yritysostot ja fuusiot ovat olleet tutkimuksen suosiossa pitkään, mikä näkyy kirjallisuuden määrässä ja laajuudessa. Aiheesta löytyy kirjallisuutta ja tutkimusta todella paljon ja näkökulmat sekä tutkimuksessa tehdyt hypoteesit saattavat erota tutkimuksien välillä tieteenalasta tai aikakaudesta riippuen. Esimerkiksi motiivien luokittelutapoja on esiintynyt kirjallisuudessa vuosien aikana runsaasti ja keskustelu markkina-ajoitusmotiivien vaikutuksesta fuusion ja yritysostojen kannattavuuteen on edelleen käynnissä.

Tutkimustulokseen tulee kuitenkin suhtautua varauksella, sillä fuusioita ja yritysostoja käsittelevä tutkimus on laajasti rajannut tarkastelun toteutuneisiin yrityskauppoihin, fuusioita ja yritysostoja on luokiteltu tutkimuksen helpottamiseksi ja johtajilla on tapana esittää julkisesti rationaalisia motiiveja fuusioille ja yrityskaupoille, mikä saattaa johtaa vääristyneisiin johtopäätöksiin ja rajoittaa aihealueen motiivien tunnistamista. Aihealueen tutkimuksista osa oli myös erittäin vanhoja ja uudempi tutkimus on pohjautunut osittain aikaisemman tutkimuksen päälle.

Fuusioiden ja yritysostojen motiiveja käsittelevä tutkimus ei ole vielä valmis ja kaikkea kattavaa. Motiivien sidonnaisuutta luotuun arvoon osakkeen omistajille on tutkittu todella runsaasti operationaalisten ja taloudellisten synergoiden kohdalla, sekä johdon agentti-ongelman ja ylimielisyyden on esitetty selittävän osakkeen omistajien arvoa tuhoavia yritysjärjestelyitä, mutta esimerkiksi markkina-ajoituksen seurauksena suoritettujen yritysostojen tai fuusioiden kannattavuuden kannalta päätös ei ole vielä vakiintunut. Kirjallisuudessa esiintyy myös motiiveja ja motiiveihin vaikuttavia tekijöitä, joita aihealuetta käsittelevät tieteenalat eivät ole tunnistaneet laajasti ja joita ei olla tutkittu runsaasti.

LÄHTEET

Agrawal, A. & Walking, R. (1994). Executive Careers and Compensation Surrounding Takeover Bids. *The Journal of Finance*. Vol.49(3), pp.985–1014. Saatavissa: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb00085.x> (Viitattu 28.4.2020)

Ahuja, G., & Katila, R. (2001). Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms: A longitudinal study. *Strategic Management Journal*. Vol.22(3), pp.197–220. Saatavissa: <https://doi.org/10.1002/smj.157> (Viitattu 24.4.2020)

Akbulut, M. (2013). Does Overvaluation Driven Stock Acquisitions Really Benefit Acquirer Shareholders? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol.48(4), pp.1025–1055. Saatavissa: <https://doi:10.1017/S0022109013000379> (Viitattu 28.4.2020)

Alexandridis, G., Antypas, N. & Travlos, N. (2017). Value creation from M&As: New evidence. *Journal of Corporate Finance*. Vol.45, pp.632–650. Saatavissa: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.05.010> (Viitattu 28.4.2020)

Amihud, Y. & Lev, B. (1981). Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *The Bell Journal of Economics*. Vol.12(2), pp. 605–617. Saatavissa: <https://doi:10.2307/3003575> (Viitattu 24.4.2020)

Amihud, Y., Lev, B. & Travlos, N.G. (1990). Corporate control and the choice of investment financing: the case of corporate acquisitions. *Journal of Finance*, Vol. 45(2), pp. 603–616. Saatavissa: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb03706.x> (Viitattu 24.4.2020)

