

YRITYSVALTAUKSISTA HYÖTYJÄT

Kansantaloustiede
Pro gradu –tutkielma
Taloustieteiden laitos
Tampereen yliopisto
12.12.2005
Jussi Helenius

TIIVISTELMÄ

TAMPEREEN YLIOPISTO

Taloustieteiden laitos

HELENIUS, JUSSI: Yritysvaltauksista hyötyjät

Pro gradu –tutkielma, 86 sivua, 2 liitesivua

Joulukuu 2005

Yrityskauppa, osakkeenomistajien varallisuus, event study

Yritysvaltauksista on viimeisten vuosikymmenten aikana tullut arkipäivää ja niiden taloudellinen merkitys on kasvamassa jatkuvasti. Osana yritysjärjestelyiden kenttää ne luovat yrityksille mahdollisuuksia liiketoiminnan laajentamiseen, tehostamiseen ja myös sen fokusoimiseen. Yritysvaltausten taustalla voivatkin vaikuttaa mitä erilaisimmat strategiat.

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, kuka yritysvaltauksista lopulta hyötyy. Työn mielenkiinto kohdistuu yritysvaltauksessa mukana olevien yritysten osakkeenomistajien hyödyn tarkasteluun, jota voidaan mitata yritysvaltausuutisen ympärillä tapahtuneiden osakekurssien muutosten avulla. Tutkimuksen teoreettisessa osassa luodaan yleiskuva yrityskauppoihin sekä ostavan yrityksen että kohdeyrityksen näkökulmasta ja perehdytään kaikkiin niihin seikkoihin, jotka teorian ja alan aikaisempien tutkimustöiden perusteella voivat olla vaikuttamassa yritysvaltauksen osakkeenomistajille tuottaman hyödyn määrään. Työn tutkimusosassa suoritetaan empiirinen tutkimus Suomen aineistolla käyttäen hyväksi event study –menetelmää. Aineistona on käytetty vuosina 1998-2005 Helsingin arvopaperipörssistä yritysvaltauksen seurauksena poistuneita yrityksiä. Event study –menetelmä soveltuu hyvin juuri yritysvaltauksista aiheutuvan osakkeen epänormaalien kurssikehityksen tarkasteluun lyhyellä aikavälillä.

Tutkimustulosten perusteella voidaan sanoa, että kohdeyrityksen osakkeenomistajat hyötyvät yritysvaltauksista lähes poikkeuksetta. Yritysvaltauksen seurauksena he saivat runsaan 30 % epänormaalien tuoton omistukselleen tarkasteluperiodin aikana. Tämä tulos on linjassa alan aiempien tutkimustulosten kanssa, joita on suoritettu lukuisten eri maiden aineistoilla. Huomattavasti ristiriitaisempia tuloksia on löytynyt puolestaan ostavan yrityksen osakkeenomistajien kokeman hyödyn suuruudesta. Yritysvaltauksilla keskimäärin ei näyttäisi olevan juuri lainkaan vaikutusta heidän hyötyynsä ainakaan lyhyellä aikavälillä, mutta tapauskohtaisesti hyötyvaikutukset voivat olla suuriakin suuntaan tai toiseen riippuen suurelta osin siitä, kuinka onnistunut yritysvaltauksista loppujen lopuksi muodostuu taloudellisilla mittareilla arvioituna. Tutkimustulokset kaiken kaikkiaan olivat odotetun kaltaisia.

SISÄLLYS

1 JOHDANTO	3
2 YRITYSVALTAUKSEN TOTEUTTAMINEN JA MOTIIVIT	9
2.1 Yritysvaltauksen mekaniikka	9
2.2 Maksutavan valinta ja sen vaikutus yritysvaltauksen tuottoihin.....	12
2.2.1 Tuotot kun maksutapana käteinen.....	16
2.2.2 Tuotot kun maksutapana omat osakkeet	18
2.3 Yritysvaltauksen ongelmakohtia.....	19
2.3.1 Kulttuuri	19
2.3.2 Lainsäädäntö.....	20
2.3.3 Verotukselliset ja kirjanpidolliset näkökulmat.....	22
2.4 Yritysvaltauksen strategiset tavoitteet	23
2.4.1 Synergia.....	24
2.4.2 Maantieteellinen laajentuminen	26
2.4.3 Liikealan laajentaminen	26
2.4.4 Markkinaosuuden kasvattaminen.....	27
2.4.5 Vertikaali integraatio.....	27
2.4.6 Siirtyminen uudelle alalle.....	28
3 YRITYSVALTAUKSEN KOHDE	29
3.1 Neljä teoreettista syytä valtauskohteeksi joutumiselle	29
3.1.1 Tehoton yritysjohto	29
3.1.2 Kohdeyrityksen aliarvostus	31
3.1.3 Kasvumahdollisuuksien ja –resurssien epätasapaino.....	32
3.1.4 Transaktiokustannus ja yrityksen koko	33
3.2 Teoreettisten syiden paikkansapitävyys käytännössä.....	35
3.2.1 Valtauskohteen tunnistaminen	36
3.2.2 Valtauskohteen ennustaminen.....	38
3.3 Ovatko yritysvaltauksset luonteeltaan kurinpidollisia?.....	40
3.4 Vihamieliseltä valtaukselta puolustautuminen	41
3.4.1 Kohdeyrityksen johdon rooli yritysvaltauksessa.....	41
3.4.2 Ennaltaehkäisevät puolustusstrategiat.....	43
3.4.3 Ostotarjoukseen reagoivat puolustusstrategiat.....	45

4 TUTKIMUSMETODOLOGIA JA KATSAUS ALAN AIKAISEMPAAN TUTKIMUSTYÖHÖN	50
4.1 Event study –metodologia	51
4.1.1 Tutkimuksen vaiheet	51
4.1.2 Tapahtumaikkunan valinta	52
4.2 Katsaus alueen aikaisempaan kirjallisuuteen.....	54
4.2.1 Aineiston keräys.....	55
4.2.2 Normaalituottojen määrittäminen	56
4.2.3 Empiirisiä tutkimustuloksia.....	58
5 MALLIN RAKENTAMINEN JA TUTKIMUSTULOKSET	62
5.1 Työssä käytetty aineisto	62
5.2 Mallin rakentaminen.....	64
5.2.1 Tapahtumaikkuna ja Beta-luku	64
5.2.2 Epänormaalien tuottojen estimointi	67
5.2.3 Tilastolliset testit	68
5.3 Tutkimustulokset ja niiden analysointi	70
6 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	76
LÄHTEET.....	79
LIITE.....	87

1 JOHDANTO

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on perehtyä yritysvaltauksiin ja pyrkiä selvittämään kuka niistä hyötyy. Yritysvaltaus¹ on yksinkertaisesti sanottuna yrityskauppa, jossa toinen yritys (ostaja) ostaa toisen yrityksen (kohteen) osakkeet tai kaiken sen omaisuuden. Yritykset voivat yhdistyä myös fuusioitumalla, jolloin on yleensä kyse suhteellisen tasapuolisten yritysten yhdessä neuvottelemasta sopimuksesta yhdistää voimavarat ja näin siis muodostaa yksi yritys. Tässä työssä yritysvaltauksia tulkitaan laajasti käsittäen lähes kaikki ne yrityskaupat², joissa on selkeästi ostava osapuoli ja kohde, kuten tilanne useimmiten on. Tämä on perusteltua myös siitä syystä, että liian tiukkojen rajojen vetäminen yrityskaupoista käytettyjen termien välille on suurelta osin kiinni subjektiivisesta näkemyksestä eikä se tästä syystä ole kovin mielekäs. Tässä työssä yritysvaltauksista tullaankin ajoittain puhumaan yleisesti vain yrityskauppoina.

Yrityskaupoista on tullut yleinen ja taloudellisesti merkittävä ilmiö ympäri maailmaa. Ne muokkaavat jatkuvasti yritysten toimintaympäristöä tuoden mukanaan paljon mahdollisuuksia, mutta myös haasteita. Yritysvaltauksilla on vaikutusta monien eri ryhmien hyvinvointiin, mm. yrityksen osakkeenomistajien, työntekijöiden, yritysjohton, yhteiskunnan sekä myös esim. yritysvaltauksen käytännön järjestelyistä vastaavan investointipankin hyvinvointiin. Mielenkiintoinen kysymys sitten onkin, kuka yritysvaltauksista lopulta hyötyy? Tässä työssä keskitytään osakkeenomistajien kokeman hyödyn määrittämiseen. Tämä rajaus on tehtävä jo pelkästään siitäkin syystä, että osakkeenomistajien kokemaa hyvinvointia on mahdollista mitata osakekurssien muutosten välityksellä siinä missä taas esim. työntekijöiden ja yritysjohton hyödyn mittaaminen vaatisi useiden ei-taloudellisten mittareiden käyttöä ja olisi monella tavoin epämielikästä. Tästä syystä nämä muut ryhmät rajataan hyöty-tarkasteluissa tämän työn ulkopuolelle. Yritysvaltauksista puhuttaessa näitä ryhmiä on kuitenkin mahdotonta unohtaa kokonaan, koska ne (erityisesti yritysjohto) ovat

¹ Englanniksi ”takeover”

² Tämä on perusteltua, koska viime kädessä lähes kaikki yrityskaupat, joissa yksi yritys ostaa toisen, on mahdollista tulkita yritysvaltauksiksi. Tästä hyvänä esimerkkinä on yrityskauppa ruotsalaisen Telian ja suomalaisen Soneran välillä, josta suomalainen lehdistö on käyttänyt usein termiä ”fuusio”, vaikka pohjimmiltaan kyseessä oli Telian suorittama yritysvaltaus kohteenaan Sonera. Ruotsalaisessa lehdistössä kyseistä yrityskauppaa onkin nimitetty yritysvaltauksiksi.

merkittävässä asemassa kaikissa yrityskaupoissa, ja luonnollisesti niiden rooli on otettava huomioon myös tutkittaessa yrityskauppoja. Ihan aluksi on kuitenkin syytä tehdä lyhyt katsaus yrityskauppoihin yleensä ja perehtyä hiukan niiden historiaan ja kehitystrendeihin.

Yrityskauppojen voidaan katsoa saaneen alkunsa Yhdysvalloista 1800-luvun lopulla. Varsinaisen alkusysäyksen yrityskaupat saivat ensimmäisten trustien³ perustamisesta (Harrison 2000). Ensimmäinen merkittävä useamman yrityksen yhdistyminen tapahtuikin, kun Yhdysvalloissa perustettiin trusti yhdistämään John D. Rockefellerin omistamien 40 pienen öljy-yhtiön osakkeet. Samoihin aikoihin Iso-Britanniassa höyrykoneen keksimisen vauhdittama teollistuminen kiihdytti talouskasvua ja synnytti myös ensimmäiset yrityskaupat Euroopassa. Ominaista näille ensimmäisille yrityskaupoille sekä Yhdysvalloissa että Euroopassa oli pyrkimys monopolien synnyttämiseen. Tätä 1800-luvun lopun ja 1900-luvun vaihteeseen ajoittunutta vaihetta, jolloin yrityskauppoja alettiin ensimmäisen kerran tehdä suuressa mittakaavassa, kutsutaan ensimmäiseksi yrityskauppa-aalloksi.

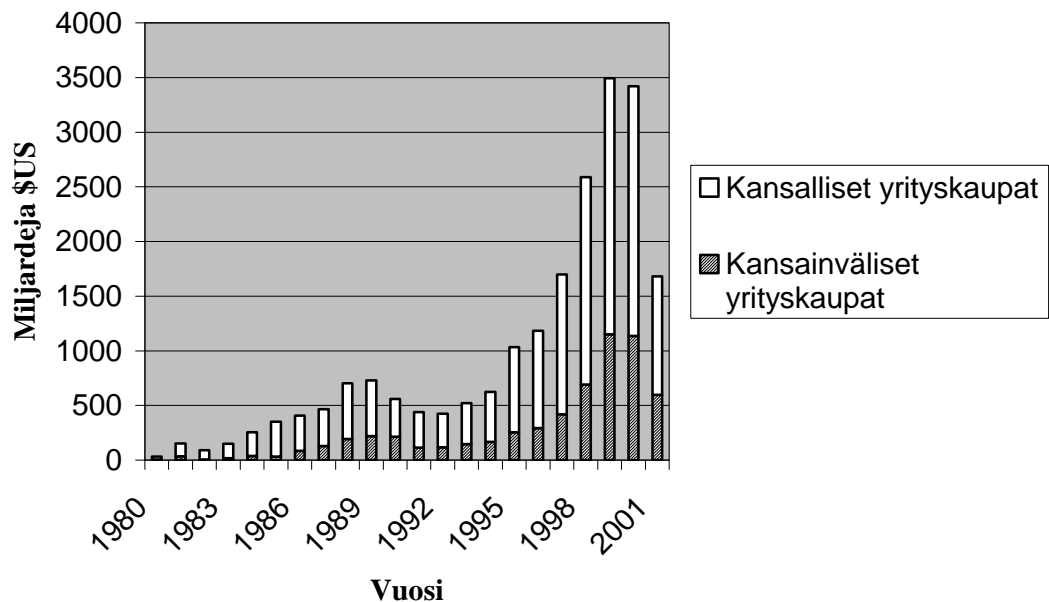
Yrityskauppojen on havaittakin tulevan ns. aalloissa. Ensimmäistä aaltoa on seurannut 1900-luvulla neljä muuta aaltoa: 1920-, 1960-, 1980- ja 1990-luvun loppuille ajoittuneet aallot (Brealey & Myers 2000). Siinä missä ensimmäiset yrityskauppa-aallot rajoittuivat lähes kokonaisuudessaan Yhdysvaltoihin ja Iso-Britanniaan, voidaan niistä viimeisimmän katsoa vaikuttaneen jo koko teollistuneeseen maailmaan. Samalla kun yrityskaupat ovat yleistyneet ympäri maailmaa, on niiden yhteenlaskettu rahallinen arvo kohonnut huomattavasti ja niiden taloudellinen merkitys kasvanut jatkuvasti⁴. Kuviossa 1 on esitetty kaikkien yrityskauppojen yhteenlaskettu dollarimääräinen arvo vuodesta 1980 vuoteen 2001 jakaen kaupat puhtaasti kansallisiin eli saman maan sisällä tehtyihin yrityskauppoihin ja kansainvälisiin yrityskauppoihin, joissa ostava yritys toimii eri maassa kuin kohdeyritys. Kuviosta voidaan nähdä yrityskauppojen rahallisen arvon nousseen yli 100-kertaiseksi vuodesta 1980 vuoteen 2000 yltäen huippuvuonna lähes \$3500 miljardiin. Vuodet 1999 ja 2000 olivat toki poikkeuksellisia mitattaessa yrityskauppojen rahallista arvoa, sillä silloin teknologia-

³ Monopoliasemaan pääsemiseksi muodostettu yhtiöiden yhteenliittymä

⁴ Esim. vuonna 1999 yrityskaupat vastasivat arvoltaan n. 2 % koko maailman BKT:stä (UNCTAD 2000).

alan yhtiöiden osakkeet olivat huippuhinnoissaan juuri ennen pörssikuplan puhkeamista. Vuonna 2000 suoritettiin myös ensimmäinen yrityskauppa, joka rikkoi \$100 miljardin rajan, kun America Online osti Time Warnerin \$156 miljardilla (Harrison 2000). Viimeisten vuosikymmenten aikaisena kehitystrendinä onkin ollut yrityskauppojen absoluuttisen koon kasvu. Nykyään ei enää tyydytä ostamaan omaan kokoon suhteutettuna pieniä yrityksiä, vaan saatetaan ostaa jopa itseä suurempia yrityksiä.

Yrityskauppojen kasvaessa sekä kooltaan että lukumäärältään on myös niiden rakenteessa tapahtunut yksi oleellinen muutos. Vielä ennen 1990-lukua selvästi suurin osa yrityskaupoista tapahtui oman maan rajojen sisäpuolella, mutta sittemmin kotimaan rajat ylittävien yrityskauppojen lukumäärä on kasvanut merkittävästi (Oramin 2003). Tämä kertoo yritysten halusta kansainvälistyä ja menestyä globaaleilla markkinoilla, mutta osaltaan se kertoo myös siitä, että edellytykset harjoittaa kansainvälistä kauppaa ja tehdä sijoituksia oman maan rajojen ulkopuolelle ovat parantuneet oleellisesti viime vuosina, kun maailman finanssimarkkinat ovat yhdentyneet ja pääoman liikkuvuus on lisääntynyt.



Kuvio 1. Yrityskauppojen yhteenlaskettu arvo maailmassa vuosina 1980-2001. (Lähde: GPF, <http://www.globalpolicy.org/globaliz/charts/mergetable.htm>)

Yrityskauppojen tuleminen aalloissa on ilmiö, jota ei ole vielä tieteellisesti pystytty selittämään (Brealey & Myers 2000). Näiden aaltojen on havaittu seurailevan talouden syklejä siten, että korkeasuhdanteen aikana yrityskauppa-aktiviteetti on korkea eli ollaan aallon harjalla ja vastaavasti matalasuhdanteen aikana yrityskauppoja tehdään suhteellisen vähän. Makrotaloudellisten tekijöiden voidaankin katsoa nykyisen tietämyksen valossa olevan merkittävä yrityskauppojen ajoittumiseen vaikuttava tekijä. Tämä saattaa olla hiukan ristiriidassa intuition kanssa, sillä juuri korkeasuhdanteen aikana yritykset ovat kalleimmillaan, jolloin myös niiden ostamisen pitäisi olla kaikkein epäedullisinta. Selitys tälle epärationaalisuudelle saattaakin löytyä taloustieteiden sijaan ihmisten psykologisesta käyttäytymisessä. Korkeasuhdanteen aikana ollaan luottavaisia oman yrityksen mahdollisuuksiin menestyä ja halutaan myös investoida (vaikkapa yritysoston muodossa) lisää taatakseen hyvä kasvu ja kannattavuus myös tulevaisuudessa, vaikka näin toimiessaan yritykset maksavatkin kohteesta ylihintaa. Toisaalta yrityskauppojen voidaan katsoa myös synnyttävän lisää yrityskauppoja, koska yritysjohto ottaa usein päätöksiä tehdessään huomioon kilpailevien yritysten toiminnan markkinoilla ja tällainen toiminta luonnollisesti voi osaltaan synnyttää ”aaltoja”.

Tässä työssä tutkimusmenetelmänä käytetään event study –menetelmää. Sen avulla on mahdollista tarkastella yritysvaltausuutisen vaikutusta osakekursseihin ja sitä kautta pyrkiä määrittämään, kuka yritysvaltauksista hyötyy. Varsinainen tutkimus on suoritettu Suomen aineistolla käyttäen otoksessa suomalaisia pörssinoteerattuja yrityksiä, jotka ovat joutuneet yritysvaltauksen kohteeksi vuosien 1998-2004 välillä. Tutkimustulosten perusteella näyttäisi täysin selvältä, että kohdeyrityksen osakkeenomistajat hyötyvät yritysvaltauksesta keskimäärin aina. Tutkimuksessa havaittiin, että 31 päivän mittaisen tarkastelujakson aikana kohdeyrityksen osakkeenomistajat saavat yritysvaltauksen ansiosta yli 30 % epänormaalin tuoton sijoitukselleen ja suurin osa tästä epänormaalista tuotosta syntyy sinä päivänä, kun tieto yritysvaltauksesta tulee julkisuuteen.

Käytännön syistä samanlaista event study –tutkimusta ei ole voitu suorittaa ostaville yrityksille ja niiden osakkeenomistajien kokemaa hyötyä onkin pyritty arvioimaan teoreettiselta näkökannalta perustuen alan aiempaan kirjallisuuteen. Tulokset ovat osin ristiriitaisia, sillä sekä teoreettiset että alan aiempiin empiirisiin tutkimuksiin

perustuvat päätelmät viittaavat siihen, että yritysvaltauksen aiheuttamat keskimääräiset hyötyvaikutukset eivät ole kovinkaan suuret ostavan yrityksen osakkeenomistajille, vaikka yksittäisissä tapauksissa ne voivat olla hyvinkin suuret. Hyöty voi olla sekä positiivista että negatiivista riippuen suurelta osin siitä, minkä motiivin tai strategian pohjalta yritysvaltaus on suoritettu ja kuinka kallis kauppahinta kohdeyrityksestä joudutaan maksamaan. Mikäli markkinat ovat vakuuttuneita siitä, että yrityskauppa on onnistunut sekä strategisessa että taloudellisessa mielessä, myös ostavan yrityksen osakkeenomistajat yleensä hyötyvät jonkin verran yrityskaupasta, mutta päinvastaisessa tapauksessa osakekurssi yleensä laskee.

Tämä työ etenee kokonaisuudessaan siten, että työn alkuosa on teoreettinen ja työn loppuosassa on pienimuotoinen event study –tutkimus. Teoreettinen puoli aloitetaan luvussa 2.1 perehdyttämällä lukija ensiksi yritysvaltauksen toteuttamiseen käytännössä sekä luvussa 2.2 ostavalle yritykselle siitä aiheutuvien kustannusten ja tuottojen määrittämiseen ottaen huomioon erityisesti se, että yrityskaupassa maksuvälineenä voidaan käyttää joko omia osakkeita, rahaa tai näitä molempia. Luvussa 2.3 perehdytään hiukan tarkemmin yritysvaltauksen mahdollisiin ongelma-kohtiin ja luvussa 2.4 luodaan katsaus kaikkiin niihin strategioihin tai motiiveihin, jotka yritysvaltauksen taustalla yleensä vaikuttavat. Näin ollen luku 2 keskittyy suurelta osin yrityskaupan ostavaan osapuoleen kun taas luvussa 3 perehdytään syvällisemmän yrityskaupan toiseen osapuoleen eli kohteeseen. Tämän luvun alussa esitetään neljä teoreettista syytä sille, miksi yritys voi olla houkutteleva valtauskohteeksi ja sen jälkeen luvussa 3.2 tarkastellaan, kuinka hyvin nämä teoreettiset syyt ovat pitäneet paikkansa käytännössä käyttäen vielä erikseen apuna Espanjan ja Iso-Britannian aineistolla tehtyjä tutkimuksia. Luvussa 3.3 pyritään selvittämään sitä, voiko yrityksen johto omalla tehottomuudellaan ajaa yrityksen valtauskohteeksi ja luvussa 3.4 perehdytään vuorostaan siihen, kuinka vihamieliseltä yritysvaltaukselta voi yrittää puolustautua ja onko se ylipäättänsä järkevää.

Työn 4:ssä luvussa siirrytään teoreettisesta tarkastelusta itse tutkimusosioon, jonka aluksi esitellään tässä työssä käytettävä event study –tutkimusmenetelmä. Event study –metodologiaan perehdytään ensiksi vaiheittain, jonka jälkeen vielä esitellään tutkimusta varten tehtävä valinta tapahtumaikkunan pituudesta. Seuraavaksi luvussa 4.2 luodaan katsaus yrityskauppoja koskevaan aiempaan kirjallisuuteen lähtien

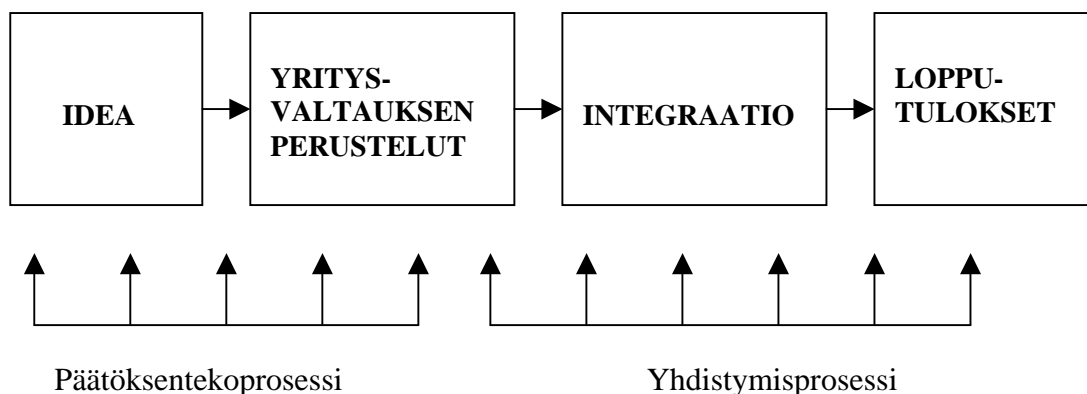
liikkeelle aineiston keräämiseen liittyvistä seikoista ja päätyen lopulta niiden menetelmien esittelyyn, joiden avulla tutkimuksessa tarvittavia normaalituottoja on pyritty määrittelemään. Luvussa 4.2.3 on sitten vielä luotu yleiskatsaus alueen aiempien tutkimusten tuloksiin, joista saadaan jonkinlaista vertailukohtaa myös tämän työn tutkimustuloksille. Koko luvun 4 lopussa on vielä taulukko, johon on koottu eri maiden aineistoilla suoritettujen tutkimusten tuloksia. Luvussa 5 siirrytään sitten Suomen aineistolla suoritettavaan tutkimukseen. Luvussa 5.1 esitellään käytetty aineisto ja tehdään tiettyjä rajauksia, jotka ovat tutkimuksen kannalta pakollisia. Seuraavassa luvussa aletaan rakentamaan mallia ja esitellään siihen liittyviä oleellisia seikkoja, kuten tutkimuksessa käytettävän beta-luvun laskenta, epänormaalien tuottojen määrittelytapa ja itse tutkimustulosten tilastollisen merkitsevyyden testaamiseen käytettävät testit. Näitä testejä esitellään lyhyesti kaksi yleisimmin käytettyä, jotka ovat t-testi ja Z-testi, joista kuitenkin vain toista käytetään tässä tutkimuksessa. Tämän jälkeen luvussa 5.3 esitellään varsinaiset tutkimustulokset ja niiden analysointi. Työn lopussa on vielä lyhyt yhteenveto käsitellyistä asioista ja kertaus tutkimustuloksista.