Angwin, D. N. (2007). *Advances in Mergers and Acquisitions*. Emerald Group Publishing Limited. Saatavissa: [https://doi.org/10.1016/S1479-361X\(07\)06004-8](https://doi.org/10.1016/S1479-361X(07)06004-8) (Viitattu 24.4.2020)

Arnold, M. and D. Parker (2009). Stock Market Perceptions of the Motives for Mergers in Cases Reviewed by the UK Competition Authorities: An Empirical Analysis. *Managerial and Decision Economics*. Vol. 30(4), pp. 211–33. Saatavissa: <https://doi.org/10.1002/mde.1445> (Viitattu 24.4.2020)

Barnes, P. (1998). Why Do Bidders Do Badly out of Mergers? Some UK Evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 25(5–6), pp. 571–94. Saatavissa: <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00202> (Viitattu 24.4.2020)

Barney, J. (1986). Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy. *Management Science*. Vol.32(10), pp.1231–1241. Saatavissa: <https://doi.org/10.1287/mnsc.32.10.1231> (Viitattu 24.4.2020)

Barney, J. (1991). Firm capabilities and sustained competitive advantage. *Journal of Management*. Vol.17(1), pp. 99–120. Saatavissa: <https://doi.org/10.1177/014920639101700108> (Viitattu 24.4.2020)

Bauer, F. & Matzler, K. (2013). Antecedents of m&a success: the role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of inte Fama, Eugene F. 1980 "Agency problems and the theory of the firm." *Journal of Political Economy*, 88: 288-308.gration.

Strategic management journal. Vol.35, pp. 269–291. Saatavissa: <https://doi.org/10.1002/smj.2091> (Viitattu 24.4.2020)

Berkovitch, E. & Narayanan, M. (1993). Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol.28(3), pp. 347–362. Saatavissa: <https://doi.org/10.2307/2331418> (Viitattu 24.4.2020)

Berk, J. & DeMarzo, P. (2007). *Corporate finance*. Boston: Pearson Addison Wesley.

Black, B. (1989). Bidder Overpayment in Takeovers. *Stanford Law Review*. Vol.41(3), pp.597–660. Saatavissa: <https://doi.org/10.2307/1228881> (Viitattu 24.4.2020)

Bradley, M., Desai, A. & Kim, E.H. (1988). Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*. Vol. 21(1), pp. 31–49. Saatavissa: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90030-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90030-X) (Viitattu 24.4.2020)

Bruner, R. F. 2004. *Applied mergers and acquisitions*. Hoboken, NJ: Wiley.

Capron, L., Dussauge, P. & Mitchell, W. (1998). Resource redeployment following horizontal acquisitions in Europe and North America, 1988–1992. *Strategic Management Journal*. Vol.19(7), pp.631–661. Saatavissa: [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199807\)19:7<631::AID-SMJ963>3.0.CO;2-9](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199807)19:7<631::AID-SMJ963>3.0.CO;2-9) (Viitattu 24.4.2020)

Capron, L., Mitchell, W. & Swaminathan, A. (2001). Asset divestiture following horizontal acquisitions: A dynamic view. *Strategic Management Journal*. Vol.22(9), pp.817–844. Saatavissa: <https://doi.org/10.1002/smj.175> (Viitattu 24.4.2020)

Capron, L. & Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*. Vol.23(9), pp.781–794. Saatavissa: <https://doi.org/10.1002/smj.262> (Viitattu 24.4.2020)

Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic Management Journal*. Vol.7(2), pp.119–139. Saatavissa: <https://doi.org/10.1002/smj.4250070203> (Viitattu 24.4.2020)

Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*. Vol. 87(1), pp. 157–176. Saatavissa: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.10.006> (Viitattu 24.4.2020)

Datta, D. K. 1991. Organizational fit and acquisition performance: Effects of post-acquisition integration. *Strategic Management Journal*. Vol.12(4), pp. 281–297. Saatavissa: <https://doi.org/10.1002/smj.4250120404> (Viitattu: 24.4.2020)

Datta, S., Iskandar-Datta, M. & Raman, K. (2001). Executive compensation and corporate acquisition decision. *Journal of Finance*. Vol.56(6), pp.2299–2336. Saatavissa: <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2004.00009.x> (Viitattu: 24.4.2020)

Devos, E., Kadapakkam, P.R. & Krishnamurthy, S. (2009). How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies. *Review of Financial Studies*. Vol.22(3), pp.1179–1211. Saatavissa: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn019> (Viitattu: 24.4.2020)

- Dierickx, I. & Cool, K. (1989). Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage. *Management Science*. Vol.35(12), pp.1504–1511. Saatavissa: <https://doi.org/10.1287/mnsc.35.12.1504> (Viitattu: 24.4.2020)
- Dong, M., Hirschleifer, D., Richardson, S. & Teoh, S. (2006). Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market? *Journal of Finance*. Vol.61(2), pp. 725–62. Saatavissa: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00853.x> (Viitattu: 24.4.2020)
- Duhaime, I. & Schwenk, C. (1985). Conjectures on Cognitive Simplification in Acquisition and Divestment Decision Making. *The Academy of Management Review*. Vol.10(2), pp. 287–295. Saatavissa: www.jstor.org/stable/257970 (Viitattu 20.4.2020)
- Ferreira, M., Santos, J., Almeida, M. & Reis, N. (2014). Mergers & acquisitions research: A bibliometric study of top strategy and international business journals, 1980–2010. *Journal of business research*. Vol.67(12), pp.2550–2558. Saatavissa: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.03.015> (Viitattu: 24.4.2020)
- Fowler, K.L. & Schmidt, D.R. (1989). Determinants of tender offer post-acquisition financial performance. *Strategic Management Journal*. Vol.10(4), pp. 339–350. Saatavissa: <https://www.jstor.org/stable/2486461> (Viitattu: 24.4.2020)
- Fu, F., Lin, L. & Officer, M. (2013). Acquisitions Driven by Stock Overvaluation: Are They Good Deals? *Journal of Financial Economics*. Vol.109(1), pp.24–39. Saatavissa: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.013> (Viitattu 24.4.2020)
- Gort, M. (1969). An Economic Disturbance Theory of Mergers. *The Quarterly Journal of Economics*. Vol.83(4), pp.624–642. Saatavissa: www.jstor.org/stable/1885453 (Viitattu 18.4.2020)
- Gorton, G., Kahl, M. & Rosen, R.J. (2009). Eat or be eaten: a theory of mergers and firm size. *Journal of Finance*. Vol. 64(3), pp.1291–1344. Saatavissa: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01465.x> (Viitattu: 24.4.2020)
- Haleblian, J. & Finkelstein, S. (1999). The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: a behavioral learning perspective. *Administrative Science Quarterly*. Vol.44(1), pp. 29–56. Saatavissa: <https://doi.org/10.2307%2F2667030> (Viitattu: 24.4.2020)
- Haleblian, J., Devers, C., McNamara, G., Carpenter, M. & Davison, R. (2009). Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*. Vol. 35(3), pp.469–502. Saatavissa: <https://doi.org/10.1177/0149206308330554> (Viitattu: 24.4.2020)
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*. Vol.54(6), pp.1969–1997. Saatavissa: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00179> (Viitattu: 24.4.2020)
- Hayward, M. L. A. & Hambrick, D. C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*. Vol.42(1), pp.103–127. Saatavissa: <https://www.jstor.org/stable/2393810> (Viitattu: 24.4.2020)
- Hodgkinson, L. & Partington, G. (2008). The Motivation for Takeovers in the UK. *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol.35(1–2), pp. 102–126. Saatavissa: <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2007.02063.x> (Viitattu: 24.4.2020)

Holderness, C. & Sheehan, D. (1985). Raiders or saviors? The evidence on six controversial investors. *Journal of Financial Economics*. Vol.14(4), pp. 555–579. Saatavissa: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X85900261> (Viitattu 20.4.2020)