2 YRITYSVALTAUKSEN TOTEUTTAMINEN JA MOTIIVIT

Yritysvaltaus on ostavalle yritykselle investointi ja kuten mikä tahansa investointi, se vaatii ennen toteuttamistaan huolellisia laskelmia ja tarkkaan mietityn strategian voidakseen olla onnistunut ja palvellakseen yrityksen lopullista tavoitetta: yrityksen arvon kasvattamista. Tätä päämäärää voidaan tavoitella lukuisilla erilaisilla strategioilla, jotka vaikuttavat yritysvaltauksen taustalla, mutta kaikkien yrityskauppojen lähtökohtana on kuitenkin se, että kaksi yritystä voivat olla jollain tavalla arvokkaampia yhdessä kuin erikseen. Yritysvaltauksen toteuttaminen ei ole kuitenkaan mikään helppo prosessi. Se vaatii runsaasti aikaa ja resursseja, mutta ennen kaikkea rahaa. Tässä luvussa perehdytään tarkemmin yritysvaltauksen käytännön toteuttamiseen, siinä mahdollisesti ilmeneviin ongelmakohtiin sekä niihin motiiveihin, joiden perusteella yritysvaltauksen uskotaan muodostuvan ostavan yrityksen osalta kannattavaksi.

2.1 Yritysvaltauksen mekaniikka

Yritysvaltausprosessi vaatii monien tärkeiden asioiden huomioimista sekä ostavan että ostettavan yrityksen johdolta. Yksi tyypillinen tapa ymmärtää yritysvaltaus prosessina on jakaa se neljään eri vaiheeseen, jotka ovat tiiviisti toisiinsa sidonnaisia. Haspeslagh & Jemison (2001) ovat jakaneet yritysvaltausprosessin neljään vaiheeseen: idea, yritysvaltauksen perustelut, integraatio eli yhdistyminen ja lopputulokset; kuvio 2.



Kuvio 2. Yritysvaltausprosessin vaiheet. (Lähde: Haspeslagh & Jemison 1991)

Kaikki lähtee siis liikkeelle siitä, että ostavan yrityksen johto näkee tarpeelliseksi ostaa toinen yritys syystä tai toisesta eli saa idean. Kun idea on syntynyt, täytyy markkinoilta löytää joukko potentiaalisia kohdeyrityksiä, jotka voisivat toteuttaa idean. Tämän jälkeen mahdolliset kohdeyritykset on analysoitava tarkasti ja on pyrittävä löytämään niiden joukosta se, joka parhaiten toteuttaa yrityksen tavoitteet. On tietysti mahdollista, että ostava yritys tietää tarkkaan, minkä yrityksen se haluaisi vallata, jolloin ei muiden yhtiöiden tarkempi analysointi ole välttämätöntä muussa kuin ehkä bench-marking –mielessä. Joka tapauksessa yksi pahimmista virheistä, joita ostava yritys voisi tehdä, on liian hätiköity yrityskauppa. Yrityksen onkin käytävä läpi due-diligence –vaihe ennen kuin sen kannattaa toteuttaa yrityskauppaa. Due-diligence –vaiheessa kohdeyritys analysoidaan niin tarkasti kuin mahdollista perehtymällä yrityksen taloudelliseen historiaan ja nykytilaan, sen markkina-asemaan, asiakkaisiin, tulevaisuudennäkymiin sekä myös omistus pohjaan ja mahdollisiin lainsäädännöllisiin seikkoihin, jotka velvoittavat yritystä. Analysoinnin tavoitteena on määrittää kohdeyrityksen todellinen arvo ostajalle ja ylipäättänsä pyrkiä selvittämään, onko kyseisellä yrityskaupalla olemassa onnistumisen edellytyksiä. Ongelmaksi saattaa kuitenkin usein muodostua se, että toista yritystä koskevaa informaatiota ei ole julkisesti saatavilla eikä kohdeyritys ole halukas sitä antamaan.

Kun sopiva ostokohde on löydetty, on päätettävä se, kuinka yritysvaltaus pyritään toteuttamaan eli millä tavalla pyritään saamaan kontrolloiva asema toisessa yrityksessä. Vaihtoehtoihin kuuluu sulautuminen eli fuusio, ostotarjous ja taistelu yhtiön valtakirjoista⁵ (Noronha, Sen & Smith 1996). Kahden yrityksen sulautuminen on yleensä lopputuloksena silloin kun sekä ostavan että kohdeyrityksen johto ja hallitukset ovat keskinäisissä neuvotteluissaan löytäneet sopivat ehdot ja edellytykset yhdistymiselle. Neuvottelut on käyty hyvässä tai ainakin riittävässä yhteisymmärryksessä ja niissä on sovittu yhdistymiseen liittyvistä tärkeistä seikoista, joista oleellisin liittyy yhdistyvän yrityksen omistussuhteiden jakautumiseen. Tämä tapahtuu osakevaihdon kautta, jolloin sovitaan tietystä vaihtosuhteesta, jonka mukaan kohdeyrityksen osakkeenomistajat saavat merkitä toisen yhtiön osakkeita. Esim. Telian ja Soneran yhdistymisessä Soneran osakkeenomistajat saivat merkitä jokaista

⁵ Englanniksi ”proxy fight”

omistamaansa osaketta kohti 1,51440 Telian osaketta ja tämän vaihtosuhteen perusteella määräytyi yhdistyneen yhtiön omistussuhteet (Soneran pörssitiedote 2002).

Ostotarjous ja valtakirjoista taisteleva luonteeltaan huomattavan erilaisia verrattuna sulautumiseen. Ostotarjouksen tapauksessa ostava yritys lähestyy suoraan kohdeyrityksen osakkeenomistajia tarjoutumalla ostamaan heidän omistamansa osakkeet tiettyyn hintaan ja sitä kautta saamaan haltuunsa myös heidän äänivaltansa yrityksessä (Sridharan & Reinganum 1995). Sen sijaan valtakirjastaistelussa ostava yritys pyrkii vaikuttamaan kohdeyrityksen osakkeenomistajien äänestyskäyttäytymiseen seuraavassa yhtiökokouksessa. Tarkoituksena on tietysti saada osakkeenomistajat äänestämään sen puolesta, että valtaava yritys saisi lopulta määräävän aseman kohdeyrityksessä käyttäen apuvälineenä lähinnä kampanjointia. Käytännössä tämä saattaa olla äärimmäisen hidas ja hankala tapa toteuttaa yritysvaltaus ja paljon yleisempi menetelmä onkin ostotarjouksen tekeminen.

Kun kohdeyritystä on lähestytty jollakin edellä mainituista tavoista, on kohdeyrityksen johdon ja hallituksen päätettävä suhtautumisestaan yritysvaltaukseseen. Ne voivat olla joko yrityskaupan puolella tai sitten asettua vastustamaan sitä (Noronha, Sen & Smith 1996). Huomion arvoista on, että valtaavan yrityksen ei tarvitse olla missään yhteydessä kohdeyrityksen johtoon, vaikka useimmiten heidän suostumustaan yrityskaupalle haetaankin. Jos yritysvaltaus tulkitaan kohdeyrityksen osakkeenomistajien kannalta positiiviseksi seikaksi, on oletettavaa, että yrityksen hallitus suosittelee osakkeenomistajille ostotarjouksen hyväksymistä tai vastaavasti äänestämistä sen puolesta yhtiökokouksessa. Tilanne ei kuitenkaan läheskään aina ole niin, että kohdeyrityksessä yritysvaltaus toivotettaisiin tervetulleeksi, vaan sitä vastustetaan. Tällöin on kyseessä ns. vihamielinen yritysvaltaus. Vihamielisiltä valtauksilta suojautuakseen yrityksellä on käytössään monia eri puolustusstrategioita, joita käsitellään myöhemmin.

Noronha, Sen ja Smith (1996) sanovat yhdeksi merkittävimmäksi syyksi sille, että kohdeyrityksessä ei olla yritysvaltauksen kannalla, sitä ettei olla tyytyväisiä hintaan, joka kohdeyrityksestä maksettaisiin, ts. yritys myytäisiin liian halvalla. Kun syy yrityskauppahankkeen vastustukselle on tämä, voi kohdeyrityksen tavoitteena olla vain yrittää hidastaa prosessin etenemistä houkutellessaan markkinoilta kilpailevia

ostotarjouksia, joissa tarjottaisiin kohteesta parempaa hintaa tai parempia yhdistymisen ehtoja. Tämä on luonnollisesti osakkeenomistajien edun mukaista. Yritysjohdon tärkeimpänä tavoitteena pidetäänkin nykyään osakkeenomistajien hyvinvoinnin maksimointia. Takeita sille, että yritysjohto toimii aina tämän tavoitteen mukaisesti ei kuitenkaan ole. Pearcen & Robinsonin (2004) mukaan yritysjohto voi vastustaa yrityskauppaa myös pitääkseen kiinni yrityksen itsenäisyydestä ja sitä kautta omasta valta-asemastaan yrityksen johdossa, mikä saattaisi olla uhattuna yrityskaupan toteutuessa. Usein vihamielisessä yritysvaltauksessa onkin pohjimmiltaan kyse valtataistelusta.

Kun kohdeyrityksestä maksettava hinta on riittävän suuri, voidaan lähes kaikkien yritysten katsoa olevan myytävissä. Ostava yritys haluaisi kuitenkin maksaa kohdeyrityksestä niin vähän kuin mahdollista ja tämän takia moni yritysvaltaus lopulta epäonnistuu. Erityisesti Yhdysvaltain osakemarkkinoilla on totuttu näkemään paljon juuri tästä syystä epäonnistuneita yritysvaltauksia. Hyvin toimivilla markkinoilla liian alhaisten ostotarjousten ei pitäisikään mennä läpi, sillä ne houkuttelevat kilpailevia ostotarjouksia, jotka korjaavat alihinnoittelun. Suomen markkinoilla kilpailevat ostotarjoukset ovat olleet ennenkuulumattomia aina ennen syksyä 2003, jolloin SysOpen yritti vallata Novo Groupin (Virolainen 2003, 7). Koska Novo Groupista tarjottu hinta oli liian pieni, huomasi ruotsalainen WM-data tilaisuutensa tulleen ja korotti aiempaa ostotarjousta n. 25 prosentilla ja sai lopulta ostettua Novo Groupin.

2.2 Maksutavan valinta ja sen vaikutus yritysvaltauksen tuottoihin

Kun ostava yritys on ensiksi löytänyt markkinoilta kohteen, jonka se haluaa vallata sekä määrittänyt hinnan, jonka se on siitä valmis maksamaan, on seuraavaksi ratkaistava kysymys siitä, kuinka yritysvaltaus maksetaan. Maksutapana voi käyttää joko rahaa, osakkeita tai niiden yhdistelmää (Noronha, Sen & Smith 1996). Pelkästään rahalla maksettaessa lopullisen kauppasumman määrittäminen on helppoa, mutta tilanne, jossa kauppasumma maksetaan joko kokonaan tai osittain ostavan yrityksen omilla osakkeilla on hiukan mutkikkaampi, sillä kaupan lopullinen hinta riippuu omien osakkeiden arvon kehityksestä. Mikäli osakkeiden arvo laskee, laskee myös

kohteesta lopullisesti maksettava kauppasumma ja päinvastoin. Yritysvaltauksen aiheuttamat kustannukset liittyvätkin pääasiallisesti kohdeyrityksestä lopullisesti maksettavaan kauppahintaan. Tämän lisäksi yritysvaltausprosessissa tarvitaan yleensä myös asiantuntijoiden apua, jolloin joudutaan palkkaamaan esim. investointipankki huolehtimaan yritysvaltauksen käytännön järjestelyistä sekä neuvomaan yritysvaltauksen toteuttamisessa tehokkaimmalla mahdollisella tavalla, unohtamatta strategista neuvonantoa (Kale, Kini & Ryan 2003). Tämä aiheuttaa luonnollisesti lisäkustannuksia ostavalle yritykselle, vieläpä sitä enemmän mitä maineikkaampaa neuvonantajaa käytetään. Kale, Kini ja Ryan (2003) ovat havainneet tutkiessaan vuosina 1981-1994 suoritetuista yritysvaltauksista, että maineikkaan neuvonantajan käyttäminen yrityskaupassa kasvattaa myös siitä saatuja tuottoja sekä kasvattaa yritysvaltauksen onnistumisen todennäköisyyttä. Tässä yhteydessä investointipankille maksetut palkkiot kuitenkin sivuutetaan tarkasteltaessa yritysvaltauksen kustannuksia ostavalle yritykselle, ja lopullisten kustannusten ajatellaan riippuvan vain kohdeyrityksestä maksettavasta kauppahinnasta ja maksutavasta.

Useissa empiirisissä tutkimuksissa on havaittu, että maksettaessa yrityskauppa käteisellä, on sekä ostavan että kohdeyrityksen arvo kehittynyt paljon paremmin kuin niissä yrityskaupoissa, joissa maksuvälineenä on käytetty ostavan yrityksen omia osakkeita (Travlos 1987). Maksutavan valinnalla näyttäisi siis olevan merkitystä yrityskaupan tuotoille, mutta jos empiiriset havainnot todella pitävät paikkansa käteisen maksutavan eduista omiin osakkeisiin nähden, niin miksi silti omia osakkeita käytetään yleisesti yritysvaltauksen maksuvälineenä⁶ ja mistä käteisen maksutavan edut voivat johtua? Sullivan, Jensen ja Hudson (1994) esittävät neljä vaihtoehtoista hypoteesia vastaamaan näihin kysymyksiin. Seuraavaksi esitetään nämä neljä hypoteesia täydentäen niitä vielä yhdellä yleisesti kirjallisuudessa esiintyvällä hypoteesilla.

1. Synergia-hypoteesi

Yrityskaupassa on synergia-etuja, jos kahden yrityksen resurssien yhdistämisestä seuraa taloudellista hyötyä. Synergia voi olla maksutapaa selittävä tekijä, jos uskotaan molempien yritysvaltauksessa osapuolina olevien yritysten tietävän markkinoita

⁶ Yksi yritysten suosituimmista perusteluista omien osakkeiden takaisinostolle onkin ollut juuri varautuminen yrityskauppoihin (Niskanen & Niskanen 2000).

paremmin saavutettavissa olevista synergioista. Niillä molemmilla voi olla lisäksi yrityksen sisäistä informaatiota, jota toisella yrityksellä ei ole. Jos ostavalla yrityksellä on informaatiota, joka viittaa suuriin synergia-etuihin tulevaisuudessa, on sen osakkeenomistajien kannalta parempi, jos maksutapana käytetään käteistä, koska näin he eivät joudu jakamaan tulevaisuudessa saavutettavia taloudellisia hyötyjä kohdeyrityksen omistajien kanssa. Vastaavasti jos odotetut synergia-edut ovat pienet, on ostavan yrityksen kannalta järkevämpi käyttää maksutapana omia osakkeita. Kohdeyritys pystyy kuitenkin havaitsemaan tämän kaltaisen toiminnan, jolloin sen on omaan informaatioonsa nojaten tehtävä päätös siitä, kannattaako yrityskauppaa lainkaan hyväksyä. Nyt ostava yritys voisi yrittää käyttää maksuvälineenä omia osakkeitaan ja näin paljastaa kohdeyrityksen sisäisen informaation, mutta koska kohdeyrityksellä on valta hylätä ostotarjous kokonaan, kannattaa ostavan yrityksen mieluummin tehdä reilu käteistarjous kohteesta, mikäli se on varma siitä, että sillä on oikeaa informaatiota tulevista synergia-eduista. Tämä puolestaan on signaali kohdeyrityksen korkeasta arvosta.

2. Vero-hypoteesi

Yritysvaltauksella voi olla vaikutuksia sekä ostavan yrityksen että kohdeyrityksen osakkeenomistajien verotukseen. Mikäli kohdeyrityksen osakkeenomistajat saavat vastineeksi osakkeistaan käteistä, on heidän maksettava verot mahdollisesta luovutusvoitosta kyseisenä vuonna, mutta jos he saavat vastineeksi ostavan yrityksen osakkeita, voidaan verorasitusta siirtää tietyin edellytyksin siihen saakka kunnes nämä osakkeet myydään⁷. Mitä suuremman veron maksamista pystytään tällä tavoin siirtämään, sitä houkuttelevampaa olisi kohdeyrityksen osakkeenomistajien kannalta saada ostavan yrityksen osakkeita maksuvälineenä. Ostavalle yritykselle voi yrityskaupasta syntyä myös verohyötyä, jos maksuvälineenä on käytetty omia osakkeita. Tällöin voidaan kohdeyrityksen liiketoiminnan katsoa jatkuvan osana uutta yritystä, jolloin ostava yritys pääsee hyödyntämään kohdeyritykselle aikaisempina vuosina mahdollisesti kertynyttä verokilpeä (Emery & Switzer 1999). Verokilpi on syntynyt, jos kohdeyritykselle on menneisyydessä kertynyt vielä toistaiseksi verotuksessa vähentämättömiä tappioita, jotka ostava yritys voi käyttää omaksi edukseen tulevaisuudessa edellyttäen, että se tekee riittävästi voittoa. Omien

⁷ Eri maissa on hiukan toisistaan poikkeavia lainsäädäntöjä liittyen kohdeyrityksen osakkeenomistajien verokohteluun.

osakkeiden käyttämisenä maksuvälineenä ja verotuksellisten seikkojen välillä voidaankin olettaa olevan positiivinen korrelaatio (Noronha & Sen 1995).

3. Signalointi-hypoteesi

Yritysvaltauksen maksuvälineen valinta voidaan tulkita signaalina ostavan yrityksen arvosta. Tämä perustuu olettamukselle siitä, että kohdeyrityksellä on markkinoita parempaa tietoa yrityksensä todellisesta arvosta, ts. informaatio on epäsymmetrisesti jakautunutta. Tämän teorian mukaan ostava yritys suosii maksuvälineenä käteistä, jos se uskoo omien osakkeidensa olevan aliarvostettuja ja vastaavasti, jos se uskoo omien osakkeidensa olevan liian kalliita, on sen etujen mukaista käyttää maksuvälineenä omia osakkeita. Markkinoilla omien osakkeiden käyttö maksuvälineenä tulkitaan siis negatiiviseksi signaaliksi koskien ostavan yrityksen arvoa ja päinvastoin. Luonnollisesti tämän signaalin tulisi olla sitä voimakkaampi, mitä epäsymmetrisemmin jakautunutta informaatio on ja mitä todennäköisemmin yritysjohto käyttää hyväkseen informaatioetuaan. Koska kohdeyritys havaitsee vaikutukset, jotka maksuvälineen valinnalla on sen osakekurssin kehitykseen, on sen kannattavampaa valita joka tapauksessa maksutavaksi käteinen, koska näin se pystyy välttämään osakekurssin arvon alentumisen, joka signalointi-hypoteesin mukaan seuraisi omien osakkeiden käyttämisestä maksuvälineenä epäsymmetrisen informaation vallitessa (Noronha & Sen 1995).

4. Kilpailutilanne-hypoteesi

Kun yritysvaltausta ollaan toteuttamassa, täytyy ostavan yrityksen ottaa huomioon myös se, että se ei ole välttämättä ainoa yritys, joka pitää kohdeyritystä hyvänä valtauskohtena. On siis olemassa riski, että kohteesta syntyy kilpailevia ostotarjouksia. Tämä on erityisen todennäköistä, jos kohdeyritystä pidetään markkinoilla yleisesti aliarvostettuna. Kilpailevat ostotarjoukset eivät ole missään mielessä ostavan yrityksen edun mukaisia, koska näin yritysvaltaus-prosessi joka tapauksessa huomattavasti pitkittyy ja koko yritysvaltaus on vaarassa jopa epäonnistua (Emery & Switzer 1999). Lisäksi tämä aiheuttaa aina ylimääräisiä kustannuksia ostajalle. Kilpailutilanteen välttämiseksi ostavan yrityksen etujen mukaista onkin pyrkiä toteuttamaan yritysvaltaus mahdollisimman nopeasti, jolloin toisille yrityksille ei jää kovin paljon aikaa reagoida ensimmäiseen ostotarjoukseen. Käteisen käyttö maksuvälineenä on yleensä huomattavasti omia osakkeita mutkattomampi tapa saada

yrityskauppa nopeasti hyväksyttyä ja päätökseensä ja erityisesti vihamielisten yritysvaltausten tapauksessa sen edut tulevat selvästi esiin (Noronha & Sen 1995). Käteistä käytetäänkin maksuvälineenä haluttaessa tavallaan estää kilpailevien ostotarjousten syntyminen.

5. Vapaan kassavirran –hypoteesi

Jensenin (1986) kehittämässä vapaan kassavirran hypoteesissa vapaa kassavirta ymmärretään yrityksen kaikkien positiivisen netto nykyarvon omaavien investointien rahoittamisen jälkeiseksi rahavarannoksi. Osakkeenomistajien edun mukaista olisi, että yrityksessä olevat ylimääräiset rahavarannot palautettaisiin esim. osinkoina takaisin omistajille, mutta yritysjohton edun mukaista saattaa olla ylimääräisten voittovarojen pidättäminen yrityksessä, jotta tulevaisuudessa voitaisiin laajentaa nykyistä toimintaa vaikkapa yrityskaupan avulla. Tämän hypoteesin mukaan yritykset, joilla on runsaasti vapaata kassavirtaa pyrkivät käyttämään yritysvaltauksen maksuvälineenä käteistä. Empiiriset havainnot tukevat tätä olettamaa. (Noronha & Sen 1995)

2.2.1 Tuotot kun maksutapana käteinen

Yritysvaltauksesta aiheutuneet kustannukset ovat suoraan nähtävissä kauppahinnasta, joka toisesta yrityksestä joudutaan maksamaan. Jos maksu tapahtuu rahalla, ei kustannusten määrittämisessä ole suuriakaan ongelmia. On kuitenkin huomattava, että käytettäessä käteistä yritysvaltauksen maksuvälineenä, on rahan tultava jostain. Yrityksellä on hyvin harvoin niin suuria kassavaroja, että se voisi maksaa pelkästään niillä merkittäviä yrityskauppoja, jolloin sen on usein turvauduttava vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen ja tämän seurauksena yrityksen velkaantuneisuusaste kasvaa (Trifts 1991). Usein maltillinen velkaantuneisuusasteen kasvu toivotetaan markkinoilla tervetulleena uutisena, koska velkarahoituksen kasvu pienentää yhtiön maksettavaksi tulevia veroja olettaen, että yritys on voitollinen. Osittain maksutavan valinta ja siitä seuraava velkaantuneisuusasteen muutos ovatkin toisiinsa liittyneitä ilmiöitä, eikä niitä voi kokonaan erottaa toisistaan tarkasteltaessa, kuinka maksutavan valinta vaikuttaa yritysvaltauksen tuottoihin (Trifts 1991).