Jensen, M. C. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol.3(4). pp.305–360. Saatavissa: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X) (Viitattu: 24.4.2020)

Jensen, M. C. (1984). Takeovers: Folklore and science. *Harvard Business Review*. Vol.62(6), pp.109–121. Saatavissa: <https://hbr.org/1984/11/takeovers-folklore-and-science> (Viitattu 20.4.2020)

Jensen, M. C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*. Vol. 76(2), pp. 323–29. Saatavissa: <https://www.jstor.org/stable/1818789> (Viitattu: 24.4.2020)

Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D. & Regnér, P. (2015). *Fundamentals of strategy (Third Edition.)*. Harlow: Pearson Education.

Jovanovic, B. & Braguinsky, S. (2004). Bidder discounts and target premia in takeovers. *American Economic Review*. Vol.94(1), pp.46–56. Saatavissa: <https://www.jstor.org/stable/3592768> (Viitattu: 24.4.2020)

Karim, S. & Mitchell, W. (2000). Path-dependent and path-breaking change: Reconfiguring business resources following acquisitions in the US medical sector, 1978–1995. *Strategic Management Journal*. Vol.21(10–11), pp.1061–1081. Saatavissa: <http://hdl.handle.net/2027.42/34610> (Viitattu: 24.4.2020)

Kets de Vries, M. F. R. (1990). The organisational fool: Balancing a leader's hubris. *Human Relations*. Vol.43(8), pp.751–770. Saatavissa: <https://doi.org/10.1177%2F001872679004300804> (Viitattu: 24.4.2020)

Lambrecht, B. & Myers, S. (2007). A theory of Takeovers and Disinvestment. *Journal on Finance*. Vol.62(2), pp.809–845. Saatavissa: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01224.x> (Viitattu: 20.4.2020)

Langer, E. J. (1975). The illusion of control. *Journal of Personality and Social Psychology*. Vol.32(2), pp.311–328. Saatavissa: <https://doi.org/10.1037/0022-3514.32.2.311> Abstract (Viitattu 25.4.2020)

Leland, H. E. (2007). Financial synergies and the optimal scope of the firm: Implications for acquisitions, spinoffs, and structured finance. *The Journal of Finance*. Vol.62(2), pp.765–807. Saatavissa: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01223.x> (Viitattu: 24.4.2020)

Levinthal, D. A. (1997). Adaptation on rugged landscapes. *Management Science*. Vol.43(7), pp.934–950. Saatavissa: <https://doi.org/10.1287/mnsc.43.7.934> (Viitattu: 24.4.2020)

Lippman, S. A. & Rumelt, R. P. (1982). Uncertain imitability: An analysis of interfirm differences in efficiency under competition. *The Bell Journal of Economics*. Vol.13(2), pp.418–438. Saatavissa: <https://www.jstor.org/stable/3003464> (Viitattu: 24.4.2020)