Brealey & Myers (2000) ovat esittäneet selkeästi kuinka yrityskaupan tuotot ja kustannukset voidaan estimoida. Heidän esimerkkinsä mukaisesti perehdytään nyt yrityskaupan hyötyjen yksinkertaiseen matemaattiseen estimointiin⁸ ensin siinä tapauksessa, että maksutapana käytetään käteistä ja seuraavassa luvussa siinä tilanteessa, kun maksuvälineenä käytetään omia osakkeita.

Oletetaan kaksi yritystä A ja B. Nyt yrityksen A johto on tehnyt laskelmia, joiden mukaan se voisi saada taloudellista hyötyä vallatessaan yrityksen B, eli yritykset olisivat siis arvokkaampia yhdessä kuin erikseen. Yritysvaltauksen taloudellinen hyöty voidaan kirjoittaa seuraavaan muotoon:

$$\text{Tuotto} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) = \Delta PV_{AB}, \text{ missä}$$

PV_{AB} = Yritysten A ja B yhdistetty nykyarvo yritysvaltauksen jälkeen,

PV_A = Yrityksen A nykyarvo ilman yritysvaltausta,

PV_B = Yrityksen B nykyarvo ilman yritysvaltausta.

Jos tuotto on positiivinen, on yritysvaltaukselle olemassa taloudelliset perusteet, mutta se ei vielä takaa sitä, että ostava yritys hyötyy siitä, koska on ajateltava myös kustannuksia. Kun maksutapana käytetään käteistä, tulee yrityskaupan kustannukseksi B:stä maksettu käteishinta vähennettynä yrityksen B arvolla itsenäisenä yrityksenä, siis:

$$\text{Kustannukset} = \text{käteishinta} - PV_B.$$

Yritysvaltauksen lopullista kannattavuutta yritykselle A mitataan tuottojen ja kustannusten erotuksena. Yritysvaltaus on yritykselle A kannattava, jos tuotot ylittävät kustannukset. Mikäli kustannukset ovat tuottoja suuremmat, ei sen toteuttaminen ole kannattavaa. Tämä kriteeri voidaan esittää seuraavassa muodossa:

$$NPV = \text{tuotot} - \text{kustannukset} = \Delta PV_{AB} - (\text{käteishinta} - PV_B).$$

⁸ Vielä tässä vaiheessa unohdetaan se, mistä yrityskaupan tuotot syntyvät. Yrityskaupan strategioihin palataan luvussa 2.3.

Huomionarvoista tässä esitystavassa on se, että yrityksen A kustannus on yrityksen B tuotto, koska kahden yrityksen yhdistymisestä saavutettavan taloudellisen hyödyn on viime kädessä mentävä jonnekin, ja jos hyöty ei tule ainakaan kokonaisuudessaan A:lle, on osan siitä välttämättä mentävä B:lle. Mitä korkeamman kauppahinnan A joutuu maksamaan B:stä, sitä suurempi on yrityksen B osakkeenomistajien tuotto yritysvaltauksesta.

2.2.2 Tuotot kun maksutapana omat osakkeet

Kun yritysvaltauksen maksuvälineenä käytetään yrityksen omia osakkeita, riippuu kauppahinta osakekurssin arvon kehityksestä. Yrityskauppauutisesta markkinat vetävät aina omat johtopäätöksensä ja ainakin lyhyellä aikavälillä osakekurssin voidaankin katsoa heijastelevan sijoittajien näkemyksiä tekeillä olevasta yrityskaupasta⁹, sen tuotoista ja kustannuksista olettaen, että muita yrityskohtaisia uutisia ei ole julkistettu samaan aikaan (Shleifer & Vishny 2003). Toki osakekurssien kehitykseen voivat vaikuttaa monet muutkin tekijät lähtien liikkeelle makrotaloudellisista tekijöistä aina osakemarkkinoiden yleiseen ilmapiiriin ja yrityskohtaisiin huhuihin, mutta tästä huolimatta on oletettavaa, että yrityskauppauutinen dominoi tullessaan julki näitä muita osakekursseihin vaikuttavia tekijöitä.

Yrityskaupan kustannukset riippuvat siis tässä tapauksessa ostavan yrityksen osakekurssin muutoksesta. Oletetaan, että yrityksen B omistajat saavat yritysvaltauksen jälkeen muodostuvan uuden yrityksen osakkeita yhteensä N kpl. Yritysvaltauksen kustannukset voidaan nyt kirjoittaa muotoon:

$$\text{Kustannukset} = N * P_{AB} - PV_B, \text{ missä}$$

P_{AB} = Yrityksen yhden osakkeen hinta yritysvaltaus-uutisen julkaisemisen jälkeen.

Tästä voidaan huomata, että osakekurssin nousu yritysvaltaus-uutisen seurauksena itse asiassa kasvattaa yritysvaltauksen kustannuksia ostavalla yritykselle ja osakekurssin

⁹ Olettaen, että yrityskauppa on kooltaan merkittävä ostavalle yritykselle. Mikäli ostettavan yrityksen liikevaihto olisi esim. vain muutaman prosenttiyksikön luokkaa ostavan yrityksen liikevaihdosta, ei yrityskauppauutisen voi olettaa juurikaan vaikuttavan sen osakekurssiin.

lasku puolestaan alentaa kustannuksia. Merkittävän ero käteisen ja omien osakkeiden käyttämisessä maksuvälineenä syntyykin siitä, että omilla osakkeilla maksettaessa kohdeyrityksen osakkeenomistajat jakavat omistuksensa suhteessa yritysvaltauksen tulevat tuotot tai kustannukset ostavan yrityksen osakkeenomistajien kanssa, jolloin heidän lopullinen tuottonsa määräytyy itse yrityskaupasta aiheutuvien hyötyjen perusteella. Tavallaan omien osakkeiden käyttö maksuvälineenä on siis ostavan yrityksen osakkeenomistajien kannalta riskittömämpi vaihtoehto, sillä jos yritysvaltauksesta ei lopulta synny taloudellista hyötyä ja havaitaan, että kohdeyrityksestä on maksettu ylihintaa, siitä seuraavat negatiiviset vaikutukset jakaantuvat osittain myös kohdeyrityksen osakkeenomistajille. (Brealey & Myers 2000)

2.3 Yritysvaltauksen ongelmakohtia

2.3.1 Kulttuuri

On selvää, että kokonaisen yrityksen ostaminen ei ole sama asia kuin esim. investointi uuteen tuotantokoneeseen. Yritysvaltaus voi näyttää hyvältä paperilla, mutta sen onnistuminen suunnitelmien mukaan käytännössä onkin jo aivan toinen juttu. Yritysten erilaiset toimintatavat ja niiden väliset kulttuurierot voivat olla niin merkittäviä, että kahden yrityksen yhdistyminen saumattomasti tai edes kohtuullisesti saattaa osoittautua lähes mahdottomaksi ainakin lyhyellä aikavälillä. Kulttuurierot voivat olla yritysten välisiä, mutta kansainvälisten yrityskauppojen volyymin kasvaessa ovat eri maiden väliset kulttuurierot nousseet vielä suuremmaksi yrityksiä erottavaksi tekijäksi.

Yritysvaltausten onnistumisen yhtenä suurimpana edellytyksenä ja haasteena pidetäänkin yritysjohton kykyä hallita eri organisaatioiden välisiä kulttuurieroja sekä taitoa yhdistää niitä. Kulttuurista puhuttaessa tulee aina kuitenkin ongelma mietittäessä, mitä kulttuurilla itse asiassa tarkoitetaan. Yrityskulttuurilla viitataan yleensä vain yrityskohtaisiin eroihin esim. toiminta- ja hallintotavoissa, mutta laajemmin ajateltaessa kulttuuritekijöiksi käsitetään yleisesti ainakin sellaisia asioita kuin kieli, uskonto, lainsäädännöllisen systeemin alkuperä sekä käyttäytymistavat. Eri maiden välillä nämä tekijät ovat varsin erilaisia ja juuri kulttuuriset tekijät

vaikkeuttavat yleensä toimintaa yritysvaltauksen jälkeen. Eri kulttuurien välisten eroavaisuuksien ”suuruuden” määrittämiseksi on kehitetty eri mittareita, mutta ne eivät ole kovin yleisesti käytettyjä, koska kulttuurierojen suuruuden mittaaminen luotettavasti on äärimmäisen vaikeaa. Chakrabarti, Jayaraman ja Mukherjee (2003) ovat kuitenkin tehneet näin tutkiessaan onko kulttuurieroilla vaikutusta kansainvälisten yrityskauppojen tuottoihin. Heidän tutkimuksensa ehkä hiukan yllättäväkin havainto on se, että suuret kulttuurierot yrityskaupan osapuolten välillä johtavat aluksi keskimääräistä heikompaan suoriutumiseen, mutta pitkällä aikavälillä tämän kaltaiset yrityskaupat muodostuivat keskimääräistä paremmiksi. Taulukossa 1 on esitetty 5 valtio-paria, joiden väliset yrityskulttuurit ovat kaikista lähimpänä toisiaan ja vastaavasti viisi paria, joiden väliset kulttuurierot ovat kaikista suurimmat. (Chakrabarti, Jayaraman ja Mukherjee 2003)

Taulukko 1. Kaikista yhtäläisimmän ja erilaisimman yrityskulttuurin omaavat maat. (Lähde: Chakrabarti, Jayaraman ja Mukherjee 2003, 23)

Viisi samankaltaisimman yrityskulttuurin omaavaa maa-paria	
Australia	Yhdysvallat
Saksa	Sveitsi
Iso-Britannia	Yhdysvallat
Australia	Kanada
Belgia	Ranska
Viisi erilaisimman yrityskulttuurin omaavaa maa-paria	
Uusi-Seelanti	Malesia
Hollanti	Japani
Australia	Malesia
Yhdysvallat	Kreikka
Chile	Yhdysvallat

2.3.2 Lainsäädäntö

Yrityskauppojen suuren taloudellisen ja yhteiskunnallisen merkityksen vuoksi on katsottu tarpeelliseksi ryhtyä säätelemään niitä ja valvomaan niiden toteuttamista. Julkisten eli pörssilistattujen yritysten valtaamisesta on kussakin maassa olemassa erilaisia sääntöjä, jotka eivät välttämättä ole lain asemassa, mutta yhtä kaikki ne ovat yritysvaltauksen osapuolia velvoittavia. Suomessa nämä säännöt on koottu lähinnä

Arvopaperimarkkinalakiin. Se määrittelee ostotarjouksen toteuttamisen tärkeimmät periaatteet, joita tulee noudattaa sekä sen, mitä informaatiota siihen liittyen täytyy julkaista. Kohdeyrityksen osakkeenomistajia on informoitava yrityskaupan ehdoista ja ostotarjoukselle on asetettava aikaraja, jota ennen on päätettävä halutaanko tarjous hyväksyä vai hylätä. Osakkeenomistajille on annettava riittävästi tietoa päätöksenteon tueksi ja kaikkia osakkeenomistajia tulee kohdella tasaveroisesti.

Vaikka yritysvaltaus olisi toteutettu muodollisesti oikein, ei ole mitään takeita siitä, että se lopulta onnistuu. Ensinnäkin voi käydä niin, että riittävän suuri osa kohdeyrityksen osakkeenomistajista ei hyväksy ostotarjousta, jolloin yritysvaltausta ei voida ainakaan kokonaisuudessaan toteuttaa. Suomessa yritysvaltauksen toteutumiseksi tarvitaan 90% kohdeyrityksen osakkeiden tuottamasta äänimäärästä hyväksymään ostotarjous, sillä valtaajan saadessaan yli 90%:n tuki yrityskaupalle, on sillä oikeus lunastaa kaikki loputkin kohdeyrityksen osakkeet itselleen käypään hintaan. Tämä yritysvaltauksen toteutumiseksi vaadittava raja riippuu kunkin maan yrityskauppoja koskevista säännöistä, mutta hyvin yleisesti kriittisenä rajana pidetään juuri tuota Suomessakin vaadittavaa 90%:a kohdeyrityksen osakkeiden tuottamasta äänimäärästä. Kun osakkeenomistajat ovat hyväksyneet yrityskaupan, on vielä kansallisilla ja mahdollisesti myös kansainvälisillä kilpailuviranomaisilla oikeus puuttua yrityskauppaan. Näin tapahtuu, jos voidaan katsoa ehdotetun yrityskaupan merkittävästi heikentävän markkinoiden toimivuutta yleisesti jollain toimialalla tai antavan yritykselle liian hallitsevan markkina-aseman jollain tietyllä maantieteellisellä alueella (Oram 2003). Näissä tapauksissa kilpailuviranomaisilla on oikeus estää yritysvaltaus kokonaan tai antaa sen toteutua ehdollisena, mikä käytännössä tarkoittaa sitä, että ennen kuin yritysvaltaus voidaan toteuttaa on luovuttava osasta yrityksen toiminnoista ja omaisuudesta. Esim. ruotsalaisen Telian vallatessa Sonera oli yritysvaltauksen toteutumisen ehtona se, että Telia luopui omistamastaan matkapuhelinoperaattori Telia Finlandista Suomessa, koska muuten sille olisi tullut liian määräävä markkina-asema Suomessa. Kaiken kaikkiaan kilpailuvirastojen tutkittavaksi tulee runsaasti yrityskauppoja, mutta vain melko harvoin niihin puututaan ja esim. EU:n kilpailuviraston käsittelemistä yrityskaupoista keskimäärin joka kymmenenteen puututaan ja vain n. 2 % kaupoista kielletään kokonaan (Oram 2003).

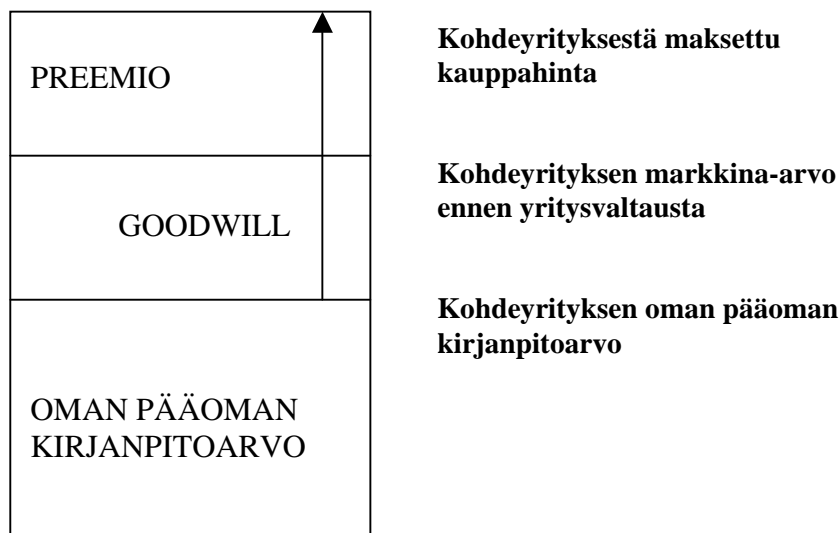
2.3.3 Verotukselliset ja kirjanpidolliset näkökulmat

Yritysvaltauksia suunnitellessa on syytä ottaa huomioon myös se, kuinka uutta yhtiötä verotetaan tulevaisuudessa. Yrityskauppa voi olla luonteeltaan joko verotettava tai verovapaa ja tämä heijastuu suoraan sekä valtaavaan yritykseen että ostotarjouksen kohteeksi joutuneen yrityksen osakkeenomistajiin. Verotettavassa yrityskaupassa näiden osakkeenomistajien katsotaan myyneen osakkeensa ja mahdolliset myyntivoitot tai –tappiot ovat verotettavaa tuloa siinä missä verovapaassa yrityskaupassa osakkeenomistajien katsotaan vaihtaneen vanhat osakkeensa uusiin, joita voidaan pitää oleellisesti samankaltaisina kuin vanhoja, eikä heille näin ollen synny vielä tässä vaiheessa mitään veroseuraamuksia yrityskaupasta. Vastaavasti yrityskaupan veroasema vaikuttaa uuteen yritykseen. Verovapaassa yritysvaltauksessa uutta yritystä verotetaan niin kuin se olisi aina ollut yksi ja sama yritys kun taas verotettavassa kaupassa ostetun yrityksen varat arvioidaan uudelleen ja tästä saattaa aiheutua veroseuraamuksia. (Brealey & Myers 2000, 959)

Kun kaksi yritystä yhdistyy on aina mietittävä miten uuden yrityksen kirjanpito tulisi esittää. Ongelma aiheutuu yleensä siitä, että kohdeyrityksestä maksettu kauppahinta on yleensä suurempi kuin sen kirjanpitoarvo sekä markkina-arvo ja täytyy ratkaista, miten saada tämä kirja-arvon ylittävä arvo näkyviin taseessa. Kohdeyrityksestä maksettavan kauppahinnan määräytymistä on havainnollistettu kuviossa 3. Siinä kohdeyrityksestä maksettu hinta on jaettu kolmeen eri tasoon, joista yksi kuvaa yrityksen oman pääoman kirjanpidollista arvoa, toinen yrityksen markkina-arvoa ja kolmas kauppahintaa kokonaisuudessaan. Ostavan yrityksen kirjanpidossa ongelmaksi muodostuu se, kuinka kohdeyrityksen oman pääoman kirjanpitoarvon ylitse maksettu hinta voidaan esittää. Nykyään asia ratkaistaan taseeseen kirjattavan ns. liikearvon eli goodwillin avulla¹⁰. Liikearvo koostuu yleensä aineettomasta omaisuudesta, jonka arvoa on hankala määrittää. Se voi olla esim. ostetun yrityksen kehittämä arvokas teknologia tai sen omistama brändi. Goodwill merkitään yrityksen taseen vastaaviin omana eränä ja lisätään oman pääoman arvoon vastattaviin. Aiemmin liikearvo täytyi poistaa taseesta suunnitelman mukaisina poistoina, mutta nykyisen

¹⁰ EU:n alueella ennen vuotta 2005 ja Yhdysvalloissa ennen vuotta 2001 oli mahdollista käyttää myös ns. pooling-menetelmää järjestettäessä yrityskaupan jälkeistä kirjanpitoa, mutta uusien kirjanpitostandardien myötä tästä menetelmästä tuli kielletty. Pooling-menetelmässä yhdistyvien yritysten taseet yksinkertaisesti vain laskettiin yhteen. (Moehrle & Reynolds-Moehrle 2001)

kirjanpitostandardin mukaan liikearvoa tulee testata vuosittain sen tulontuottamiskykyyn ja mikäli se on heikentynyt, täytyy vastaavassa suhteessa tehdä liikearvosta kertapoistoja. (Moehrle & Reynolds-Moehrle 2001)



Kuvio 3. Valtauskohteesta maksetun kauppahinnan koostumus.

2.4 Yritysvaltauksen strategiset tavoitteet

Yritysten pyrkimyksenä pidetään yleensä voittojen maksimointia ja ainakin siis periaatteessa yritysvaltausten pitäisi palvella tätä tavoitetta. Voittojen kasvattamiseksi on yrityksen joko pienennettävä kustannuksia tai kasvatettava tuloja. Yritysvaltauksilla pyritään usein näihin molempiin. Yrityksen toimintaa rajoittaa sekä horisontaaliset että vertikaaliset rajat. Horisontaaliset rajat määrittävät yrityksessä tuotettavien tuotteiden ja palveluiden määrän ja kirjon. Horisontaalinen laajentuminen merkitsee siis tuotannon kasvattamista sillä alalla, jolla jo toimitaan. Yritys voi keskittyä vain yhteen tuotantovaiheeseen, mutta vertikaalisesti laajentamalla se voi laajentaa toimintaa alemmille tai ylemmille tasoille tuotantoketjussa. Tämän lisäksi yritys voi siirtyä kokonaan uudelle liiketoiminta-alueelle yritysvaltauksen avulla. (Walker 2000)

Yritysvaltauksia toteutetaan lukuisista eri syistä. Niiden motiivit voivat olla ostavan yrityksen tarpeista syntyviä strategioita, mutta osa motiiveista liittyy suoraan johonkin tiettyyn kohdeyritykseen liittyvään seikkaan kuten sen aliarvostukseen markkinoilla

tai tehottomaan yritysjohtoon. Kirjallisuudessa yritysvaltauksen motiivit jaotellaankin nykyään usein tämän perusteella kahteen laajaan kategoriaan: ns. kurinpidollisiin ja ei-kurinpidollisiin yritysvaltauksiin (Ghosh, Jevons Lee 2000). Kurinpidollisten yritysvaltausten tarkoituksena on vallata kohdeyritys, koska sen katsotaan olevan esim. huonosti johdettu tai jollain muulla tavoin siinä tilanteessa, että toisen yrityksen omistuksessa sen toiminta voisi tehostua. Näitä luonteeltaan kurinpidollisia yritysvaltauksia tullaan käsittelemään tarkemmin luvussa 3.

Tässä luvussa keskitytään luonteeltaan ei-kurinpidollisiin yritysvaltauksiin. Varhaisimmat yritysvaltausten motiiveja koskevat teoriat painottivat yritysvaltausten strategioiden olevan lähtöisin useimmiten ostavan yrityksen liiketoiminnan tarpeista, jolloin pääasiallisena kiinnostukseen kohteena ovat sellaiset tekijät kuin tehokkuus, kilpailu, tuotannontekijät ja itse tuote sekä mahdollisesti myös verotukselliset näkökohdat (Dickerson, Gibson & Tsakalotos 2002). Yritysvaltausten ollessa luonteeltaan ns. ei-kurinpidollisia odotetaan niistä saatavien hyötyjen aiheutuvan kahden yrityksen liiketoimintojen fyysisestä yhdistämisestä. Nykyiset teoriat ottavat huomioon myös sen, että yritysvaltaukset ovat mitä suurimmassa määrin yritysjohton projekteja ja niitä voidaan käyttää välineenä, jonka avulla yritysjohto yrittää kasvattaa omaa valtaansa ja palkkioitaan, jotka yleensä kasvavat yrityksen koon kasvaessa (Firth 1997). Seuraavaksi perehdytään tarkemmin kuuteen eri strategiaan, jotka voivat vaikuttaa yritysvaltauksen taustalla.

2.4.1 Synergia

Synergia voidaan määritellä monellakin eri tavalla. Yksinkertaisesti sen voidaan sanoa koostuvan niistä seikoista, jotka tekevät kahdesta yrityksestä arvokkaamman yhdessä kuin erikseen. Synergiat voidaan jaotella operatiivisiin ja rahoituksellisiin. Operatiiviset synergiat kasvattavat yrityksen liikevoittoa tai vauhdittava sen liikevaihdon kasvua yritysvaltauksen ansiosta. Operatiivisia synergioita voi syntyä monellakin eri tavalla. Yrityskaupan seurauksena voi syntyä mahdollisuus kustannussäästöihin karsimalla päällekkäisiä toimintoja ja toisaalta toiminta voi tehostua jo pelkästään suurtuotannon etujenkin ansiosta. Operatiivisia synergioita syntyy usein myös silloin, kun ostavan yrityksen pääasiallinen strategia on joku muu

kuin synergiaetujen saavuttaminen. Näitä strategioita käsitellään tarkemmin seuraavissa luvuissa.

Rahoitukselliset synergiaedut ilmenevät usein yrityksen kassavirtojen positiivisessa kehityksessä tai matalampana pääoman kustannuksena. Niiden taustalla on ajatus siitä, että kaksi yritystä voivat jossain tilanteessa olla paremmassa asemassa yhdessä kuin erikseen rahoituksellisista syistä. Tämä voi olla mahdollista ainakin seuraavissa tilanteissa:

- Yritys, jolla on runsaasti käteisvaroja, mutta niukasti tai ei lainkaan kannattavia investointikohteita ostaa yrityksen, jolla on pulaa rahoituksesta, mutta runsaasti tuottoisia projekteja, johon se voisi investoida.
- Kahden yrityksen yhdistyessä niiden tulojen ja kassavirtojen kehityksestä voi tulla vakaampaa ja helpommin ennustettavaa, mikä puolestaan saattaa mahdollistaa suuremman velkaisuusasteen kuin jos yritykset toimisivat itsenäisesti, ja sitä kautta syntyy veroetu.
- Voitollinen yritys pystyy pienentämään maksettavakseen tulevia veroja, jos se ostaa tappiollista tulosta tekevän yrityksen.

(Damodaran 2001)

Yritysvaltauksen taustalla vaikuttava strategia on aina tapauskohtainen, mutta kunkin yrityskaupan onnistuneisuuden arvioimiseksi halutaan lähestulkoon aina selvittää, kuinka paljon yhdistetyn yrityksen arvo on kasvanut yrityskaupan seurauksena. Tästä näkökulmasta katsottuna synergiaetujen saavuttamisen voitaisiin olettaa olevan kaikista oikeutetuin motiivi yritysvaltaukselle. Berkovitch ja Narayanan (1993) osoittavatkin tutkimuksessaan, että synergia on tärkein yksittäinen motiivi niissä yritysvaltauksissa, joissa on positiivisia tuottoja. Useissa muissa empiirisissä tutkimuksissa on päädytty samankaltaisiin johtopäätöksiin. Tämä ei ole mitenkään yllättävää, sillä yksi yleisimmistä yritysjohton julkilausemista perusteluista toteuttamilleen yrityskaupoille on juuri synergiahyötyjen saavuttaminen.

2.4.2 Maantieteellinen laajentuminen

Yrityksen strategiana voi olla laajentaa toimintaansa maantieteellisesti joko kokonaan uusille markkina-alueille tai sitten vain vahvistaa markkina-asemaa jollain tietyllä alueella ja yritysvaltaus saattaa palvella tätä tarkoitusta erinomaisesti. Usein on yksinkertaisempaa ostaa kokonainen yritys siltä alueelta, jonne toimintaa halutaan laajentaa, kuin esim. perustaa omaa tuotantolaitosta kyseiselle alueelle. Laajentamalla toimintaansa maantieteellisesti voi ostava yritys saavuttaa myös suurtuotannon etuja (Walker 2000). Hyvä esimerkkinä yritysvaltauksesta, jonka strategiana on ollut maantieteellinen laajentuminen on panimoalan yritys Scottish & Newcastlen vuonna 2002 ostama Hartwall. Scottish & Newcastle oli erityisen kiinnostunut Hartwallin 50 % omistusosuudesta Baltic Beverages Holding –yhtiössä, koska se halusi laajentaa toimintaansa Itä-Euroopan voimakkaasti kasvaville markkinoille ja erityisesti Venäjälle, jossa BBH oli markkinajohtaja runsaan 30 % markkinaosuudellaan vuonna 2002 (Scottish & Newcastlen tilinpäätöstiedote 2002). Yritysvaltaus palveli siis loistavasti Scottish & Newcastlen strategista pyrkimystä laajentaa toimintaansa maantieteellisesti uudelle ja kiinnostavalle alueelle.

2.4.3 Liikealan laajentaminen

Yrityksen halutessa laajentaa liikealaansa on taustalla yleensä ajatus tyydyttää asiakkaan tarpeet paremmin laajentamalla tuotevalikoimaa ja päästä samalla hyödyntämään laajuuden ekonomiaa eli economies of scopea (Walker 2000). Tämä tarkoittaa sitä, että joissain tapauksissa kahden tuotteen valmistaminen yhdessä on edullisempaa kuin niiden valmistaminen erikseen. Samoja resursseja voidaan siis käyttää useamman tuotteen valmistukseen. Tämän kategorian yritysvaltauksia tekevät useimmiten suuret yritykset ostaessaan pienempiä yrityksiä, joilla on jotain, mitä kyseessä oleva suuri yritys haluaa. Suomen markkinoilla tämän strategian pohjalta toteutettuna yritysvaltauksena mainittakoon Amerin vuosituhanteen vaihteessa ostama Suunto. Amer oli kiinnostunut Suunnossa erityisesti sen osaamisesta urheiluelektronikassa, joka täydensi Amerin tuotevalikoimaa. Lisäksi Amerin toimitusjohtaja Roger Talermo perusteli yritysvaltausta mm. siten, että Suunnon tuotteiden jakelun laajentamisessa voidaan käyttää hyväksi Amerilla jo olevia maailmanlaajuisia jakelukanavia (Amerin pörssitiedote 1999). Amerin yhtenä

päämääränä oli myös kyetä tarjoamaan urheiluvälinekauppiaille entistä laajempi välinevalikoima.

2.4.4 Markkinaosuuden kasvattaminen

Yritysvaltauksen motiivina voi olla myös yksinkertaisesti oman markkina-aseman vahvistaminen omaa markkinaosuutta kasvattamalla. Tällöin kyseessä on kaikista selkein tapaus horisontaalisesta yrityskaupasta, jolloin sen molemmat osapuolet toimivat samalla toimialalla ja ovat mitä todennäköisemmin myös toistensa kilpailijoita (Walker 2000). Horisontaalisen laajentumisen seurauksena voi ostava yritys päästä nauttimaan oligopoli- tai jopa monopoliasemasta markkinoilla lyhyellä, keskipitkällä tai pitkällä aikavälillä. Tästä syystä, kun yrityksen pyrkimyksenä on kasvattaa markkinaosuutta yrityskaupan avulla, on olemassa myös suuri riski, että kansalliset tai kansainväliset kilpailuviranomaiset puuttuvat yrityskauppaan. Hyvänä esimerkkinä tästä on amerikkalaisen Oraclen suorittama 7,7 miljardin dollarin arvoinen yritysvaltaus PeopleSoftista, joka saatiin vietyä päätökseensä vasta pitkällisten oikeusprosessien jälkeen. Molemmat yritykset olivat suuria ohjelmistoalan yrityksiä sekä Yhdysvaltain markkinoilla että kansainvälisestikin ja niiden välisen yrityskaupan katsottiin heikentävän kilpailua ohjelmistoalan tietyllä segmentillä merkittävästi ja Oraclen tulkittiinkin vain tavoitelleen PeopleSoftin ostamisella entistäkin vahvempaa markkina-asemaa (Liedtke 2004). Loppujen lopuksi yrityskauppa saatiin kuitenkin vietyä päätökseensä lukuisten sekavien vaiheiden kautta.

2.4.5 Vertikaali integraatio

Vertikaalista integraatiosta on kyse silloin, kun yritys ostaa toisen yrityksen, joka on eri asemassa arvoketjussa. Mikäli ostettava yritys sijaitsee arvoketjussa kauempana loppukäyttäjistä puhutaan alaspäin suuntautuvasta vertikaalista integraatiosta. Syynä tähän voi olla vaikka jonkin tietyn, yritystoiminnalle tärkeän raaka-aineen saannin varmistaminen. Vastaavasti voidaan integroitua vertikaalisti ylöspäin. Näin tapahtuu, mikäli ostettavan yrityksen asema arvoketjussa on lähempänä loppukäyttäjää eli asiakasta. Jos autonvalmistaja ostaa esim. autojen jälleenmyyntiin erikoistuneen

yrittäjien on kysymys ylöspäin suuntautuvasta vertikaalista integraatiosta. Vertikaalin integraation etuna on erityisesti se, että kun arvoketju on hallinnassa laajasti, ei sen ulkopuolisessa ympäristössä tapahtuvat muutokset vaikuta yrityksen toimintaan niin voimakkaasti kuin muussa tapauksessa ja lisäksi saatetaan saavuttaa kustannussäästöjä esim. kuljetuskustannusten pienentymisen kautta (Freeman 2002). Öljy-yhtiö Occidental Petroleumin ostaessa öljyputkiyhtiö MidConin oli taustalla strategia saavuttaa hyötyä vertikaalisen integraation kautta (Walker 2000).

2.4.6 Siirtyminen uudelle alalle

Yritysvaltauksen pyrkimyksenä voi olla myös siirtyä kokonaan uudelle liiketoiminnan alalle. Tämän taustalla on usein se, että vanha liiketoiminta on enää hyvin hitaasti kasvavaa, mutta yritys haluaa kuitenkin vielä kasvaa ja siis ostaa yrityksen joltain nopeasti kasvavalta alalta, vaikka sillä ei olisi entuudestaan mitään tekemistä kyseisen toimialan kanssa. Lopputuloksena on monialayhtiö¹¹, jotka eivät enää nykyisin ole sijoittajien suosiossa ja tänä päivänä onkin verrattain harvinaista, että yrityskauppoja toteutettaisiin tämän strategian pohjalta; enemmänkin suositaan erikoistumista. Aina ei kuitenkaan ole ollut näin. Vielä 60-luvulla monialayhtiöt olivat yleisiä ja niillä katsottiin olevan selkeitä etuja pienempiin yhdellä alalla toimiviin yrityksiin nähden. Merkittävimminä monialayhtiöiden etuina pidettiin liiketoiminnan riskin hajauttamista usealle eri teollisuudenalalla (nykyisin pidetään järkevämpänä sitä, että yrityksen sijasta hajauttamisen tekee sijoittaja, jolle se on suhteessa edullisempaa ja vaivattomampaa) ja laajan hajauttamisen mukanaan tuomia yrityksen sisäisiä pääomamarkkinoita (Brealey & Myers 2000, 986). Mm. Nokia on aloittanut toimintansa monialayrityksenä ja alkuaikoinaan se valmisti niinkin erilaisia tuotteita kuin paperia, kumisaappaita ja kaapeleita. Jorma Ollilan vuonna 1994 määrittämän strategian mukaisesti Nokia luopui vanhoista liiketoiminnoistaan ja keskittyi telekommunikaatioalaan. Jo tätä aikaisemmin Nokia oli tehnyt lukuisia yritysostoja, jotka mahdollistivat sen, että Nokia pystyi siirtymään tälle uudelle ja kasvavalle alalle. Yrityskaupoilla Nokia hankki liiketoimintoja mm. Ericssonilta ja Philipsiltä 1990-luvun taitteessa (<http://www.nokia.com/nokiahistory> 2005).

¹¹ Voidaan tietysti olettaa, että yritys haluaa eroon vanhasta liiketoiminnasta kokonaan ja myy sen, jolloin jäljelle jää vain ostetun yrityksen liiketoiminta, eikä näin ollen pääse syntymään monialayhtiötä.

3 YRITYSVALTAUKSEN KOHDE

Yritysvaltauksia tutkivassa kirjallisuudessa on usein kiinnitetty erityistä mielenkiintoa vallattavien yritysten ominaispiirteisiin pyrkimyksenä päätellä, onko kaikilla ostokohteeksi joutuneilla yrityksillä jotain yhteistä, siis jotain sellaista, minkä perusteella valtauskohteen voisi tunnistaa (Alcalde & Espitia 2003). Tämän mielenkiinnon voi helposti ymmärtää jo senkin perusteella, että monissa tutkimuksissa on havaittu kohdeyrityksen osakkeenomistajien saavan huomattavan suuren tuoton sijoitukselleen yritysvaltauksen seurauksena. Mm. Franks, Harris ja Titman (1991), jotka tutkivat suurten amerikkalaisten yritysten tekemiä yrityskauppoja 70- ja 80-luvuilla, havaitsivat, että keskimäärin valtauskohteen osakkeenomistajat saivat 28 prosentin epänormaalien tuoton yrityskaupan seurauksena. Muissa tutkimuksissa on saatu samansuuntaisia tuloksia. Tämän pohjalta onkin helppo ymmärtää, miksi valtauskohteiden tunnistaminen on nähty kiinnostavana tutkimuskohteena. Lisäksi yritysvaltausta suunnittelevien yritysten täytyy luonnollisesti tutkia potentiaalisia kohdeyrityksiä tarkoin ennen itse yrityskaupan toteuttamista. Seuraavassa luvussa esitetään neljä teoreettista syytä sille, miksi yritys voi olla houkutteleva valtauskohte.

3.1 Neljä teoreettista syytä valtauskohteeksi joutumiselle

3.1.1 Tehoton yritysjohto

Usean yritysvaltauksen taustalla vaikuttavana voimana pidetään yleisesti markkinamekanismia, jolla resurssit siirtyvät tehottomalta yritysjohtolta tehokkaalle. Ajatuksena on tällöin se, että toinen johto pystyy samoilla resursseilla aikaansaamaan parempaa taloudellista tulosta kuin toinen. Johdon suorituskykyä voidaan mitata monellakin eri tavalla, mutta yleisin lienee yrityksen tuottavuus. Barnesin (1999) mukaan yritykset, joiden tuottavuus on huomattavasti heikompi verrattuna muihin samalla alalla toimiviin yrityksiin, ovat houkuttelevia valtauskohteita, koska näiden yritysten johto on mitä todennäköisemmin tehotonta tai ammattitaidotonta. Heikko tuottavuus heijastuu yrityksen tuloksentekeytykseen ja mikäli se on ollut epätydyttävällä tasolla jo pitkään, osakkeenomistajat ovat yleensä pettyneitä yhtiön johtoon ja osakekurssin kehitykseen ja mahdollisesti myös yrityksen maksamiin osinkoihin. Tämä puolestaan tekee heistä helpommin suostuvaisia mahdolliseen

ostotarjoukseen¹² (Barnes 1999). Kun yritysvaltauksen tärkeimpänä motiivina on korvata kohdeyrityksen johto toisella ja tehokkaammalla, on kyseessä puhtain esimerkki ns. kurinpidollisesta yritysvaltauksesta, jonka avulla pyritään hyvin usein ratkaisemaan kohdeyrityksen agenttiongelmia.

Syy yritysjohton tehottomuuteen ei välttämättä olekaan heidän epäpätevyytensä, vaan ongelmana voi piillä myös päämies-agentti suhteessa, jossa yritysjohto toimii päämiesten eli osakkeenomistajien agenttina. Kyseistä tilannetta kuvataan agenttiteoriassa: Osakkeenomistajat haluavat yritysjohton toimivan heidän etujensa mukaisesti eli maksimoivan yrityksen arvoa, mutta johdolla saattaa olla omatkin tavoitteensa, jotka ovat ristiriidassa osakkeenomistajien tavoitteiden kanssa. Joidenkin yritysjohtajien pyrkimyksenä saattaa olla vain oman henkilökohtaisen edun ja arvovallan tavoittelu. Tällöin he ovat kiinnostuneita laajentamaan yritystään pelkän laajentamisen takia, koska se kasvattaa heidän ”imperiuminsa” kokoa ja sitä kautta heidän valtaansa ja mahdollisesti myös palkkioitaan (Dickerson & Gibson & Tsakalotos 2002). Yritysjohto saattaa lisäksi pyrkiä tyydyttämään omaa mukavuudenhaluaan yrityksen varoilla, jolloin niitä käytetään liiketoiminnan kannalta epäoleellisiin kohteisiin, jotka lisäävät ainoastaan yritysjohton henkilökohtaista hyvinvointia.

Jensenin (1986) kehittämän vapaan kassavirran hypoteesin mukaan yritysjohto käyttää yrityksen vapaita kassavirtoja tuottamattomiin investointikohteisiin, mikäli kannattavia sijoituskohteita ei ole tarjolla. Vapaa kassavirta on määrittelyn mukaan yrityksen käytettävissä olevat käteisvarat sen jälkeen kun kaikki positiivisen netto nykyarvon omaavat investointiprojektit on rahoitettu. Osakkeenomistajien edun mukaista olisi, että vapaa kassavirta palautettaisiin heille osinkoina (tai vastaavasti ostamalla markkinoilta takaisin yrityksen omia osakkeita), mutta edellä mainituista syistä johtuen yritysjohto ei välttämättä aina toimi näin (Dickerson & Gibson & Tsakalotos 2002). Näitä päämies-agentti –suhteen ongelmia voidaan toki lievittää mm. optiopohjaisilla palkkiojärjestelmillä, jotka sitovat yritysjohton ansiot osakekurssin

¹² Teoriassa on mahdollista, että osa osakkeenomistajista ei ole kiinnostunut lainkaan sijoitukselleen saamasta tuotosta, vaan he haluavat omistaa kyseisen yhtiön osakkeita esim. sen kotipaikkakunnan takia tai perhesyistä, jolloin pelkkä korkea ostotarjous ei houkuttele heitä myymään omistamiaan osakkeita. Yleisesti ottaen näitä osakkeenomistajia voidaan katsoa olevan kuitenkin niin vähän, että tällä ryhmällä ei ole merkitystä mm. ostotarjouksen toteutumisen kannalta.

kehitykseen tai muilla yrityksen tuottavuuteen sidotuilla järjestelmillä. Lisäksi monitorointi eli yritysjohtoon valvominen on yleinen keino pitää huolta siitä, että agentti toimii päämiehen etujen mukaisesti, mutta kaikesta huolimatta yritysjohto ei aina kykene (tai halua) toimimaan osakkeenomistajien edun mukaisesti. Se ilmenee usein matalina osinkoina ja/tai heikkona tuottavuutena sekä yli-investoimisena. Nämä ovat kaikki tekijöitä, joiden ainakin teoreettisesti voidaan katsoa indikoivan keskimääräistä suurempaa riskiä joutua kurinpidollisen yritysvaltauksen kohteeksi (Dickerson & Gibson & Tsakalotos 2002). Tehoton yritysjohto siis haluttaisiin korvata tehokkaammalla.

3.1.2 Kohdeyrityksen aliarvostus

Osakemarkkinoilla aliarvostettu yritys voi olla houkutteleva valtauskohde monessakin eri mielessä. Valtaavan yrityksen tarkoituksena saattaa olla vain käyttää markkinoita hyväkseen ostamalla kohdeyritys halvalla ja myymällä myöhemmin uudelleen sen omaisuutta ja/tai osia korkeammalla hinnalla tehden näin nopean voiton (Barnes 1999). Tyypillinen esimerkki tästä on Koneen vuonna 2002 tekemä yritysvaltaus Partekista. Markkinoilla Partek oli aliarvostettu ja vaikka Kone ei ollut kiinnostunut kuin oikeastaan yhdestä Partekin liiketoimintasegmentistä, se osti koko yrityksen ja sitten vähä vähältä myi uudelleen kaikki ne liiketoiminnot, jotka sitä eivät kiinnostaneet, merkittävästi korkeampaan hintaan kuin mitä se itse oli niistä laskennallisesti maksanut. Huomattavasti harvinaisempi tilanne yritysvaltauksissa on, että myytäisiin koko ostettu yritys sellaisenaan eteenpäin; tätä toimintaa harjoittavat markkinoilla lähinnä pääomasijoittajat. Lisäksi voidaan ajatella, että mikäli yritysvaltausta suunnitellaan aivan pelkässä sijoitusmielessä, voi sijoituksen tehdä pienemmin kustannuksin ja vähemmällä riskillä ostamalla vain kohdeyrityksen osakkeita.

Aliarvostetun yrityksen ostaminen tarjoaa myös helpohkon pääsyn uusille toimintasektoreille ja taloudellisessa mielessä tästä syystä tehty yritysvaltaus voi osoittautua järkevämmäksi kuin laajentaa toimintaa uusille alueille jotain muuta kautta. Tämän teorian mukaan siis niillä yrityksillä, jotka ovat aliarvostettuja muihin saman toimialan yrityksiin nähden, on suurempi todennäköisyys joutua

valtauskohdeeksi. On syytä huomata, että yrityksen aliarvostusta voidaan pitää vain tehottoman yritysjohton yhtenä seuraamuksena. Siis, yritys voi olla aliarvostettu oman tehottomuutensa tähden. Toisaalta, tätä oletusta ei voida pitää mitenkään varmana, koska saattaaahan aliarvostus johtua monesta muustakin syystä. Tarkasteltaessa puhtaasti vain sitä, onko yritys markkinoilla aliarvostettu vai ei, päähuomio kiinnittyy tunnuslukuun, jossa yrityksen markkina-arvo suhteutetaan oman pääoman määrään, mutta otettaessa huomioon aliarvostuksen aiheuttavat syyt itsessään, täytyy kiinnittää huomiota luonnollisesti myös muihin tunnuslukuihin. Jos ne ovat samalla tasolla kuin saman toimialan yrityksillä keskimäärin, mutta osakekurssi on suhteessa alhaisemmalla tasolla kuin kilpailevilla yrityksillä, voidaan perustellusti sanoa, että yritys on aliarvostettu ja epäilemättä myös houkutteleva valtauskohde. Sen sijaan, jos aliarvostuksen taustalla todella olisi yrityksen johdon tehottomuus, pitäisi tämän näkyä myös monissa muissa yritykselle tärkeissä tunnusluvuissa, esim. oman pääoman tuottoasteessa. Periaatteessa siis valtauskohdeeksi joutumisen syinä aliarvostus ja tehoton yritysjohto voidaan erotella toisistaan, vaikka ne usein ovatkin selkeässä syy-seuraus –suhteessa toisiinsa nähden. (Alcalde & Espitia 2003)

3.1.3 Kasvumahdollisuuksien ja –resurssien epätasapaino

Alcalden ja Espitian (2003) mukaan yksi ainakin teoreettisella tasolla mielenkiintoinen yritysvaltauksen motiivi on kasvumahdollisuuksien ja –resurssien epätasapaino. Tämän teorian mukaan valtaava yritys pyrkii hyödyntämään kohdeyrityksessä vallitsevaa ”ongelmaa”, joka aiheutuu siitä, että sillä on runsaasti potentiaalisia investointikohteita eli hyvät kasvumahdollisuudet, mutta ei riittävästi resursseja niiden toteuttamiseen. Kasvumahdollisuuksien ja –resurssien epätasapaino voi aiheutua vaikka rahoituksen riittämättömyydestä. Markkinoilla on aina yrityksiä, joilla on runsaasti varoja, mutta ei riittävästi tuottoisia sijoituskohteita, ja toisaalta taas yrityksiä, joilla ei ole varaa rahoittaa kasvuinvestointejaan. Tässä tilanteessa riittämättömän rahoituksen ja hyvien kasvumahdollisuuksien ristiriidassa kamppaileva yritys voi olla houkutteleva valtauskohde sellaiselle yritykselle, jolla ei itsellään ole riittävästi kannattavia projekteja. Barnes (1999) toteaa, että suuret kassavarat omaava yritys voi olla kiinnostunut valtaamaan rahoitusvaikeuksissa kamppailevan yrityksen, koska kassavarojen riittämättömyys on mitä todennäköisimmin heikentänyt myös sen

liiketoiminnan tulosta ja kun tämä ongelma saadaan korjattua on olemassa hyvät edellytykset taloudellisen tuloksen paranemiselle, vaikka liikevaihto ei kasvaisi lainkaan.

Barnes (1999) huomauttaa lisäksi, että yritykset, joilla on runsaasti resursseja, mutta heikot kasvumahdollisuudet, voivat olla paitsi todennäköisiä valtaajia myös houkuttelevia valtauskohteita, koska kyseinen epätasapainotilanne voi indikoida sitä, että yrityksen johto ei hyödynnä käytettävissään olevia resursseja parhaalla mahdollisella tavalla. Tällöin palaamme jälleen tehottoman yritysjohton hypoteesiin ja määritettäessä onko epätasapainotilanne yritysjohton tehottomuuden syytä vai aiheutuuko se jostain muusta, voidaan käyttää apuna jälleen joitain tunnuslukuja (kuten edellä yrityksen aliarvostuksen yhteydessäkin). Yksi hyvin käyttökelpoinen tunnusluku tähän tarkoitukseen on yrityksen liikevaihto suhteutettuna sen vieraan ja oman pääoman yhteenlaskettuun määrään. Tämän tunnusluvun avulla voidaan tarkastella yrityksen liiketoiminta-aktiiviteetin tasoa ja mikäli se on hyvin matala, on olemassa riski, että jonkin toisen yrityksen johto uskoo kykenevänsä hyödyntämään nämä osittain käyttämättömät resurssit tehokkaammin ja yrittää siksi tehdä yritysvaltauksen.

3.1.4 Transaktiokustannus ja yrityksen koko

Yrityksen koko ja sen omistusrakenne ovat merkittäviä tekijöitä arvioitaessa todennäköisyyksiä yritysvaltauksen onnistumiselle ylipäätensä, ja siksi niillä saattaa olla vaikutusta myös siihen, onko jokin yritys houkutteleva valtauskohte vai ei. Toisin kuin kolmen edellisen teoreettisen oletuksen tapauksessa, syyt transaktiokustannuksen merkittävyydelle eivät aiheudu niinkään taloudellisen hyödyn saavuttamisesta, vaan siitä, kuinka kalliiksi kohdeyrityksen ostaminen tulisi valtaajalle sekä suhteellisesti että absoluuttisesti mitattuna. Palepu (1986) on havainnut tutkimuksessaan, että valtauskohteeksi joutumisen riski pienenee yrityksen koon kasvaessa, koska suurempi koko tarkoittaa aina myös suurempia transaktiokustannuksia valtaajalle. Yrityskaupan kustannusten noustessa liian suuriksi kohdeyrityksen ominaispiirteistä, kuten yrityksen koosta tai omistusrakenteesta johtuen, ei se luonnollisesti voi olla kovinkaan houkutteleva valtauskohte. Lisäksi yrityksen suuri koko vaikuttaa myös toisella tavalla yritysvaltauksen riskiä

pienentäen: mitä suurempi yritys on, sitä vähemmän markkinoilla on muita yrityksiä, jotka ovat kooltaan sitä suurempia ja joilla siis olisi resursseja yritysvaltauksen suorittamiseen. Ääritapauksessa yritys on voinut kasvaa niin suureksi, että sitä on periaatteessa mahdotonta vallata.