- Malatesta, P. (1983). The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms. *Journal of Financial Economics*. Vol.11(1–4), pp.155–81. Saatavissa: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90009-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90009-0) (Viitattu: 24.4.2020)
- Mehrotra, V., Schaik, D., Spronk, J. & Steenbeek, O. (2011). Creditor-Focused Corporate Governance: Evidence from Mergers and Acquisitions in Japan. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol.46(4), pp.1051–72. Saatavissa: <https://doi.org/10.1017/S002210901100024X> (Viitattu: 24.4.2020)
- Mitchell, M. & Mulherin, J. (1996). The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of Financial Economics*. Vol.41(2), pp.193–229. Saatavissa: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00860-H](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00860-H) (Viitattu: 24.4.2020)
- Moeller, S., Schlingemann, F. & Stulz, R. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*. Vol.73(2), pp. 201–228. Saatavissa: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.002> (Viitattu: 24.4.2020)
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. (1990), Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? *Journal of Finance*. Vol.45(1), pp.31–48. Saatavissa: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb05079.x> (Viitattu: 24.4.2020)
- Nahavandi, A. & Malekzadeh, A. (1988). Acculturation in mergers and acquisitions. *Academy of Management Review*. Vol.13(1), pp.79–90. Saatavissa: <https://www.jstor.org/stable/258356> (Viitattu: 24.4.2020)
- Ngueyn, H., Yung, K. & Sun, K. Q. (2012). Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US. *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 39(9–10), pp.1357–1375. Saatavissa: <https://doi.org/10.1111/jbfa.12000> (Viitattu: 24.4.2020)
- Offenberg, D. & Pirinsky, C. (2015). How do acquirers choose between mergers and tender offers?. *Journal of Financial Economics*. Vol.116(2), pp.331–348. Saatavissa: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.02.006> (Viitattu: 24.4.2020)
- Paruchuri, S., Nerkar, A. & Hambrick, D. (2006). Acquisition integration and productivity losses in the technical core: Disruption of inventors in acquired companies. *Organization Science*. Vol.17(5), pp.545–562. Saatavissa: <https://doi.org/10.1287/orsc.1060.0207> (Viitattu: 24.4.2020)
- Porter, M. (1987). From competitive advantage to corporate strategy. *Harvard Business Review*. Vol.65(3), pp.43–59. Saatavissa: <https://hbr.org/1987/05/from-competitive-advantage-to-corporate-strategy> (Viitattu: 24.4.2020)
- Sanders, S. (2019). Firm Mergers and Acquisitions (M&As). *Managerial Finance*. Vol.45(10–11), pp.1349–1353. Saatavissa: <https://doi.org/10.1108/MF-10-2019-636> (Viitattu: 24.4.2020)
- Savor, P. & Lu, Q. (2009). Do Stock Mergers Create Value for Acquirers? *Journal of Finance*. Vol.64(3), pp.1061–1097. Saatavissa: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01459.x> (Viitattu 28.4.2020)
- Seth, A., Song, K. & Pettit, R. (2000). Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U.S. Firms. *Journal of International Finance*. Vol.31(3), pp.387–405. Saatavissa: <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490913> (Viitattu: 24.4.2020)

Staw, B. M. (1981). The escalation of commitment to a course of action. *Academy of Management Review*. Vol.6, pp.577–587. Saatavissa: www.jstor.org/stable/257636 (Viitattu 25.4.2020)

Vagenas-Nanos, E. (2020). The Benefits of Overvaluation: Evidence from Mergers and Acquisitions. *Financial Management*. Vol.49(1), pp. 91–133. Saatavissa: <https://doi.org/10.1111/fima.12247> (Viitattu 28.4.2020)

Welch, X., Pavicevic, S., Keil, T. & Laamanen, T. (2019). The Pre-Deal Phase of Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*. Saatavissa: <https://doi.org/10.1177/0149206319886908> (Viitattu: 24.4.2020)

Wright, P., Kroll, M. & Elenkov, D. (2002). Acquisition returns, increase in firm size, and chief executive officer compensation: The moderating role of monitoring. *Academy of Management Journal*. Vol.45(3), pp.599–608. Saatavissa: <https://doi.org/10.5465/3069384> (Viitattu 27.4.2020)

Thomson Financial. (2018). Mergers & acquisitions review. Saatavissa: <http://prod-upp-image-read.ft.com/3b08df8e-cf53-11e8-a9f2-7574db66bcd5> (Viitattu 18.1.2020)

Trautwein, F. (1993). Merger Motives and Merger Prescriptions. *Strategic Management Journal*. Vol.11(4), pp.283–295. Saatavissa: <https://doi.org/10.1002/smj.4250110404> (Viitattu: 24.4.2020)

Rabier, M. (2017). Acquisition Motives and the Distribution of Acquisition Performance. *Strategic Management Journal*. Vol.38(13). pp.2666–2681. Saatavissa: <https://doi.org/10.1002/smj.2686> (Viitattu: 24.4.2020)