Yrityksen koko voi vaikuttaa kuitenkin muillakin tavoin asiaan. Suuren yrityksen integroiminen osaksi toista yritystä on paljon hankalampaa ja kalliimpaa kuin pienen (Alcalde & Espitia 2003). Tämä voi johtua jo pelkästä organisaatorakenteesta sekä yrityskulttuurista, joka suuressa yrityksessä on saattanut kehittyä hyvinkin vahvaksi ja mahdollisesti omalaatuiseksikin. Tunnettu tosiasia on, että suuri laiva kääntyy hitaasti ja monesti suuren yritykseen ostoon liittyy niin monta riskitekijää, että mieluummin yritysvaltausta suunnitteleva yritys toteuttaakin useamman pienen yrityskaupan kuin yhden suuren. Lisäksi on vielä huomioitava, että suuren yrityksen johdon vastustusta yritysvaltausta kohtaan, mikäli sellaista ilmenee, on huomattavasti vaikeampi voittaa kuin pienen.

Mitä suurempi yritys on, sitä enemmän sillä on todennäköisesti myös omistajia¹³. Omistusrakenteen ollessa hyvin hajaantunut, on kaikkien osakkeenomistajien suostumuksen saaminen yritysvaltaukselle paljon hankalampaa verrattuna tilanteeseen, jossa omistus on keskittynyt vain harvojen käsiin. Tästä syystä yrityskaupan transaktiokustannus muodostuu yleensä suhteessa kalliimmaksi, kun yrityksen omistusrakenne on hyvin hajaantunut. Alcalden ja Espitian (2003) mukaan asiaa voidaan perustella ns. vapaa matkustaja –ilmiöllä. Osakkeenomistajien tiedostaessa heidän omistuksensa kohdeyrityksestä olevan niin pieni, että mahdollisen ostotarjouksen tapauksessa heidän päätöksensä myydä tai olla myymättä omistamansa yrityksen osakkeet valtaajalle on koko yrityskaupan toteutumisen kannalta lähes irrelevantti, on heillä houkutus olla tekemättä mitään ja siis olla myymättä omistamiaan osakkeita. Niinpä valtaajan pitäisi tarjota kohdeyrityksen osakkeista niin suurta preemiota, että kohdeyrityksen pienosakkaatkin näkisivät omien etujensa mukaiseksi päättää hyväksyä ostotarjous, mutta samalla koko yrityskaupan kannattavuus heikentyy ostajan näkökulmasta. Omistusrakenteen ollessa puolestaan keskittynyt on jokaiselle omistajalle selvää, että heidän päätöksellään voi olla

¹³ Poikkeuksena tästä voivat olla usein ns. perheyhtiöt, joiden taustalla on yksi tai useampi suku, joiden käsiin omistus on suurelta osin keskittynyt, vaikka yritys olisikin listattu pörssiin.

merkitystä yrityskaupan toteutumisen kannalta ja lisäksi heillä voi olla myös mahdollisuus neuvotella henkilökohtaisesti osakkeidensa myynnin ehdoista valtausta suunnittelevan yrityksen kanssa. Teoreettisesti voitaisiin siis olettaa edellä mainituista syistä johtuen, että yrityksen pieni koko ja omistusrakenteen keskittyneisyys kasvattavat todennäköisyyttä joutua valtauskohteeksi siinä missä suuri koko ja hajautunut omistusrakenne jossain määrin pienentävät sitä (Alcalde & Espitia 2003).

3.2 Teoreettisten syiden paikkansapitävyys käytännössä

Teoreettiset selitykset sille, miksi jotkut yritykset ovat todennäköisempiä valtauskohteita kuin toiset vaikuttavat kaikki omalla tavallaan loogisilta, mutta onko niillä käytännön merkitystä ja ennen kaikkea, onko mahdollista saavuttaa normaalia suurempia tuottoja ennustamalla yritysvaltauskohteita ja sitten sijoittamalla niihin ennen ostotarjouksen tai muun vastaavan valtausmenettelyn julkitulemistä? Aihetta on tutkittu erityisesti Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa, mutta enenevässä määrin myös Manner-Euroopassa sen jälkeen kun yritysvaltaukset ovat alkaneet yleistymään monissa sen maista 1990-luvulla, myös Suomessa. Yleistymisen syyt ovat sidoksissa hyvin pitkälti pääomamarkkinoiden sääntelyn purkamiseen ja maailmanlaajuisen kilpailun kovenemiseen, joka on johtanut rahoitusmarkkinoiden nopeaan kansainvälistymiseen ja jonka seurauksena yritysjohto on ollut pakotettu kiinnittämään entistä suurempaa huomiota omistaja-arvon kehittymiseen. Markkinoiden paine toiminnan tehostamiseen ja taloudellisen tuloksen kasvattamiseen on osaltaan herättänyt yritysjohton kiinnostuksen yrityskauppoihin. Anglosaksisen kulttuurin alueella (USA, Iso-Britannia) on kuitenkin pidemmät perinteet omistaja-arvon kasvattamista korostavalle ajattelutavalle. Se on osaltaan ollut edesauttamassa yritysvaltauksien syntyä, joita on sitten käytetty yleisesti mm. yhtenä yritysjohton kontrollimekanismina (Pellervon taloudellinen tutkimuslaitos 2003).

Syyt sille, miksi lähtökohdat yritysvaltauksille ovat olleet erilaiset Anglosaksisissa maissa verrattuna esim. Manner-Eurooppaan ja Japaniin ovat osaltaan niiden erilaisissa rahoitusjärjestelmissä. USA:n ja Iso-Britannian markkinakeskeinen rahoitusjärjestelmä nojaa arvopaperimarkkinoihin ja hajautettuun omistusrakenteeseen kun taas Eurooppalaiselle ja Japanilaiselle rahoitusjärjestelmälle on tyypillistä

pankkikeskeisyys, jolloin yritykset ovat mm. ulkopuolista rahoitusta tarvitessaan kääntyneet mieluummin pankkien kuin pääomamarkkinoiden puoleen (Pellervon taloudellinen tutkimuslaitos 2003). Pankkikeskeisessä järjestelmässä pankit ovat lisäksi usein merkittäviä omistajia monissa suurissa yrityksissä (Yhdysvalloissa tämä on lailla kiellettyä) ja ristiinomistukset ovat yleisiä. Toisaalta eroja yritysvaltausten yleisyydessä selittää myös yhteiskunnallinen ilmapiiri. Amerikassa yhteiskunta on perinteisesti kannattanut laajaa yksilön vapautta, jolloin hiukan kärjistetysti voidaan sanoa, että jokainen tavoittelee vain omaa etuaan ja esim. yrityksen voitot halutaan kotiuttaa mahdollisimman nopeasti. Euroopassa vallitseva ilmapiiri on ollut yhteisvastuullisempi ja yritystoiminnalle on haluttu asettaa myös muita tavoitteita; on nähty yrityksillä olevan myös yhteiskunnallisia velvoitteita ja lukuisia eri sidosryhmiä, joiden tarpeet tulee huomioida.

Vaikka erot Manner-Euroopan ja Anglosaksisten maiden välillä ovat huomattavasti kaventuneet ja yritysvaltaukset ovat tulleet jokapäiväiseksi ilmiöksi lähes kaikissa kehittyneissä maissa, on mielenkiintoista tarkastella kahdesta eri maasta (ja eri kulttuurialueelta) kerättyjen aineistojen pohjalta sitä, voiko valtauskohteen tunnistaa jostain tietystä piirteestä tai joidenkin tunnuslukujen perusteella. Seuraavaksi perehdytään kahteen tutkimukseen hiukan tarkemmin: ensiksi Manner-Eurooppaa edustavan Espanjan ja sitten anglosaksiseen kulttuuripiiriin kuuluvan Iso-Britannian aineistoilla. Tutkimuksissa testattavat hypoteesit on laadittu edellä esitettyjen teoreettisten olettamien pohjalta. Lisäksi on syytä huomioida, että näiden hypoteesien testaaminen aggregaattitasolla on melko hankala ja monimutkainen prosessi johtuen siitä, että yritysvaltaukset eivät välttämättä ole keskenään samoista syistä motivoituja ja lisäksi usea motiivi voi vaikuttaa niiden taustalla yhtäaikaisesti.

3.2.1 Valtauskohteen tunnistaminen

Alcalden & Espitian (2003) mukaan tämänkaltaista metodologiaa käyttävän tutkimuksen merkittävin haaste on valita muuttujat siten, että ne parhaiten kuvaavat jokaista kirjallisuudessa usein esiintyvää teoreettista argumenttia, joiden pohjalta hypoteesit on muokattu. Heidän aineistonsa koostui yhteensä 138 pörssilistatusta

espanjalaisesta yrityksestä, joista puolet eli 69 olivat joutuneet valtauskohteeksi¹⁴ vuosien 1991-1997 välillä. Toiset 69 yritystä valittiin satunnaisesti niiden teollisten yritysten joukosta, jotka kyseisellä aikavälillä eivät olleet yritysvaltauksen kohteita ja jotka edustivat samassa suhteessa eri toimialoja ja aikaperiodeja kuin valtauskohteetkin. Tarvittava data hypoteesien testaamista varten hankittiin yrityksen tilinpäätöstietoja ja muuta informaatiota kokoavasta tietokannasta. Taulukkoon 2 on kirjattu tutkimuksessa käytetyt muuttujat, niiden laskutapa sekä hypoteesi, jota muuttujilla kuvataan.

Taulukko 2. Tutkimuksessa käytetyt taloudelliset muuttujat. (Lähde: Alcalde & Espitia 2003)

Muuttujat	Laskutapa	Hypoteesi
Oman pääoman tuotto	Tilikauden voitto/oma pääoma	Tehoton yritysjohto
Yrityksen arvostustaso	(Markkina-arvo + velan kirja-arvo/ OPO:n kirja-arvo + velan kirja-arvo)	Tehoton yritysjohto, Aliarvostus
Epätasapaino	Dummy-muuttuja, joka saa arvon 1, mikäli yrityksessä on epätasapaino resurssien ja kasvumahdollisuuksien välillä; muussa tapauksessa 0	Kasvumahd. ja resurssien epätasapaino
Velkaantumattomuus	Taseen velat/vastattavaa yhteensä	Kasvumahd. ja resurssien epätasapaino
Likviditeetti	Käyttöpääoma/netto-omaisuus	Kasvumahd. ja resurssien epätasapaino
Yrityksen koko	Netto-omaisuuden luonnollinen logaritmi	Transaktio-kustannus
Omistuksen keskittyneisyys	Kahden suurimman osakkeenomistajan prosentuaalinen omistus yrityksessä	Transaktio-kustannus

¹⁴ Tähän ryhmään ei kelpuutettu niitä espanjalaisia valtauskohteeksi joutuneita yrityksiä, jotka toimivat rahoituslalla tai joista ei ollut saatavissa riittävän tarkkaa taloudellista informaatiota.

Näiden muuttujien perusteella tehdyn tilastollisessa t-testissä, jossa verrattiin keskenään sekä valtauskohteita että muita yrityksiä niiden keskiarvon ja mediaanin perusteella, havaittiin, että tilastollista merkitsevyyttä taulukkoon 2 listatuista muuttujista oli vain epätasapaino- ja yrityksen koko –muuttujilla. Valtauskohteista 38 prosentilla oli epätasapainoa resurssien ja kasvumahdollisuuksien välillä kun taas muilla yrityksillä epätasapainoa esiintyi vain 25 % prosentilla. T-testissä tämä muuttuja sai arvon 1,659. Toisaalta muut muuttujat (velkaantumattomuus ja likviditeetti), jotka oli valittu selittämään kasvumahdollisuuksien ja –resurssien epätasapainoa eivät nousseet tilastollisesti merkittäväksi. Päinvastoin nämä muuttujat olivat kohdeyrityksillä ja muilla hyvin samalla tasolla, mikä viittaisi siihen, että tällekin hypoteesille ei löydy riittävästi tukea tällä aineistolla. Ainoaksi jollain tavalla merkittäväksi selittäjäksi jääkin yrityksen koko. Tätä voidaan perustella myös intuitiivisesti, sillä melko varmasti voidaan sanoa, että todella suuri yritys on epätodennäköisempi valtauskohde kuin pieni johtuen monistakin syistä, eikä vähiten transaktiokustannuksen suuruudesta. Kaiken kaikkiaan näiden tulosten perusteella voidaan tehdä johtopäätös, että valtauskohteen tunnistaminen jonkin ominaispiirteen avulla on hyvin hankalaa, ainakin Manner-Eurooppaa edustavan Espanjan aineistolla. Osittain tämä johtuu siitäkin, että ei kyetä määrittämään ja testaamaan kaikkien teoreettisten motiivien yhteisvaikutusta yritysvaltauksen kohteeksi joutumisen todennäköisyydelle ja toisaalta siitä, että teorioita parhaiten kuvaavien muuttujien löytäminen on hankalaa.

3.2.2 Valtauskohteen ennustaminen

Pohjois-Amerikassa ja Iso-Britanniassa tehtyjen yritysvaltausten yhtenä selkeänä motiivina on yleisesti pidetty tehotonta yritysjohtoa, koska teorian ja jossain määrin myös empiiristen havaintojen on katsottu tukevan tätä olettaa. Monien 1970 ja 80-luvulla anglosaksisissa maissa suoritettujen tutkimusten tarkoituksena on ollut tarkastella sitä, onko tuleva valtauskohde mahdollista ennustaa joidenkin kirjanpidollisten tunnuslukujen avulla. Lähes poikkeuksetta tutkijat ylpeilivät malliensa suurella ennustuskyvyllä, mutta heidän käyttämässään aineistoissa oli yksi metodologinen ongelma, joka teki tuloksista hiukan epäluotettavia (Palepu 1986). Aineistoon oli nimittäin valittu yleensä yhtä paljon valtauskohteita sekä niitä yrityksiä, joita ei vallattu, mutta todellisuudessa tämä suhde ei ole lähelläkään 1/1. Siispä

aineistoon olisi pitänyt valita satunnaisesti sekä valtauskohteita että muita yrityksiä niiden todellisessa suhteessa, jotta mallilla voitaisiin sanoa olevan todellista ennustusvoimaa. Malli toimiikin paremmin ex post tarkasteluissa, jolloin jälkikäteen pyritään hahmottamaan, onko valtauskohteilla joitain ominaispiirteitä, joista ne voi tunnistaa. Mikäli halutaan kuitenkin luotettavia tuloksia ex ante eli kyetä todella *ennustamaan* tulevia valtauskohteita (niin kuin tutkijoiden tavoitteena yleensä on ollut, koska on haluttu tarkastella sitä, voiko tällä menetelmällä saavuttaa keskimääräistä suurempia tuottoja osakemarkkinoilla), niin käytetty aineisto olisi täytynyt koota erilailla. Erityisesti tämä seikka huomioiden Barnes (1999) tutki yritysvaltauskohteita Iso-Britannian aineistolla.

Barnes (1999) käytti tutkimuksensa aineistona kaikkien niiden Iso-Britanniassa julkisesti noteerattujen yritysten kirjanpitoluokkia, jotka joutuivat valtauskohteeksi vuosien 1991 ja 1993 välillä. Vertailuaineistoksi valittiin kaikki Iso-Britanniassa vuoden 1994 alussa julkisesti noteeratut yritykset, joista osa pudotettiin pois aineistosta riittävän tarkan informaation puuttuessa. Tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää, onko yritysten tunnuslukujen perusteella mahdollisuutta ennustaa tuleva valtauskohde. Jotta tunnusluvut saataisiin luotettavammiksi ja paremmin huomioimaan toimialakohtaiset erot, jotka ovat väistämättömiä, yritysten kirjanpidosta saatuja lukuja ei käytetty sellaisenaan, vaan ne suhteutettiin kunkin yrityksen toimialan keskimääräisiin tunnuslukuihin. Tilastollisissa testeissä käytetyt tunnuslukumuuttujat¹⁵ pohjautuivat teoreettisiin oletuksiin siitä, miksi yritys on todennäköinen valtauskohde.

Vaikka Barnesin (1999) paperin pääasiallinen tarkoitus oli puuttua niihin metodologisiin ongelmiin, joita valtauskohteita tutkittaessa voi esiintyä, päätyi hän myös tutkimuksessaan melko selkeään johtopäätökseen: Yrityksen tunnuslukuihin nojautumalla ei valtauskohdetta kyetä ennustamaan juurikaan sen paremmin kuin markkinoilla keskimäärin ilman minkäänlaista tilinpäätösanalyysia. Joillakin käytetyillä muuttujilla oli toki pientä tilastollista merkitsevyyttä, mm. tuottavuus, myynnin kasvu ja osakkeenomistajien pääoman suuruus. Tiivistäen tämä voidaan tulkita niin, että yritykset, joiden liikevaihdon kasvu on ollut hidasta ja tuotto omalle

¹⁵ Ne olivat melko samankaltaisia edellisessä luvussa esitettyihin muuttujiin nähden, koska molempien tutkimuksen taustalla ovat samat teoreettiset hypoteesit.

pääomalle heikkoa, ovat muita todennäköisimpiä valtauskohteita. Tilastollisesta merkitsevyydestä on kuitenkin vielä matkaa taloudelliseen merkitsevyyteen ja hiukan kärjistäen voidaankin sanoa, että nykyisellä tietämyksellä tulevaa valtauskohtetta on melkein mahdotonta ennustaa pelkästään yritysten tunnuslukuihin perustuvilla tilastollisilla malleilla. Tämä ei kuitenkaan tee yritysvaltauksen motiiveja käsitteleviä teoreettisia argumentteja vääriksi; se vain todistaa sen kuinka vaikeaa niiden merkitystä on testata käytännössä.

3.3 Ovatko yritysvaltaukset luonteeltaan kurinpidollisia?

Mielenkiintoinen kysymys, joka seuraa teorian esittämistä yritysvaltauksen motiiveista, on että ovatko yritysvaltaukset luonteeltaan kurinpidollisia? Tämähän tarkoittaisi käytännössä sitä, että muihin samalla alalla toimiviin yrityksiin nähden huonosti tuottavat ja/tai johdetut yritykset joutuvat yritysvaltauksen kohteeksi oman heikkoutensa takia eikä valtaavan yrityksen strategialla olisi kovinkaan suurta merkitystä yritysvaltauksia suoritettaessa. Darwinisminen ajattelutapa toimii toki yritysmaailmassakin ainakin siinä mielessä, että heikot yritykset tulevat vahvempien syrjäyttämiksi, mutta jo pelkkien lukujenkin perusteella on selvää, että esim. konkurssi on paljon todennäköisempi syy yrityksen ”katoamiselle” kuin yritysvaltaus. Selvää on myös, kuten Agrawal ja Jaffe (2003) huomauttavat, että vaikka ainakin teoriassa jokaisen yrityksen voi saada tuottavammaksi tehokkaammalla yritysjohdolla, niin potentiaalinen parannus on suurempi niissä yrityksissä, jotka ovat jo valmiiksi heikosti tuottavia. Yritysjohto voi toimia tehottomasti sekä sen takia, että se ei kykene leikkaamaan kustannuksiaan tai toisaalta kasvattamaan liikevaihtoaan ja tulostaan. Agrawal ja Jaffe (2003) ovat tutkineet Yhdysvalloissa vuosina 1926-1996 suoritettuja yritysvaltauksia pyrkimyksenään selvittää, ovatko ne olleet luonteeltaan *pääasiallisesti* kurinpidollisia vai eivät. Yritysjohton tehottomuutta mitattiin sekä operatiivisella tasolla että osakekurssin välityksellä ja ehkä hiukan yllättäen¹⁶ päädyttiin siihen tulokseen, että kohdeyritykset eivät keskimäärin ole suoriutuneet taloudellisesti mitattuna muita yrityksiä heikommin. Tutkimus ei kuitenkaan kumoa

¹⁶ Monet taloustieteilijät uskovat yleisesti, että anglosaksisissa maissa yritysvaltaukset ovat ainakin osittain luonteeltaan kurinpidollisia (Manner-Euroopassa ja Japanissa tätä oletettavaa tukevia havaintoja ei ole tehty niinkään paljon).

tehottoman yritysjohton hypoteesia kokonaan; se vain todistaa sen, että tehoton yritysjohto on vain yksi mahdollinen yritysvaltauksen motiivi muiden joukossa.

Itse asiassa yritysvaltauksilla on havaittu olevan kurinpidollisia vaikutuksia jo pelkästään niiden aiheuttaman uhkan ansiosta: Yritysjohto saattaa tunnistaa yritysvaltauksen uhkan toimiessaan tehottomasti ja korjaamalla omaa toimintaansa se voi pyrkiä estämään uhkan realisoitumisen (Agrawal & Jaffe 2003). Osittain tästäkin syystä yritysjohton tehottomuus ei ole pääasiallinen motiivi yritysvaltauksille edes Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa, vaan sen rinnalla vaikuttaa muitakin syitä, miksi lopulta ryhdytään yritysvaltaukseseen. Hyvänä esimerkkinä on yritys, joka yli-investoi. Jensenin (1986) vapaan kassavirran teorian perusteella yli-investoivat yritykset pyrkivät leikkaamaan tuottamattomia investointejaan yritysvaltauksen pelossa. Sen mukaan yli-investointi tarkoittaa käytännössä sitä, että yritysjohto toimii tehottomasti allokoidessaan vapaita kassavirtoja huonosti tuottaviin projekteihin ja näin tehdessään tuhoaa omistajien varallisuutta. Tällöin jollekin toiselle yritykselle saattaa syntyä houkutus suorittaa yritysvaltaus kurinpidollisista syistä, mutta kohdeyrityksen johdon tunnistuessa tämän uhkan he pyrkivät toiminnallaan poistamaan yli-investointiongelman. Toisaalta nykypäivän yritysjohtajat jo tiedostavat yli-investoinnin riskit ja sitä pyritään tietoisesti välttämään vaikkapa rahoitusrakenteen muutoksen avulla. Kun yrityksellä on runsaasti velkaa, sen täytyy kanavoida vapaat kassavirrat joko velan lyhennyksiin tai omistajille voitonjakoerinä eikä siten synny houkutusta ryhtyä yli-investointeihin, jotka voisivat johtaa kurinpidolliseen yritysvaltaukseseen (Hendershott 1996).

3.4 Vihamieliseltä valtaukselta puolustautuminen

3.4.1 Kohdeyrityksen johdon rooli yritysvaltauksessa

Valtausyrityksen kohteeksi joutuneen yrityksen johto voi päättää joko vastustaa valtausta tai se voi asettua sen puolelle ja suosittaa sen hyväksymistä osakkeenomistajille. Jos johto on yritys-valtaukselle myötämielinen, ei heidän välttämättä tarvitse ryhtyä mihinkään erityisempiin toimenpiteisiin, mutta jos sen sijaan johto päättää vastustaa yritysvaltausta, on kyseessä vihamielinen yritysvaltaus

ja se voi ryhtyä mitä monimutkaisimpiin järjestelyihin yritysvaltauksen välttämiseksi. Näitä järjestelyitä kutsutaan puolustusstrategioiksi (Turk 1998).

Miksi sitten johto ylipäättänsä haluaa vastustaa ostotarjousta? Empiirisissä tutkimuksissahan on havaittu, että ostotarjouksen seurauksena kohdeyrityksen osakkeenomistajat saavat poikkeuksellisen suuren tuoton osakkeilleen, joten voitaisiin ajatella olevan heidän etujensa mukaista, jos yritysjohto suhtautuisi yritysvaltauksen myönteisesti. Yritysjohdolla on kuitenkin myös omat intressinsä ja usein vastustuksen taustalla on omistussuhteiden muutoksen aiheuttama pelko oman työpaikan menetyksestä tai henkilökohtaisen aseman heikkenemisestä ja arvovallan laskusta uudessa yrityksessä (Turk 1998). Kohdeyrityksen johdolla voi olla siis selkeä henkilökohtainen kannustin yritysvaltauksen vastustamiseen. Tässä mielessä johdon toimintaa ei taatusti helpota se, että yritysvaltauksset ovat mitä suurimmassa määrin julkisia tapahtumia ja yhden ostotarjouksen saaminen voi avata tien kilpailevien ostotarjousten syntymiselle, jolloin kohdeyrityksen johdolla voi olla useampikin asia murehdittavanaan (Noronha, Sen, Smith 1996). Yrityksen johdon ja omistajien tavoitteiden ristiriidan välttämiseksi jotkin yritykset tarjoavat johtajilleen bonuksia ehdollisena sille, että yritysvaltaus toteutuu. Jos johtaja tämän takia menettää työpaikkansa, voidaan hänelle korvata se antamalla ns. kultainen kädenpuristus (golden parachute), joka oleellisesti vähentää johtajan henkilökohtaisia, yritysvaltauksesta aiheutuvia menetyksiä ja kannustaa häntä toimimaan osakkeenomistajien edun mukaisesti (Hall & Anderson 1997).

Toisinaan yritysjohto voi vastustaa ostotarjousta siitä syystä, että se katsoo sen olevan haitallinen yrityksen pitkän tähtäimen strategian kannalta ja ostotarjouksessa kohdeyrityksen osakkeista tarjottava premio ei riitä korvaamaan niitä tuottoja, joita yrityksen odotetaan tuottavan tulevaisuudessa valittua strategiaa noudattavana itsenäisenä yrityksenä, toteuvat Pearce ja Robinson (2004). Johto voi lisäksi pitää ostotarjouksessa tarjottua hintaa liian alhaisena, eikä tästä syystä halua suositella sen hyväksymistä omistajille, koska he voisivat saada osakkeistaan paremmankin hinnan. Vastustuksen tarkoituksena voi olla siis ainakin osittain houkutella markkinoilta kilpaileva ostotarjous yrityksestä, joka siirtäisi yrityskaupan tuottoja valtaajalta kohdeyritykselle. Oli syy mikä tahansa, täytyy yritys johdon turvautua käytettävissä

oleviin puolustusstrategioihin suojautuakseen yritysvaltauksilta tehokkaasti. Niiden käyttö on kiistanalainen kysymys, koska yritysjohton vastustus on kaikesta huolimatta useimmiten johdettavissa heidän henkilökohtaisiin menetyksiinsä, jotka Harfordin (2003) mukaan ovat erityisesti vihamielisten yritysvaltausten tapauksessa kiistattomia. On kuitenkin huomattava, että oikein käytettynä puolustusstrategioiden avulla on myös mahdollista kasvattaa kohdeyrityksen osakkeenomistajien tuottoa eikä niiden ainoana käyttötarkoituksena siis olekaan yritysvaltauksen estäminen kokonaan. Seuraavaksi perehdytään yritysjohton käytettävissä oleviin puolustuskeinoihin hiukan tarkemmin. Laajasti ottaen ne voidaan luokitella kahteen eri kategoriaan, jolloin osa toimista on luonteeltaan ennaltaehkäiseviä eli ostotarjousta edeltäviä ja toiset on puolestaan tarkoitettu pelastamaan yritys tilanteessa, jossa se on jo joutunut valtausyrityksen kohteeksi eli niillä reagoidaan ostotarjoukseen.

3.4.2 Ennaltaehkäisevät puolustusstrategiat

Määritelmän mukaan yritysvaltaus on vihamielinen, jos kohdeyrityksen johto vastustaa sitä. Suomessa ja muualla Manner-Euroopassa vihamieliset yritysvaltaukset ovat melko harvinaisia, mutta esim. Pohjois-Amerikassa ne ovat arkipäivää. Sercun ja Van Hullen (1995) mukaan tämä johtuu pitkälti eroista omistusrakenteessa ja lainsäädännöissä. Asetelmaltaan vihamielinen yritysvaltaus muistuttaa peliä, jossa toinen osapuoli hyökkää ja toinen puolustautuu molempien tehdessä vuoronperään siirtojaan. Siirtojen oikeellisuuden määrittävät säännöt on kirjattu kunkin maan lakiin. Kohdeyrityksen johdon tavoitteena on luonnollisesti omilla toimillaan tehdä yritysvaltaus vastapuolelle mahdottomaksi tai niin epäedulliseksi, että se ei enää ole taloudellisesti mielekäs vaihtoehto. Kun yritysvaltaus halutaan torjua ennaltaehkäisevästi voidaan perustellusti todeta, että yritysjohton tavoitteena ei voi olla vain saada parempaa hintaa yrityksestä, koska mitään ostotarjousta ei ole vielä olemassakaan.

Yrityksen hallituksen ja johdon ollessa yhtä mieltä siitä, että yrityksen on tärkeää säilyttää itsenäisyytensä tulevaisuudessa, voi olla tarvetta ryhtyä toimenpiteisiin sen varmistamiseksi erityisesti, jos on syytä uskoa, että yritys olisi houkutteleva valtauskohde esimerkiksi siitä syystä, että sen osakekurssi on laskenut dramaattisesti

ilman taloudellisia perusteita. Jos yritysvaltauksen motiivina on esim. tehottomuuksien eliminointi tai vaikkapa ylisuuret kassavarat, jotka pitäisi sijoittaa tuottavasti tai jakaa omistajille, niin kohdeyrityksen paras puolustus on tehdä se, mitä valtaajakin tekisi (Brealey & Myers 2000). Useimmiten tämä ei ole kuitenkaan mahdollista tai yritysjohton intressien/strategian mukaista ja tarvitaan muitakin keinoja suojautua yritysvaltauksilta uhkaavissa tilanteissa. Ennaltaehkäisevinä puolustusstrategioina käytetään yleisesti *myrkkypillereitä*, *hain karkotteita* (shark-repellent) sekä joissain maissa, kuten Suomessa, myös keinoa keskittää yrityksen äänivalta vain harvojen ja haluttujen käsiin käyttämällä kahta eri osakesarjaa, joista toisella on merkittävästi suurempi äänivalta¹⁷ kuin toisella.

- **Myrkkypilleri:** Kohdeyrityksen osakkeenomistajille annetaan etuoikeutettuja osakkeita yhdistyneessä yrityksessä alhaiseen kurssiin tai optio ostaa lisää yrityksen osakkeita markkinahintaa tai ostotarjouksessa määritettyä hintaa selvästi halvemmalla siinä tapauksessa, että yritysvaltaus toteutuu. Myrkkypilleri voidaan asettaa laukeavaksi myös jollain tietyllä tasolla. Kilpailevan yrityksen ostaessa esim. 20 % prosenttia kohdeyrityksen osakkeista myrkkypilleri aktivoituu, jos tasoksi on säädetty vähintään 20 % suuruinen osuus yrityksen osakkeista. Myrkkypillerin käyttäminen lisää yritysvaltauksen kustannuksia valtaajalle ja tekee sitä käyttävästä yrityksestä vähemmän kiinnostavan valtauskohteen. Myrkkypillerin käyttöönottamisen on havaittu laskevan lyhyellä aikavälillä yrityksen osakekurssia. Tätä selitetään sillä, että markkinoilla spekuloidaan jatkuvasti potentiaalisista valtauskohteista ja myrkkypilleriä käyttävä yritys on ilmeisesti ainakin omasta mielestään ollut todennäköinen valtauskohte, ja markkinat ovat hinnoitelleet tämän mahdollisuuden myös osakekurssiin, mutta yrityksen puolustautuessa myrkkypillerin avulla riski yritysvaltauksesta oleellisesti pienenee. Toisaalta, jos yritys vallataan myrkkypilleristä huolimatta, niin juuri sen ansiosta kohdeyrityksen osakkeenomistajat saavat vielä suhteessa suuremman riskisopeutetun tuoton osakkeilleen verrattuna niihin vallattuihin yrityksiin, jotka eivät ole käyttäneet myrkkypilleriä. (Pearce & Robinson 2004)

¹⁷ Kahden eri äänivallan omaavan osakesarjan käyttäminen on monessa maassa kiellettyä. Myös Suomessa, jossa se on ollut yleistä, siitä pyritään eroon ja lukuisat pörssiyritykset, joilla on ollut kaksi eri osakesarjaa, ovat luopuneet tästä käytännöstä ja muuttaneet äänivaltaiset osakkeensa tavallisiksi osakkeiksi.

- **Hain karkotteet:** Hain karkotteisiin sisältyy monenlaisia, yleensä yhtiöjärjestykseen kirjattuja asioita, jotka hankaloittavat yrityksen valtaamista. Brealeyn ja Myersin (2000) mukaan näihin voidaan lukea mm. *porrastettu hallitus* (staggered board), joka tarkoittaa sitä, että hallitus on jaettu useampaan tasaveroiseen ryhmään ja kaikkia ryhmiä ei voida valita hallitukseen saman vuoden aikana, jolloin valtaava yritys ei saa täyttä kontrollia yrityksestä kovin nopeasti. *Suurenemmistöllä* puolestaan tarkoitetaan sitä, että yritysvaltauksen hyväksyntään tarvitaan korkea prosenttiosuus kohdeyrityksen osakkeista. *Rajoitetulla äänioikeudella* pyritään siihen, että nurkanvaltaajilla, jotka omistavat kohdeyrityksen osakkeita yli tietyn yhtiöjärjestykseen kirjatun rajan, ei ole äänioikeutta ellei hallitus ole sitä erikseen myöntänyt. *Odotusaika* vaikeuttaa yritysvaltausprosessin läpivientiä, koska valtaajan täytyy odottaa määrätty aika ennen kuin se voi viimeistellä yrityskaupan. Pearce ja Robinson (2004) toteavat, että hain karkotteet eivät sinällään pysty tehokkaasti estämään yritysvaltauksia, mutta ne ovat merkittävä hidaste ja lisäksi potentiaaliselle valtaajalle, ja siksi vähentävät yrityksen kiinnostavuutta valtauskohteena.

3.4.3 Ostotarjoukseen reagoivat puolustusstrategiat

Monissa tapauksissa ennakointi on paras puolustus, mutta suurin osa yrityksistä ei ole katsonut tarpeelliseksi rakentaa esteitä yritysvaltauksille jo siitäkään syystä, että hyvän preemion tarjoavat ostotarjoukset ovat useimmiten osakkeenomistajien edun mukaisia. Jos yritys kaikesta huolimatta joutuu epätoivotun valtausyrityksen kohteeksi, on yritysjohton reagoitava siihen jotenkin. Tätä varten on olemassa lukuisia eri puolustusstrategioita, joiden käyttö on osakkeenomistajien näkökannalta katsottuna vähintäänkin arveluttavaa, koska monet niistä tulevat heille kalliiksi. Heidän kannaltaan onkin äärimmäisen tärkeää, että yritysjohdolla on oikea ja riittävä kannustin toimia juuri heidän hyödyn maksimoimiseksi, koska oikein valituilla ja käytetyillä strategioilla on toki mahdollisuus päästä siihenkin. Ostotarjouksiin reagoimassa yritysjohdolla on käytettävissä mm. sellaisia puolustuskeinoja kuin *käräjöinti*, *pääomarakenteen muutos*, *greenmail* ja *pysähdyssopimus*, *valkoinen ratsu* sekä *pacmanin puolustus*, jotka esitellään nyt lyhyesti.

- **Käräjäinti:** Vihamieliseltä valtaukselta voi yrittää suojautua puuttamalla yrityskaupan lainsäädännöllisiin näkökulmiin. Niistä yleisimpiä ovat erilaiset kilpailulainsäädäntöön vetoavat kanteet ja toisaalta ne kanteet, jotka perustuvat valtaajan virheelliseen toimintaan tai siihen, että yritys ei ole tuonut julki kaikkea yritysvaltausta koskettavaa oleellista käytettävissään olevaa informaatiota (Pearce & Robinson 2004). Mielenkiintoisena käräjäinnin sivustrategiana on ostaa yritykselle jotain sellaista, jonka tiedetään aiheuttavan kilpailulainsäädännöllisiä ongelmia ja siis ainakin osittain suojaavan yritysvaltaukselta, koska valtaaja tietää, että yrityskauppa ei tule toteutumaan ainakaan ehdottomana. Käräjäinnillä ei useinkaan voida kokonaan estää yritysvaltausta toteutumasta, mutta sen avulla saadaan arvokasta lisääntymistä, joka mahdollistaa muiden puolustusstrategioiden käytön. Pyrkimyksenä voi olla myös yrityskauppaa viivyttämällä houkuttaa kilpaileva ystävällismielinen ostotarjous, ja itse asiassa Jarrell (1985) on havainnut, että yli 60 %:a käräjäintiä puolustuksenaan käyttävistä yrityksistä on saanut kilpailevan ostotarjouksen osakkeistaan. Käräjäinti-ilmoituksen välitön vaikutus osakkeenomistajien hyötyyn on lievästi negatiivinen, mutta keskimäärin sillä on omistaja-arvoa kasvattava vaikutus juuri kilpailevien ostotarjousten todennäköisyyden kasvun ansiosta.
- **Pääomarakenteen muutos:** Riippuen siitä, mikä pääomarakenteen ominaispiirre tekee yrityksestä haluttavan valtauskohteen, yrityksen johto voi pyrkiä muokkaamaan pääomarakennetta päinvastaiseksi. Mikäli yrityksellä on liian alhainen velkaantuneisuusaste niin sitä voidaan korottaa vaihtoehtoisesti joko jakamalla ylimääräiset varat osakkeenomistajille lisäosinkoina, jolloin oman pääoman määrä taseessa vähenee suhteessa vieraaseen pääomaan, tai yksinkertaisesti vain ottamalla lisää lainaa pankista tai laskemalla liikkeelle joukkovelkakirjalaina. Yritys voi muokata pääomarakennettaan myös järjestämällä suunnatun osakeannin. Tämä voi toimia puolustuskeinona, jos osakkeita annetaan merkittäväksi vain niille tahoille, jotka vastustavat yritysvaltausta. Näin ollen valtaajalla on entistä hankalampi tehtävä saada haltuunsa riittävän suuri osuus kohdeyrityksen osakkeista osakeannilla olevan laimennusvaikutuksen takia. Yleisesti tässä tarkoituksessa toteutettu osakeanti suunnataan yrityksen työntekijöille mukaan lukien yritysjohto, koska heidän suhtautumisensa yritysvaltaukseseen on helpoiten ennustettavissa ja mitä luultavimmin keskenään

samankaltainen (Pugh, Jahera & Oswald 1999). Työntekijöiden laajan osakeomistuksen omassa yrityksessä onkin havaittu toimivan myös yritysvaltauksia ennaltaehkäisevästi. Paitsi osakeannin avulla, yritys voi halutessaan yrittää puolustautua yritysvaltaukselta myös ostamalla takaisin omia osakkeitaan. Omien osakkeiden takaisinostojen toimivat sekä ylisuuren kassan purkamiskeinona (ja osinkoihin rinnastettavana voitonjakomuotona) että tapana vähentää markkinoilla liikkeellä olevien osakkeiden lukumäärää, joka puolestaan voi hankaloittaa yritysvaltausta, koska osa halukkaista myyjistä on jo myynyt omat osakkeensa kohdeyritykselle itselleen, eivätkä nämä osakkeet ole enää valtaajan saatavilla. Omien osakkeiden takaisinostoille on tosin joissain maissa asetettu rajoitteita ja esim. Suomessa yritys ei saa omistaa yli 5 % yrityksen kaikista osakkeista ja tämä luonnollisesti vähentää tämän menetelmän käyttökelpoisuutta puolustusstrategiana. Pääomarakenteen muutoksen vaikutus osakkeenomistajien hyötyyn on kiistanalainen kysymys eikä asiasta ole syntynyt konsensusta.

- **Greenmail ja pysähdyssopimus:** Puhuttaessa greenmailista tarkoitetaan omien osakkeiden takaisinostoa potentiaaliselta valtaajalta. Tämä on melko harvoin käytetty puolustuskeino siitä syystä, että se tulee hyvin kalliiksi, koska tarjoutuessaan ostamaan mahdollisen valtaajan omistamat oman yrityksen osakkeet takaisin, on niistä luonnollisesti maksettava suuri preemio, jotta valtaaja olisi valmis luopumaan yrityskauppa-suunnitelmastaan. Näihin suunnattuihin takaisinostoihin liittyy yleensä aina ns. pysähdyssopimus, mikä tarkoittaa sitä, että valtaaja ei saa hankkia enää lisää kohdeyrityksen osakkeita. Toki pysähdyssopimuksia voidaan tehdä ilman greenmailiakin, jolloin kohdeyritys maksaa potentiaaliselle valtaajalle tietyn suuruisen palkkion sitä lupausta vastaan, että tämä ei osta enää lisää kohdeyrityksen osakkeita. Greenmailin ja pysähdyssopimusten avulla pääsee helpoiten eroon lyhyen tähtäyksen voitontavoittelijoista, mutta pidemmän tähtäyksen strategiaa toteuttavia valtaajia ei niiden avulla helposti kyetä estämään toteuttamasta aikeitaan. Joka tapauksessa nämä molemmat puolustuskeinot tulevat kalliiksi osakkeenomistajille ainakin lyhyellä aikavälillä. (Pearce & Robinson 2004)

- **Valkoinen ratsu:** Yrityksen joutuessa vihamielisen valtausyrityksen kohteeksi, voi se aktiivisesti alkaa etsiä markkinoilta toista ostajaehdokasta, valkoista ratsua. Banerjee ja Owers (1992) määrittelevät yrityksen valkoiseksi ratsuksi mikäli se tekee kohdeyrityksestä kilpailevan ostotarjouksen tilanteessa, jolloin sitä edeltävä ostotarjous on ollut luonteeltaan vihamielinen, mutta sen oma tarjous on kuitenkin ystävällismielinen eli sillä on kohdeyrityksen johdon tuki. Valkoisen ratsun tekemä ostotarjous on usein melko lyhyen harkinnan tulos, koska ensimmäiseen ostotarjoukseen täytyy reagoida nopeasti eikä valkoisella ratsulla siis ole välttämättä ollut aiempia suunnitelmia ostaa kohdeyritystä eikä myöskään riittävästi aikaa perehtyä sen liiketoimintaan. Tämä voi osittain selittää sitä, miksi Nidenin (1993) tutkimuksen mukaan valkoiset ratsut maksavat lähes poikkeuksetta ylihintaa ostamastaan yrityksestä, mikä taas hyödyttää erityisesti kohdeyrityksen osakkeenomistajia. Valkoinen ratsu on siis tuottoisa puolustusstrategia kohdeyritykselle, mutta toisaalta myös hyvin harvinainen sellainen, koska on erittäin hankalaa löytää markkinoilta yritystä, jonka kannattaisi taloudellisin perustein ryhtyä valkoiseksi ratsuksi pulassa olevalle yritykselle.
- **Pacmanin puolustus:** Kaikista alan kirjallisuudessa esiintyvistä puolustusstrategioista ehkä harvinaisin on ns. pacmanin puolustus. Sen ideana voidaan pitää sanontaa ”hyökkäys on paras puolustus”. Käytännössä se tarkoittaa siis sitä, että tilanteessa, jossa yritys tuntee itsensä uhatuksi jonkin toisen yrityksen taholta, se yrittää poistaa uhan valtaamalla tämän toisen yrityksen ennen kuin se ehtii vallata oman yrityksen. Klassinen esimerkki pacmanin puolustuksesta tapahtui vuonna 1982 Yhdysvalloissa öljytoimialalla kun Mesa Petroleum teki ostotarjouksen n. 20-kertaa suuremmasta Cities Servicestä, joka puolestaan vastasi tähän omalla ostotarjouksellaan Mesa Petroleumista. Pacmanin puolustus osoittautui tässä tapauksessa tehottomaksi, koska Cities Servicen tarjoama preemio Mesan osakkeista ei ollut riittävän suuri ja tilanne laukesi vasta greenmailin avulla. (Brealey & Myers 2000)

Puolustusstrategioiden käyttämisen vaikutuksesta osakkeenomistajien hyvinvointiin voidaan sanoa yleisesti ainakin sen verran, että useimmiten se kasvaa siinä tapauksessa, jos puolustusstrategiasta huolimatta (tai sen ansiosta) kohdeyritys lopulta tulee vallatuksi. Toisaalta, vaikka yritystä ei puolustautumisen johdosta vallatakaan,

voi yrityksen arvo silti kasvaa, koska näin se pystyy vapaasti jatkamaan oman strategiansa toteuttamista itsenäisenä yrityksenä. Lyhyellä aikavälillä tämä johtaa tosin lähes aina lievään negatiiviseen osakekurssin kehitykseen. Taulukkoon 3 on vielä lopuksi kerätty kaikki esitetyt puolustusstrategiat ja luokiteltu ne käyttöyleisyytensä, tehokkuutensa ja osakkeenomistajille tuottamiensa hyötyvaikutusten perusteella, vaikka erityisesti jälkimmäistä on hankala arvioida ja se riippuu myös tarkasteluhorisontista. Lisäksi on huomattava, että eri puolustusstrategioiden käyttöyleisyys vaihtelee maittain, mutta tässä yhteydessä niiden yleisyyttä on arvioitu suhteessa muihin käytettyihin strategioihin keskimäärin.

Taulukko 3. Puolustusstrategiat. (Lähde: vapaasti muokattuna Pearce & Robinson 2004)

Puolustusstrategia	Käyttöyleisyys yrityksissä	Tehokkuus	Vaikutuksen osakkeenomistajien hyvinvointiin
Myrkkypilleri	Yleinen	Suuri	Positiivinen
Hain karkotteet	Keskimääräinen	Erittäin alhainen	Negatiivinen
Käräjöinti	Keskimääräinen	Alhainen	Positiivinen
Pääomarakenteen muutos	Keskimääräinen	Keskitasoinen	Vaikutukset epäselviä
Greenmail	Erittäin harvinainen	Keskitasoinen	Negatiivinen
Pysähdyssopimus	Harvinainen	Alhainen	Negatiivinen
Valkoinen ratsu	Harvinainen	Suuri	Positiivinen
Pacmanin puolustus	Erittäin harvinainen	Alhainen	Negatiivinen

4 TUTKIMUSMETODOLOGIA JA KATSAUS ALAN AIKAISEMPAAN TUTKIMUSTYÖHÖN

Yrityskauppoja yleensä on tutkittu melko laajasti varsinkin viimeisen kahden vuosikymmenen aikana, mutta suurimmassa osassa tutkimuksista ei ole vedetty rajaa eri luontoisten yrityskauppojen välille, vaan aineistona ovat olleet yleensä kaikki valitulla tarkastelujaksolla tapahtuneet yritysjärjestelyt. Toinen monia tutkimuksia leimaava piirre on ollut niissä käytetyn aineiston rajoittuminen johonkin tiettyyn maahan tai tietylle toimialalla tietyssä maassa. Tämä on ymmärrettävää, koska yrityskauppoja tapahtuu nykypäivänä jo niin paljon, että aineiston kerääminen kovin laajalta maantieteelliseltä alueelta voi tehdä tutkimusprosessista todella raskaan ja toisaalta eri maissa syntyneet yrityskaupat eivät edes välttämättä ole keskenään täysin vertailukelpoisia erilaisista yrityskulttuureista ja toisaalta myös lainsäädännöstä johtuen. Tästä huolimatta yritysmaailmassa tapahtuu jatkuvasti enemmän kansalliset rajat ylittäviä yrityskauppoja, jonka puolestaan voisi kuvitella herättävän myös tutkijoiden mielenkiinnon yhä enemmän tarkastella yrityskauppoja entistä laajemmin. Vaikka siis yrityskauppoja on jo tutkittu suhteellisen paljon, niitä tutkitaan jatkuvasti myös lisää. Tämän voi katsoa johtuvan osaltaan siitä, että tutkittavaa löytyy vielä ja toisaalta myös siitä, että yrityskaupat ovat tavallaan oman aikansa ilmentymiä tarkoittaen sitä, että eri aikoina niissä on eri piirteitä riippuen monista taloudellisista tai muista syistä, eikä esim. 1980-luvulla tehty yritysvaltaus ole enää välttämättä verrattavissa 2000-luvulla suoritettuun yritysvaltaukseseen.

Suomalaisella aineistolla tehtyjä tutkimustöitä yritysvaltauksista ei juurikaan ole olemassa ja selvästi suurin osa alan tutkimustyöstä on suoritettu Yhdysvalloissa, jossa yritysvaltauksiset ovat olleet verrattain yleinen ilmiö jo vuosikymmenten ajan. 1980 ja 1990 luvuilla mielenkiinto yritysvaltausten tutkimiseen on herännyt myös Euroopassa ja nykyisin yritysvaltauksista tehtyjä tutkimuksia on suoritettu lähes jokaisessa läntisen Euroopan maassa. Tässä vaiheessa onkin hyvä tehdä lyhyt katsaus alueen aikaisempaan tutkimustyöhön, jotta saadaan jonkinlainen käsitys siitä, minkälaisia vaikutuksia yritysvaltauksilla on eri maissa ollut osakkeenomistajien hyötyyn. Sitä ennen on kuitenkin syytä esitellä pääpiirteissään näissä tutkimuksissa käytetty event study –metodologia, jota myös tässä työssä käytetään.