Ravenscraft, D. & Scherer, F. (1987). Life After Takeover. *The Journal of Industrial Economics*. Vol.36(2), pp.147–156. Saatavissa: <https://www.jstor.org/stable/2098409> (Viitattu: 24.4.2020)

Rhodes-Kropf, M. & Viswanathan, S. (2004). Market valuation and merger waves. *Journal of Finance*. Vol.59(6), pp.2685–2718. Saatavissa: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00713.x> (Viitattu: 24.4.2020)

Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*. Vol.59(2), pp.197–216. Saatavissa: www.jstor.org/stable/2353017 (Viitattu: 24.4.2020)

Rumelt, R. (1982). Diversification strategy and profitability. *Strategic Management Journal*. Vol.3(4), pp.359–369. Saatavissa: <https://doi.org/10.1002/smj.4250030407> (Viitattu: 24.4.2020)

Salter, M. & Weinhold, W. A. (1981). Choosing compatible acquisitions. *Harvard Business Review*. Vol.59, pp.117–127. Saatavissa: <https://hbr.org/1981/01/choosing-compatible-acquisitions> (Viitattu 23.2.2020)

Schwert, G. (2000), “Hostility in takeovers: in the eyes of the beholder?”, *Journal of Finance*. Vol. 55(6), pp.2599–2640. Saatavissa: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00301> (Viitattu: 24.4.2020)

Seth, A. (1990). Value creation in acquisitions: A re-examination of performance issues. *Strategic Management Journal*. Vol.11(2), pp.99–115. Saatavissa: <https://doi.org/10.1002/smj.4250110203> (Viitattu: 24.4.2020)

Shayne Gary, M. (2005). Implementation strategy and performance outcomes in related diversification. *Strategic Management Journal*. Vol.26(7), pp.643–664. Saatavissa: <https://doi.org/10.1002/smj.468> (Viitattu: 24.4.2020)

Shelton, L. M. (1988). Strategic business fits and corporate acquisition: Empirical evidence. *Strategic Management Journal*. Vol.9, pp.279–287. Saatavissa: <https://doi.org/10.1002/smj.4250090307> (Viitattu: 24.4.2020)

Shleifer, A. & Vishny, R. (1989). Management entrenchment: The case of managerspecific investments. *Journal of Financial Economics*. Vol.25(1), pp.123–139. Saatavissa: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90099-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90099-8) (Viitattu 28.4.2020)

Shleifer, A. & Vishny, R. 2003. Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*. Vol.70, pp.295–311. Saatavissa: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00211-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00211-3) (Viitattu: 24.4.2020)

Singh, H., & Montgomery, C. A. (1987). Corporate acquisition strategies and economic performance. *Strategic Management Journal*. Vol.8(4), pp.377–386. Saatavissa: <https://doi.org/10.1002/smj.4250080407> (Viitattu: 24.4.2020)

Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*. Vol. 26, pp.3–27. Saatavissa: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N) (Viitattu: 24.4.2020)

Zollo, M. & Singh, H. (2004). Deliberate learning in corporate acquisitions: Post-acquisition strategies and integration capability in U.S. bank acquisitions. *Strategic Management Journal*. Vol.25(13), pp.1233–1256. Saatavissa: <https://doi.org/10.1002/smj.426> (Viitattu: 24.4.2020)

Yaghoubi, R., Yaghoubi, M., Locke, S. & Gibb, J. (2015a). Mergers and acquisitions: a review. Part 1. *Studies in Economics and Finance*. Vol.3, pp.147–188. Saatavissa: <https://doi.org/10.1108/SEF-03-2015-0078> (Viitattu: 24.4.2020)

Yaghoubi, R., Yaghoubi, M., Locke, S. & Gibb, J. (2015b). Mergers and acquisitions: a review. Part 2. *Studies in Economics and Finance*. Vol.3, pp.437–464. Saatavissa: <https://doi.org/10.1108/SEF-07-2015-0165> (Viitattu: 24.4.2020)