4.1 Event study –metodologia

4.1.1 Tutkimuksen vaiheet

Tässä työssä tullaan osakkeenomistajien yritysvaltausten seurauksena kokema hyötyä selvitettäessä käyttämään ns. event study –menetelmää. Epänormaalien hintakäyttäytymisen tutkimiseen tätä menetelmää käyttivät ensimmäisinä Fama, Fisher, Jensen ja Roll (1969) tutkiessaan osakekurssin muutoksia osakesplittien yhteydessä. Event study –menetelmän tarkoituksena onkin tutkia, kuinka markkinat (tässä tapauksessa sijoittajat) reagoivat tiettyä yritystä koskeviin tapahtumiin eli positiivisiin ja negatiivisiin uutisiin. Tässä työssä kyseiset tapahtumat ovat tietysti yritysvaltauksia. Koko event study –metodologian taustalla on oletamus siitä, että pääomamarkkinat ovat riittävän tehokkaasti toimivat, jotta pystytään arvioimaan uuden informaation vaikutus yrityksen ennustettuihin voittoihin tulevaisuudessa.

Event study –tutkimus etenee seuraavien vaiheiden mukaan:

1. Tunnistetaan tapahtuma, jonka vaikutusta halutaan tutkia ja määritellään ns. tapahtumaikkuna¹⁸.
2. Valitaan joukko yrityksiä, jotka sisällytetään mukaan itse analyysiin.
3. Määritetään normaalituotto yrityksille tapahtumaikkunan ajaksi olettaen, että mitään uutta informaatiota ei olisi tullut julki.
4. Estimoidaan tapahtumaikkunan aikana syntynyt epänormaali tuotto yrityksille. Epänormaali tuotto määritellään tässä yhteydessä todellisuudessa toteutuneen tuoton ja normaalituoton (mikäli uutta informaatiota ei olisi tullut) erotuksena.
5. Testataan, onko epänormaali tuotto tilastollisesti merkitsevä. Estimoitavien epänormaalien tuottojen määrittämiseksi voidaan käyttää useita eri menetelmiä. Niistä kaikista yleisimmin käytettyjä ovat markkinamalli, markkinakorjattu malli (esim. CAPM:iin perustuva määrittystapa) sekä malli, jossa käytetään vakioisia keskiarvotuottoja. (Dasgupta, Laplante & Mamingi 1998)

¹⁸ Tapahtumaikkunalla tarkoitetaan aikahorisonttia, jonka sisällä uuden informaation vaikutusta osakekurssin muutokseen tarkastellaan. Yleensä aikahorisontiksi valitaan esim. 15 päivää ennen uuden informaation julkistamispäivää (tapahtumapäivää) ja 15 päivää informaation julkistamispäivän jälkeen.

Event study –menetelmää käytetään melko laajasti tutkimuksissa, joissa tarvitaan tietoa yritysten pörssikurssien muutoksista ja esimerkiksi juuri yritysvaltausten vaikutuksista osakkeenomistajien varallisuuden muutokseen. Menetelmässä on toki joitakin puutteita, joista yksi merkittävimpiä on se, että epänormaalien tuottojen määrittelyyn perinteistä markkinamallia hyväksikäyttäen (joka on yksinkertaisuutensa ansiosta kaikista käytetyin menetelmä) sisältyy oletus, että beta säilyy vakioisena koko estimointiperiodin ajan (Lepetit, Patry & Rous 2002). Tämä saattaa aiheuttaa sen, että nollassa hypoteesi, joka tässä tapauksessa on se, että epänormaaleja tuottoja ei ole, hylätään hiukan liian usein. Tämän ja muidenkin puutteiden korjaamiseksi event study –menetelmää on pyritty kehittämään edelleen, mutta siitä huolimatta sitä käytetään vielä paljon aivan perusmuodossaan, koska se on yksinkertainen käyttää ja se antaa kaikesta huolimatta riittävän luotettavat tulokset.

4.1.2 Tapahtumaikkunan valinta

Kuten aikaisemmin on siis jo todettu, yritysvaltausten vaikutuksia osakkeenomistajien hyötyyn tutkitaan event study –menetelmällä. Eri tutkimuksissa tätä menetelmää on sovellettu aavistuksen eri tavoilla, mutta peruseriaatteet ovat aina samat. Se, missä eri tutkimukset eroavat keskenään erityisen paljon, on valittu aikahorisontti eli ns. tapahtumaikkuna, jonka kuluessa osakekurssien kehitystä tarkastellaan. Aikahorisontin valinta on oleellinen osa event study –tutkimusta jo siitäkin syystä, että tarkastelujakson pituus voi vaikuttaa myös itse tutkimuksen tuloksiin: yhden viikon mittaisella tarkasteluperiodilla tulokset ovat varmasti jossain määrin erilaiset verrattuna vaikkapa vuoden mittaisella tarkastelujaksolla saatuihin tuloksiin. Tapahtumaikkunan valinta riippuu hyvin pitkälti tutkijan preferensseistä ja itse ongelman täsmällisestä määrittelystä (halutaanko tarkastella yritysvaltausuutisen aikaansaamaa lyhytaikaista vaikutusta vai yritysvaltauksessa mukana olevan yrityksen pidempiaikaista arvonkehitystä). Tästä riippuen on alan kirjallisuudessa tapahtumaikkunaksi valittu niinkin lyhyitä aikoja kuin 6 päivää tai toisaalta niinkin pitkiä aikoja kuin 6 kuukautta. Mitä pidempi aikahorisontti valitaan, luonnollisesti sitä enemmän tarkastelun kohteena oleviin yrityksiin voivat vaikuttaa myös muut tekijät kuin itse yrityskauppauutinen. Tästä syystä tarkasteluhorisontti pysyykin yleensä kohtuullisen mittaisena varsinkin tarkasteltaessa valtauskohteita, koska niiden tapauksessa ollaan useimmiten kiinnostuneita enemmänkin lyhytaikaisista

vaikutuksista. Toisaalta taas ostavan yrityksen tapauksessa yritysvaltauksen todellisten vaikutusten sen arvoon pitäisi ainakin teoriassa tulla näkyviin ehkä vasta useamman vuoden kuluttua ja näin ollen myös teoriassa tarkasteluhorisontin tulisi olla tässä tapauksessa todella pitkä. Ongelmaksi muodostuu kuitenkin se, että aikahorisontin kasvaessa, kasvaa myös kaiken uuden yritysvaltauksen liittymättömän informaation vaikutus yrityksen arvoon eikä enää pystytä luotettavasti sanomaan, mikä osa arvonmuutoksesta on yhdistettävissä tarkastelun kohteena olevaan tapahtumaan eli yrityskauppaan. Periaatteessa siis myös ostavan yrityksen tapauksessa tapahtumaikkunaksi on mielekkäämpää valita kohtuullisen lyhyt periodi, vaikka silloin yrityskauppautisen todelliset vaikutukset yrityksen arvoon voivat olla vielä osin epävarmoja ja perustua suurelta osin markkinoiden näkemykseen siitä, kuinka suuri kauppahinta kohteesta maksettiin ja sijoittajien ensireaktio voi olla jopa ”väärä” verrattuna pitkän tähtäimen kehitykseen. Kaiken kaikkiaan voidaankin sanoa, että event study –menetelmä soveltuu yritysvaltauksissa hiukan paremmin kohdeyritysten tutkimiseen ja kohdeyrityksiä on myös tutkittu ostavia yrityksiä enemmän.

Toinen oleellinen kysymys, joka tapahtumaikkunaa valitessa tulee ottaa huomioon, on sen sijoittuminen itse tapahtumapäivän ympärille eli ennen ja jälkeen sen päivän, kun tieto yritysvaltauksista on tullut julkisuuteen. Alan kirjallisuudessa on useimmiten jaettu tarkasteluhorisontti tasaisesti kahtia niin, että tapahtumapäivää edeltäviä ja sen jälkeisiä päiviä on yhtä paljon. Näin ollen yksi yleisimmistä event study – tutkimuksissa käytetyistä tarkasteluhorisonteista, joka on 1 kuukausi, tarkoittaa käytännössä sitä, että tarkastelujaksona on 15 päivää ennen ja 15 päivää jälkeen tapahtumapäivän. Kirjallisuudessa esiintyy kuitenkin myös monella muulla tavalla valittuja aikahorisontin jakoja tapahtumaikkunan ympärille ja periaatteessa se voikin jakaantua melkein miten tahansa riippuen jälleen kerran tutkijan tavoitteista ja preferensseistä. Intuitioon perustuen voisi tuntua mielekkäältä painottaa valtauskohteen ja ostavan yrityksen osakekurssien tarkasteluja eri tavoin tapahtumapäivän eri puolille. Kohdeyrityksen tapauksessahan on usein mielenkiintoista nähdä, kuinka osakekurssi on kehittynyt ennen yrityskauppautista ja toisaalta välittömästi sen jälkeen. Tarkasteluhorisontin jatkaminen pitkälle tapahtumapäivän jälkeen ei ole kiinnostavaa erityisesti sen takia, että usein kohteesta on tarjouduttu maksamaan tietty hinta, jonka lähettyville osakekurssi sitten asettuu siihen saakka, kunnes yrityskauppa lopullisesti toteutetaan ja kohdeyrityksen osake

poistuu pörssistä. Vastaavasti taas ostavan yrityksen tapauksessa suurin mielenkiintonen osakekurssin kehityksessä kohdistuu itse tapahtumapäivän tapahtumiin ja sen jälkeiseen aikaan, jolloin yrityskaupan vaikutuksia yrityksen arvoon punnitaan. Näistä eroavaisuuksista huolimatta on alan kirjallisuudessa tapahtumaikkuna kuitenkin jaettu useimmiten tasaisesti tapahtumapäivän molemmiin puolin sekä kohdeyrityksen että ostavan yrityksen tapauksissa. Poikkeuksena tästä ovat olleet yleensä vain ne tutkimukset, joissa tapahtumaikkuna on ollut keskimääräistä selkeästi pidempi ja siten siis mahdollistanut tarkastelujen painottamisen ajallisesti enemmän siihen suuntaan, josta on oltu enemmän kiinnostuneita.

4.2 Katsaus alueen aikaisempaan kirjallisuuteen

Jokaisessa yrityskauppoihin keskittyvässä tutkimuksessa tulee ensiksi valita ajanjakso ja se maantieteellinen alue, jonka sisällä toteutuneita yrityskauppoja tarkastellaan. Useimmissa tutkimuksissa on keskitytty yhden maan rajojen sisällä tapahtuneisiin yritysvaltauksiin ja varsinkin Yhdysvalloissa toteutuneita yritysjärjestelyjä on tutkittu laajasti. Mielenkiinto juuri Yhdysvaltoja kohtaan on ollut suurta jo pelkästään siitä syystä, että siellä yrityskauppa-aktiiviteetti on perinteisesti ollut muuta maailmaa vilkkaampaa, vaikka tässä suhteessa ero mm. Eurooppaan onkin kaventunut merkittävästi viime vuosien aikana. Yhdysvaltojen aineistoilla ovat yrityskauppoja tutkineet mm. Jarrel ja Poulsen (1989) sekä Schwert (1996). Tutkimusten keskittyminen puhtaasti kansallisiin yrityskauppoihin on pitkään ollut perusteltua johtuen siitä, että vielä 1980-luvulla ylivoimaisesti suurin osa yrityskaupoista on ollut luonteeltaan juuri sellaisia, mutta 1990-luvulla tilanne muuttui. Globalisaatio on pakottanut yritykset laajentumaan myös ulkomaille pärjätäkseen kovenevassa kilpailussa ja samaan aikaan maailmankaupan esteitä on jatkuvasti pyritty purkamaan. Tästä näkökulmasta tarkasteltuna onkin ymmärrettävää, että 1990-luvulla kansainväliset yrityskaupat alkoivat kiinnostaa myös taloustieteilijöitä siinä määrin, että alueelta alkoi syntyä tutkimuksia. Ainakin vielä toistaiseksi iso osa kansainvälisiä yrityskauppoja tutkivasta kirjallisuudesta on kuitenkin aineistoltaan sellaista, että joko yritysvaltauksen kohde tai valtaaja on ollut yhdysvaltalainen yritys. Hyvänä esimerkkinä tästä mainittakoon Cakicin, Hesselin ja Tandonin (1994) työ, jossa tutkittiin sekä yhdysvaltalaisen yhtiöiden yrityskauppoja ulkomailta läntisen

Euroopan maissa, Japanissa, Australiassa ja Kanadassa että päinvastoin. Eurooppalaisella aineistolla suoritettua tutkimusta kansalliset rajat ylittävistä yritysvaltauksista on olemassa huomattavasti vähemmän, mutta vuonna 2003 tätä aukkoa täyttämään tuli Renneboogin ja Goergen paperi eurooppalaisista yrityskaupoista, sekä kansallisista että kansainvälisistä, pyrkimyksenä hahmottaa yritysten lyhytaikaista arvonmuutosta yrityskauppautisen ympärillä Euroopassa.

Maantieteellisen rajauksen lisäksi on tutkimuksissa luonnollisesti tehtävä myös ajallinen raja: kuinka pitkältä ajanjaksolta yrityskauppoja halutaan tarkastella. Melko yleisesti kirjallisuudessa on aikaperiodiksi valittu 5-10 vuotta, joka on yleensä jo ajallisesti riittävän pitkä sisällyttämään aineistoon makrotalouden eri suhdanteissa toteutuneita yritysvaltauksia. Toisinaan on kuitenkin pyritty vielä kunnianhimoisempaan suoritukseen ja esim. Franks ja Harris (1989) ovat Iso-Britannian aineistolla tutkineet yrityskauppoja vuosien 1955-85 välisenä aikana. Jensen ja Ruback (1983) päätyivät puolestaan sellaiseen ratkaisuun, että he tutkivat Yhdysvalloissa toteutettuja yrityskauppoja alueen aikaisempien tutkimustöiden aineistolla luoden eräänlaisen konsensuksen tai tiivistelmän niistä kaikista ja laatien sen pohjalta omat tuloksensa.

4.2.1 Aineiston keräys

Kaikissa event study -tutkimuksissa aineiston kerääminen on verrattain hidas prosessi, koska se vaatii runsaasti manuaalista työtä lähtien liikkeelle tarkan tapahtumajakohdan tunnistamisesta aina osakekurssien päiväkohtaisen datan keräämiseen koko valitun tapahtumaikkunan ajalta. Yrityskauppautisen julkitulemisajankohta on alan kirjallisuudessa yleensä etsitty talousaiheisen sanomalehden palstoilta, josta se on luotettavissa löydettävissä. Myös pörssissä annettujen tiedotteiden avulla on mahdollista selvittää yritysvaltauksen tarkka ajankohta. Aineiston keruussa on otettava huomioon se, että kaikista yrityskaupoista ei ole saatavissa riittävän yksityiskohtaista tietoa tutkimuksen tarpeisiin ja tästä syystä osa yrityskaupoista on jätettävä lopullisessa tutkimuksessa käytetyn aineiston ulkopuolelle. Joskus syynä tähän voi olla yksinkertaisesti se, että yrityksen osakekurssin kehityksestä kertovaa dataa ei ole saatavilla tai tilinpäätösaineisto (mikäli se on tutkimuksessa tarpeen) on puutteellista. Lisäksi sellaiset yrityskaupat, joissa kohdeyrityksestä ostetaan vain osia,

joudutaan tarkasteluissa sivuuttamaan yksinkertaisesti siitä syystä, että yrityksen osien arvostaminen erillisesti ei ole mahdollista samalla tavoin kuin koko yrityksen arvostaminen olettaen, että se on pörssilistattu. Oleellista siis onkin, että aineistona olevat kohdeyritykset ovat ensinnäkin pörssilistattuja ja toiseksi se, että yrityskaupan jälkeen ne lopulta poistuvat pörssilistalta niiden omistuksen siirtyessä kokonaisuudessaan ostavalle yritykselle. Mikäli kuitenkin halutaan tutkia pelkästään yrityskaupan ostavaa osapuolta, niin siinä tapauksessa myös nämä kohdeyrityksen osien ostot voidaan sisällyttää tutkimusaineistoon.

Aineiston laajuuteen vaikuttaa myös tutkimusongelman tarkka määrittely. Yrityskauppoja voidaan tutkia yleisellä tasolla tai sitten jakaen ne luonteensa mukaisesti eri kategorioihin aina fuusiosta vihamieliseen yritysvaltaukseseen. Monissa tutkimuksissa on päädytty tutkimaan kaikkia mahdollisia yrityskauppoja yhteisesti, mikä on perusteltua siinä mielessä, että aina ei ole helppo vetää rajoja fuusion ja yritysvaltauksen välille. Toisaalta kirjallisuudessa kuitenkin puhutaan aina kohteesta ja ostajasta (tai valtaajasta), joka viittaa selkeästi siihen, että yrityskaupan osapuolet ovat varsin harvoin täysin tasavertaisessa asemassa. Jos näin kuitenkin on, se käy yleensä myös selkeästi ilmi yritysten julkaisemista pörssitiedotteista. Tällä perusteella myös rajaus pelkkiin yritysvaltauksiin on mahdollinen ja siinä mielessä myös kiinnostava, että tutkimuksen lopputulosten voisi teorian pohjalta olettaa olevan huomattavasti erilainen tutkittaessa yritysvaltauksia ilman fuusioita. Yrityskaupan luonteen lisäksi alan kirjallisuudessa on usein oltu kiinnostuneita myös siitä, millä tavalla yrityskauppa maksetaan. Teorian mukaan maksutavan valinnalla voisi olla merkittävä vaikutus sekä ostavan yrityksen että kohteen omistajien hyvinvointiin.

4.2.2 Normaalituottojen määrittäminen

Epänormaalien tuottojen ja siten osakkeenomistajien hyvinvointivaikutusten tutkimista varten on määritettävä ensin ns. normaalituotot. Alan kirjallisuudessa normaalituottojen määrittämiseen on käytetty pääsääntöisesti kolmea vaihtoehtoista menetelmää: keskiarvokorjattuja tuottoja, markkinamallituottoja tai markkinakorjattuja tuottoja (Brown & Warner 1980). Näistä viimeisin on oikeastaan vain markkinamallituottojen erikoistapaus, jota voidaan soveltaa useallakin eri tavalla. Keskiarvokorjatuissa tuotoissa osakkeen normaalituotto määritetään yrityksen

aiemman kurssihistorian perusteella ottaen siitä keskiarvo. Tämä keskiarvo lasketaan joltain tietyltä aikaperiodilta ennen tapahtumaikkunan aukeamista ja tämä periodi voi olla pituudeltaan esim. yksi kalenterivuosi.

Markkinamallissa osakkeen normaalituotto voidaan puolestaan määrittää seuraavan kaavan avulla:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}, \text{ missä}$$

$R_{i,t}$ = osakkeen i toteutunut tuotto hetkellä t ,

$R_{m,t}$ = markkinaportfolion tuotto hetkellä t .

Osakkeen i estimaatit α_i ja β_i lasketaan lineaarisella regressiolla ja $\varepsilon_{i,t}$ on häiriötermi, jonka oletetaan olevan normaalisti jakautunut odotusarvonaan 0. Estimoituja parametreja α ja β käyttäen voidaan sitten laskea osakkeen i normaalituotto hetkellä t .

Kolmas malli olettaa markkinaportfolion tuoton olevan myös osakkeen normaalituotto. Kyseessä on siis edellä kuvatun markkinamallin yksinkertaistus. Yleensä siinä oletetaan, että estimoitavat parametrit α ja β saavat kaikilla osakkeilla sellaisen arvon, että ne voidaan jättää huomioimatta laskelmissa, ts. $\alpha = 0$ ja $\beta = 1$. Tämä malli on verrattain helppo käyttää ja yksinkertaistuksistaan huolimatta sen on havaittu antavan luotettavia lopputuloksia. Itse asiassa Brown ja Warner (1980) ovat todenneet, että normaalituottojen määrittämiseen käytettävän menetelmän valinnalla ei ole merkitystä varsinaisiin tutkimustuloksiin, vaan menetelmästä riippumatta tulokset ovat samat. Tämän työn tutkimusosassa normaalituotot määritetään markkinaportfolion tuottojen perusteella muokattuna kuitenkin siten, että laskelmissa huomioidaan myös osakkeen riskillisuus.

4.2.3 Empiirisiä tutkimustuloksia

Oikeastaan kaikessa yritysvaltauksia empiirisesti tutkivassa kirjallisuudessa on päädytty aina siihen lopputulokseen, että valtauskohteen osakkeenomistajat saavat yrityskaupan seurauksena huomattavan suuren epänormaalin tuoton omistukselleen. Tähän tulokseen on päädytty riippumatta siitä, minkä vuosikymmenen aikana toteutuneita yrityskauppoja tarkastellaan tai minkä maan aineistolla tutkimus on tehty. Tulokset ovat olleet samansuuntaisia niin Yhdysvaltojen kuin Euroopan maistakin kerätyllä aineistolla. Oikeastaan vain tuoton suuruus vaihtelee eri tutkimusten välillä. Jensenin ja Rubackin (1983) tutkimuksessa, jonka pohjana oli 7 aiempaa Yhdysvalloissa tehtyä työtä, antaa hyvän keskimääräisen kuvan valtauskohteen osakkeenomistajien saavuttamasta tuotosta Yhdysvalloissa päätyen 29 % epänormaaliin tuottoon. Hieman uudemmalla aineistolla Iso-Britanniassa tehtyjä yritysvaltauksia tutkineet Franks ja Harris (1989) päätyivät puolestaan n. 22 % epänormaaliin tuottoon. Kaiken kaikkiaan voidaan sanoa, että eri tutkimuksissa on yleensä havaittu keskimäärin 15 – 30 % epänormaali tuotto. Sen suuruuteen vaikuttaa osaltaan tietysti myös työssä käytetyn tapahtumaikkunan pituus.

Taulukkoon 4 on kerätty joitakin eri maiden aineistoilla suoritettuja aikaisempia tutkimuksia ja niiden tuloksia, jotta yritysvaltauksien osakkeenomistajilleen aiheuttamista hyötyvaikutuksista voisi saada jonkinlaisen yleiskuvan ennen kuin siirrytään seuraavassa luvussa tämän työn pieneen, Suomen aineistolla suoritettavaan empiiriseen tutkimukseen. Taulukossa on ilmoitettu ensimmäisellä sarakkeella tutkimuksen tekijät, sen valmistumisvuosi, sekä se, miltä ajalta aineisto on kerätty ja kuinka suuri se on ollut otokseltaan. Toisessa sarakkeesta käy ilmi, minkä maan aineistolla tutkimus on tehty ja kolmanteen sarakkeeseen on merkitty työssä käytetyn tapahtumaikkunan pituus. Neljänteen sarakkeeseen on merkitty epänormaalien tuottojen määrittämiseksi käytetty vertailumalli ja kahdessa viimeisessä sarakkeessa on puolestaan kussakin tutkimuksessa tulokseksi saatujen epänormaalien tuottojen suuruus valtauskohteen ja ostavan yrityksen osakkeenomistajille.

Taulukko 4. Osakkeenomistajien epänormaalit tuotot yritysvaltaisuusutisen ympärillä
(Lähde: McCahery, Renneboog, Ritter & Haller 2003)

Tutkimus; aikaperiodi; aineiston koko	Maa	Tapahtuma-ikkuna (tapahtumapäivän ympärillä)	Vertailu- malli	Kohteen epänorm. tuotto (%)	Ostajan epänorm. tuotto (%)
Jensen & Ruback (1983) (taustalla 7 eri tutkimusta) 1958-81; 17:sta 161:een	USA	20:sta 60:een päivään	Sopeutettu markkina- malli	29	4
Jarrel & Poulsen (1989) 1963-86; 526	USA	31 päivää	Ei raportoitu	29	1
Loderer & Martin (1990) 1966-84; 236	USA	6 päivää	Markkina- malli	-	1
Schwert (1996) 1975-81; 1814	USA	42 päivää ennen 126 päivää jälkeen	Markkina- malli	16 20	-
Firth (1980) 1969-75; 486	Iso- Britannia	1 kuukausi	Markkina- malli	28	-6
Franks & Harris (1989) 1955-85; 1445	Iso- Britannia	1 kuukausi	Markkina- malli sekä CAPM	22	0
Limmack (1991) 1977-86; 462	Iso- Britannia	Tarjousjakso (3 kuukautta)	Markkina- malli	31	0
Sudarsanam, Holl & Salami (1996) 1980-90; 429	Iso- Britannia	20 päivää ennen 40 päivää jälkeen	Markkina- malli	29	-4
Bergström, Hogfeldt & Hogholm (1993) 1980-92; 94 kohdetta ja 149 ostajaa	Ruotsi	11 päivää	Markkina- malli	17	0
Van Hulle, Vermaelen & de Wouters (1991) 63 ostotarjousta	Belgia	6 viikkoa	Markkina- malli	38	-1
Eckbo & Langohr (1989) 1966-82; 90 kohdetta ja 52 ostajaa	Ranska	16 viikkoa	Markkina- malli	14	-3
Goergen & Renneboog (2003) 1993-2000; 136 kohdetta ja 142 ostajaa	Eurooppa	1 päivä; 40 päivää ennen + tapahtumapäivä	CAPM	9 23	1 0

Taulukkoon 4 kerättyjen tutkimustulosten perusteella voidaan nähdä selkeästi, että kohdeyrityksen osakkeenomistajat hyötyvät keskimäärin yrityskaupasta, mutta ostavan yrityksen tapauksessa tulokset ovatkin jo hyvin ristiriitaisia. Jensenin ja Rubackin (1983) tutkimuksen perusteella myös ostavan yrityksen osakkeenomistajat saisivat yrityskaupan seurauksena keskimäärin 6 prosenttiyksikön suuruisen epänormaalien tuoton siinä missä taas Firthin (1980) työn perusteella näyttäisi siltä, että yritysvaltaus aiheuttaa heille samansuuruisen, mutta negatiivisen epänormaalien tuoton. Suurimmassa osassa tutkimuksia on kuitenkin päädytty lähelle nollatuottoa ostavan yrityksen osakkeenomistajien tuottoa tarkasteltaessa. Yhdysvaltojen aineistolla on tutkimuksissa löydetty keskimäärin pieni positiivinen tuotto ostavan yrityksen osakkeenomistajille, kun taas Iso-Britannian aineistolla on havaittu ostavan yrityksen tuoton olevan lähellä nolaa tai lievästi negatiivinen (Firth 1997). Alan kirjallisuuden perusteella näyttäisikin siltä, että yritysvaltauksilla ei keskimäärin ole kovinkaan merkittävää vaikutusta ostavan yrityksen osakkeen arvoon ainakaan lyhyellä aikavälillä. Yksittäisissä tapauksissa suuretkin arvonnousut tai -laskut ovat toki mahdollisia, mutta otoskoon ollessa suuri niiden vaikutukset pyrkivät kumoamaan toisensa ja tästä voitaneen päätellä, että yritysosto itsessään ei nosta yrityksen arvoa ja kaikki riippuukin siitä, kuinka onnistunut yrityskauppa loppujen lopuksi on. Lyhyellä aikavälillä yritysoston onnistuneisuuden arvioinnin suorittavat markkinat, mutta pitkällä aikavälillä sen vaikutukset alkavat heijastua myös yrityksen tulokseen, jolloin ainakin tehokkaasti toimivilla markkinoilla yritysostoa voidaan alkaa arvostamaan myös toteutuneiden lukujen valossa.

Minkään yritysvaltauksen tuottojen määrittäminen ei ole kuitenkaan näin suoraviivaista ja niiden suuruus riippuu monesta tekijästä. Esimerkiksi Firthin (1980) tekemien löytöjen perusteella voidaan sanoa, että käteisen käyttäminen yrityskaupan maksuvälineenä näyttäisi poikivan suuremmat tuotot ostavalle yritykselle verrattuna niihin yrityskauppoihin, jotka on rahoitettu omilla osakkeilla. Vastaavasti Firthin (1976) löydöksissä ystävällismielinen yritysvaltaus on ollut ostavalle yritykselle kannattavampi kuin sellainen yrityskauppa, jossa on kohdattu vastustusta ja kohdeyritys on saattanut turvautua jopa käytettävissä oleviin puolustusstrategioihinsa. Tämä on useimmiten johtanut siihen, että kohteesta on jouduttu maksamaan korkeampi hinta ja yrityskaupan tuotot ovat valuneet entistä enemmän kohdeyritykselle. Periaatteessa nämä seikat eivät vaikuta niinkään koko yrityskaupan

tuottoihin, mutta ne vaikuttavat oleellisesti niiden jakaantumiseen kohteen ja ostavan yrityksen välillä. Yrityskaupan tuottoja kokonaisuudessaanhan voidaan tarkastella yksinkertaisesti yhdistämällä kohteen ja ostavan yrityksen epänormaalit tuotot samalta periodilta (Firth 1997). Tähän kirjallisuudessa on kuitenkin kiinnitetty melko vähän huomiota ja päämielenkiinto on ollut yrityskaupan eri osapuolten erillisissä tarkasteluissa, joiden perusteella löydetty tulokset voidaan tiivistää seuraavasti: Valtauskohteen osakkeenomistajat hyötyvät yrityskaupasta yleensä aina, mutta ostavan yrityksen osakkeenomistajien hyötyyn *keskimäärin* yrityskaupalla ei lyhyellä aikavälillä ole juurikaan vaikutusta, vaikka tapauskohtaisesti vaikutus voi olla suurikin.

5 MALLIN RAKENTAMINEN JA TUTKIMUSTULOKSET

Tässä luvussa tehdään Suomen aineistolla pienimuotoinen tutkimus, jonka tarkoituksena on selvittää, kuinka yritysvaltaus vaikuttaa kohdeyrityksen osakkeenomistajien hyötyyn. Tarkastelujen ulkopuolelle on rajattu ostavan yrityksen osakkeenomistajien hyöty, koska markkinainformaatiota ulkomaisten osakkeiden pörssikurssien historiallisesta, päiväkohtaisesta kehityksestä ei ole ollut riittävän helposti saatavilla tätä tutkimusta varten käytettävissä olevilla resursseilla. Tämä olisi ollut oleellista siitä syystä, että valitulla aikaperiodilla Suomessa toteutuneista yrityskaupoista valtaosassa on ostavana osapuolena toiminut ulkomaalainen yritys ja tutkimuksen suorittaminen pelkästään suomalaisten yritysten toteuttamien kotimaisten yritysvaltausten perusteella ei ole mielekästä, koska otos jäisi aivan liian pieneksi. Pääpiirteissään tämä tutkimus seuraa monia alueen aiempia yrityskaupoista tehtyjä tutkimustöitä, jotka ovat soveltaneet event study –metodologiaa.

5.1 Työssä käytetty aineisto

Alun perin tämä tutkimus oli tarkoitus suorittaa aineistolla, joka olisi kerätty vuosilta 1990-2005, mutta historiallisen osakekurssidatan hankkiminen vuosilta 1990-1997 ei kuitenkaan onnistunut käytännössä, koska Helsingin arvopaperipörssistä kyseistä dataa yksittäisten yritysten osalta on julkisesti saatavilla vasta vuodesta 1998 lähtien. Näin ollen tämä tutkimus käsittää aikaperiodin 1998-2005 ja tässä työssä käytetty otos koostuu niistä suomalaisista yrityksistä, jotka kyseisen aikaperiodin kuluessa ovat joutuneet yritysvaltauksen kohteeksi. Lisäksi aineistoon kuulumisen edellytyksenä on ollut, että kaupankäynti kohdeyrityksen osakkeella Helsingin arvopaperipörssissä on päättynyt tarkastelujakson aikana ja että yritys on siis poistunut pörssilistoilta. Tutkimuksessa käytetty aikaperiodi on lyhydestään huolimatta riittävän kattava ja kiinnostava jo senkin perusteella, että siihen sisältyy sekä vuosituhannen vaihteeseen ajoittunut nousukausi että sitä seurannut taantuma, jonka takia myös tutkimusten tulosten voisi olettaa olevan paremmin yleistettävissä.

Kohdeyritykset on tunnistettu Helsingin pörssistä saadun paperin avulla (ks. liite), johon on listattu kaikki ne yritykset, jotka ovat syystä tai toisesta poistuneet Helsingin

pörssin listoilta vuosien 1998 ja 2005 välillä¹⁹. Jokainen pörssilistoilta poistuminen on analysoitu tarkasti ja niiden joukosta kaikki yrityskaupat on erotettu muista syistä aiheutuneisiin pörssistä poistumisiin. Niiden yritysten osalta, joiden kohdalla yrityskauppa on ollut syynä pörssilistauksen päättymiseen, on lisäksi tulkittu, minkä luonteinen kyseinen yritysjärjestely on ollut. Fuusioluonteiset yrityskaupat on jätetty tarkastelun ulkopuolelle ja aineistoon on otettu lopulta ne yritykset, joiden voidaan tulkita joutuneen yritysvaltauksen kohteeksi. Tässä tapauksessa yritysvaltauksiksi on luokiteltu oikeastaan kaikki ne yrityskaupat, joissa on ollut selkeästi havaittavissa kumpi yritys on kohde ja kumpi ostaja.

Vuosien 1998-2005 välillä²⁰ on sekä pantu vireille että toteutettu yhteensä 27 sellaista yrityskauppaa, jotka voidaan aiemmin esitetyillä kriteereillä luokitella yritysvaltauksiksi ja jonka kohteena on ollut suomalainen, Helsingin arvopaperipörssissä noteerattu yritys. Kaikkien näiden yritysvaltauksen kohteeksi joutuneiden yritysten selvittyä on seuraavaksi etsitty Kauppalehti Onlinen uutisarkistosta tarkka päivämäärä, jonka kuluessa tieto yritysvaltauksesta on tullut julkisuuteen pörssitiedotteella. Joidenkin yritysvaltausten kohdalla selkeää tapahtumapäivää ei ole ollut mahdollista määrittää ja siitä syystä nämä kohdeyritykset on jouduttu jättämään lopullisen tarkastelun ulkopuolelle. Tästä syystä on varsinaisen tutkimuksen ulkopuolelle jouduttu jättämään yhteensä 8 yritystä. Tämän lisäksi tutkimuksessa käytettävään lopulliseen aineistoon ei sisälly 3 muuta yritystä siitä syystä, että niitä koskettavien yritysvaltausten tulkinta ja analysointi on osoittautunut hankalaksi. Esimerkkinä mainittakoon M-Realin ostama Metsä Tissue, joka ei sisälly lopulliseen aineistoon, koska yrityskaupan taustalla on osittain koko Metsäliitto konsernin sisäisiä omistusjärjestelyjä.

Tutkimuksessa käytettävän aineiston lopulliseksi suuruudeksi saadaan 16 yritysvaltauksen kohdetta. Aineisto on kooltaan toki pieni, mutta Suomen verrattain pienet markkinat ja historiallisen osakekurssidatan saatavuuden ja muut event study –

¹⁹ Syyt yrityksen poistumiseen pörssilistalta ovat olleet hyvin vaihtelevia. Sen on voinut aiheuttaa paitsi yrityskauppa niin myös konkurssi, yrityksen jakaantuminen useammaksi pörssinoteeratuksi yhtiöksi, siirto I-listalta päälistalle tai myös vaikkapa yrityksen nimenvaihdos.

²⁰ Vuonna 1998 Helsingin pörssistä poistuneiden yritysten joukossa on yrityksiä, jotka ovat joutuneet valtauksen kohteeksi, mutta tässä tutkimuksessa käytettyyn aineistoon niitä ei ole voitu sisällyttää, koska kaikkien näiden yritysvaltausten tapahtumapäivä on ollut vuoden 1997 puolella ja siten niihin liittyvää osakekurssidataa ei ole ollut saatavilla.

menetelmän asettamat vaatimukset huomioiden ei Suomen aineistolla ole oikeastaan tämän kattavampaa otosta mahdollista saadakaan. Taulukkoon 5 on listattu kaikki ne yritysvaltauksset, jotka sisältyvät tämän tutkimuksen lopulliseen aineistoon. Taulukosta käy ilmi ensinnäkin yritysvaltauksen molemmat osapuolet eli ostava yritys sekä valtauskohte. Tämän lisäksi taulukosta voidaan myös nähdä se päivämäärä, jolloin yritysvaltausuutinen on annettu julkisuuteen. Kyseessä on event study –tutkimuksen tapahtumapäivä eli ns. 0-päivä. Taulukon viimeisestä sarakkeesta käy ilmi vielä se, mille pörssilistalle kohdeyritys on ollut listattuna ennen pörssistä poistumistaan.

Taulukko 5. Tutkimuksen aineistona käytetyt yritysvaltauksset.

Tarjouksen tekijä	Ostokohde	Tarjouksen julk. pvm	Lista
Danisco 1	Cultor	1.3.1999	Päälista
Amer-Yhtymä 1	Suunto	1.10.1999	Päälista
Sponsor 1	Saunatec	21.10.1999	I-lista
Nokian Renkaat	Isko	26.10.1999	I-lista
Sampo	Mandatum	4.12.2000	Päälista
Elisa	Soon Communications	21.3.2001	Päälista
Visma ASA	Liinos	10.12.2001	NM-lista
Scottish & Newcastle	Harwall	14.2.2002	Päälista
Telia	Sonera	26.3.2002	Päälista
KONE	Partek	22.5.2002	Päälista
General Electric	Instrumentarium	18.12.2002	Päälista
Foxconn	Eimo	21.8.2003	Päälista
WM-Data	Novo Group	29.10.2003	Päälista
IVG Immobilière SAS	Polar Kiinteistöt	31.10.2003	Päälista
Alifi	Hackman	25.11.2003	Päälista
Orkla ASA	Chips	8.11.2004	Päälista

5.2 Mallin rakentaminen

5.2.1 Tapahtumaikkuna ja Beta-luku

Aineiston keräämisen ohella täytyy tutkimusta varten määrittää tapahtumaikkuna, jonka kuluessa yritysvaltauksen epänormaaleja tuottoja arvioidaan. Tässä työssä tapahtumaikkunaksi on valittu 15 päivää ennen ja 15 päivää jälkeen tapahtumapäivän

eli yhteensä 31 päivää. Tapahtumaikkunan päiviksi on huomioitu vain pankkipäivät ja siten viikonloput sekä pyhäpäivät eivät sisälly 31 päivän tarkasteluhorisonttiin. Tiedot kohdeyrityksen osakekurssin kehityksestä tapahtumaikkunan aikana on saatu Helsingin arvopaperipörssin tietokannasta yrityksen kotisivuilta osoitteesta <http://www.hex.com>. Pörssikurssina on käytetty päivän päätöskurssia ja mikäli yrityksellä on ollut useampi kuin yksi listattu osakesarja, niin tällöin osakekurssi on otettu enemmän vaihdetun osakesarjan perusteella.

Epänormaalien tuottojen määrittämiseksi täytyy määrittää ensiksi normaalit tuotot. Tässä työssä normaalituotot tapahtumaikkunan ajalta on laskettu Helsingin pörssin Portfolio-indeksiin perustuen. Pörssin tärkeimmän eli Hex-indeksin käyttäminen normaalituoton määrittämiseen tässä tapauksessa ei voi pitää järkevänä, koska erityisesti vuosituhannen vaihteessa Nokian painoarvo koko Hex-indeksistä oli niin suuri, että sitä käyttämällä normaalituotto olisi ollut lähempänä yksistään Nokian tuottoa kuin kaikkien osakkeiden yleistä kehitystä. Sittemmin Nokian painoarvo Hex-indeksissä on tasaisesti laskenut, mutta yhä edelleen Portfolio-indeksin voidaan katsoa kuvaavan paremmin osakkeiden yleistä arvonkehitystä. Kunkin osakkeen riskillisyyden on normaalituottoa laskettaessa otettu huomioon toimialakohtaista Betaa käyttäen.

Beta-luvulla mitataan yrityksen ja sen osakkeen riskillisyyttä suhteessa markkinoihin kokonaisuudessaan. Mitä korkeampi Beta-luku yrityksellä on, sitä suurempi on sen osakkeeseen sisältyvä riski ja päinvastoin. Tyypillisesti yritysten Beta-luvut vaihtelevat 0,6 ja 1,3 välillä, mutta yksittäisillä yrityksillä tämä luku voi olla vielä huomattavasti korkeampi tai matalampi. Mikäli yrityksen Beta-luku on tasan 1, tarkoittaa se sitä, että yrityksen osakekurssi kehittyy täsmälleen saman verran kuin markkinat keskimäärin, eli yhden prosenttiyksikön nousu pörssi-indeksissä tarkoittaa samansuuruisia nousua myös kyseisen yrityksen osakekurssissa. Kun Beta-luku on tätä suurempi, reagoi yrityksen osakekurssi sekä markkinoiden nousuihin että laskuihin tätä voimakkaammin Beta-kertoimen osoittamalla tavalla ja Betan ollessa alle yksi, on markkinoiden muutoksilla keskimääräistä pienempi vaikutus yrityksen osakekurssiin. (Brealey & Myers, 2002)

Beta-luvun käyttökelpoisuus yksittäisen yrityksen tapauksessa riippuu sen stabiilisuudesta. Valitettavasti Beta-luku ei läheskään aina ole stabiili ja sen arvo siis voi muuttua ajassa. Tämä on helppo ymmärtää jo senkin takia, että yritykset yleensä aina pyrkivät kehittämään liiketoimintaansa entistä tehokkaampaan suuntaan, mikä taas vaatii usein muutoksia yrityksen sisällä, jotka osaltaan voivat johtaa siihen, että yrityksen riskillisuus muuttuu. Koska yrityksen normaalituottoa joltain tietyltä ajanjaksolta määritettäessä kuitenkin myös yrityksen riskillisuus tulisi ottaa huomioon jollain tavoin, on tässä työssä päädytty ratkaisuun käyttää yritysکوhtaisten Beta-lukujen sijasta toimialakohtaisia Beta-lukuja. Koko toimialaa kuvaavassa Beta-luvussa on se huono puoli, että se ei ota huomioon yritysکوhtaisten eroja ja se on myös muuten pelkistetympi, mutta tästä huolimatta sen voidaan katsoa olevan kuitenkin soveltuvampi tämän kaltaiseen analyysiin kuin yritysکوhtaisten Beta-lukujen. Tarkastelun kohteena olevan yrityksen normaalituottoa laskettaessa on vain hyväksyttävä se seikka, että absoluuttisen ”todellista” normaalituottoa on täysin mahdotonta määrittää ja voidaan vain pyrkiä estimoimaan se niin hyvin kuin mahdollista kaikki käytettävissä oleva relevantti informaatio huomioiden. Toimialakohtainen Beta-luku on saatu New Yorkin yliopistossa taloustieteen professorina toimivan Aswath Damodaran omilla kotisivuillaan ylläpitämästä tietokannasta (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html). Beta-luvut on laskettu Euroopan aineistolla viiden viimeisen vuoden ajalta kerätyn kuukausidatan perusteella kaikilta samalla toimialalla vaikuttavilta yrityksiltä ja ottaen niistä sitten keskiarvo. Kyseisessä tietokannassa toimialat on vielä jaettu eri sektoreihin, jolloin Beta-luku kuvaa entistä paremmin juuri tarkastelun kohteena olevan yrityksen liiketoiminnan systemaattista riskiä.

Näiden toimialakohtaisten betojen laskennassa markkinabeta on määritetty kaikkien vanhojen EU-maiden, Norjan ja Sveitsin osakemarkkinoiden keskimääräisenä tuottona kyseisellä aikavälillä. Markkinabetaa ei ole tässä tutkimuksessa määritetty pelkästään Suomen aineistolla, koska näinkin tarkan toimialajaottelun jälkeen olisi Suomen markkinoille jäänyt joissain tapauksissa vain yksi yritys, jonka perusteella koko toimialan beta olisi jouduttu estimoimaan. Tällöin palaamme yksittäisen osakkeen tulevan volatilitteen estimointiongelmaan, siis juuri siihen seikkaan, jonka takia alun perinkin päädyttiin käyttämään toimialakohtaista betaa yritysکوhtaisten betan sijasta. Siitä aiheutuu luonnollisesti omat ongelmansa, että yrityksen normaalituotto

estimoidaan yleiseurooppalaiselta aineistolta lasketun toimialabetan ja pelkästään Suomen osakemarkkinoita kuvaavan portfolioindeksin avulla, mutta koska missään tapauksessa ei ole kuitenkaan mahdollista määrittää yrityksen tulevaa betaa täysin luotettavasti, niin tästä menettelytavasta mahdollisesti aiheutuvan virheen suuruutta ei ole syytä pitää merkittävänä. Näin ollen tässä työssä oletetaan, että suomalaisten yritysten betat ovat samansuuruisia kuin samalla toimialalla vaikuttavien länsieurooppalaisten yritysten betat keskimäärin.

5.2.2 Epänormaalien tuottojen estimointi

Epänormaalit tuotot voidaan estimoida toteutuneiden tuottojen ja normaalituottojen erotuksen avulla. Tässä tutkimuksessa niiden estimointi noudattelee pääpiirteissään samoja menetelmiä kuin Triftsin (1991) työssä. Epänormaalit tuotot ($AR_{i,t}$) kullekin yritykselle i tapahtumaikkunan jokaiselle päivälle t estimoidaan seuraavasti:

$$(1) \quad AR_{i,t} = R_{i,t} - \beta_{industry} R_{m,t}, \text{ missä}$$

$R_{i,t}$ = Yrityksen i todellinen päiväkohtainen tuotto tapahtumaikkunan aikana,

$B_{industry}$ = Toimialakohtainen Beta-luku,

$R_{m,t}$ = Portfolioindeksin päiväkohtainen tuotto tapahtumaikkunan.

Jotta epänormaaleista tuotoista voitaisiin tehdä päätelmiä, on yksittäisten osakkeiden epänormaaleista tuotoista laskettava keskimääräinen epänormaali tuotto tietyllä aikavälillä. Se saadaan otoksena olevien osakkeiden hetken t epänormaalien tuottojen keskiarvona seuraavan kaavan avulla:

$$(2) \quad AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (R_{i,t} - \beta_{industry} R_{m,t}), \text{ missä}$$

N = otoksen osakkeiden lukumäärä

Osakkeen hintareaktion tarkempaa tarkastelua varten on syytä laskea myös kumulatiiviset epänormaalit tuotot ($CAR_{a,b}$). Nämä kumulatiiviset epänormaalit tuotot halutulla tarkasteluvälillä, esim. päivästä a päivään b, saadaan estimoitua laskemalla yhteen kaikki yksittäiset päiväkohtaiset epänormaalit tuotot koko tarkasteluperiodin ajalta seuraavalla kaavalla:

$$(3) \quad CAR_{a,b} = \sum_{t=a}^b (R_{i,t} - \beta_{industry} R_{m,t})$$

Vastaavasti kumulatiiviset epänormaalit keskiarvotuotot ($CAAR_{a,b}$) voidaan estimoida yksinkertaisesti toistamalla kaavan 2 laskutoimitus jokaiselle aineistoon kuuluvalla yrityselle ja sen jälkeen ottamalla niiden kaikkien keskiarvo.

5.2.3 Tilastolliset testit

Epänormaalien tuottojen merkitsevyyttä arvioidaan erilaisten tilastollisten testien avulla. Event study –tutkimusten yhteydessä yleisesti käytetyimpiä testejä ovat t-testi ja Z-testi. Nämä testit poikkeavat olettamiltaan melko paljonkin toisistaan, minkä takia niitä käytetään monissa tutkimuksissa myös rinnakkain vahvistamaan toisen testin tuloksia, mutta hyvin usein niitä näkee käytettävän myös yksistään. Ehkä kaikkein merkittävin ero näiden eri testien välillä tulee siitä, että t-testi on luonteeltaan parametrinen ja Z-testi puolestaan epäparametrinen. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että Z-testin yhteydessä ei tarvitse tehdä mitään olettamia otoksen jakaumasta, jonka ansiosta sen parametrien arvoja ei tarvitse estimoida. T-testin tapauksessa sen sijaan oletetaan, että perusjoukossa muuttuja noudattaa normaalijakaumaa $N(\mu, \sigma^2)$ ja parametreille on siis estimoitava jotkin arvot. Mikäli nämä oletukset eivät täyty, voi testi tuottaa vääriä tuloksia. (Newbold 1995)

Molemmilla testimenetelmillä on sama 0-hypoteesi luonnollisesti siitä syystä, että niillä tutkitaan samaa asiaa, vaikkakin eri tavoin. 0-hypoteesi on, että epänormaalit tuotot eivät poikkea tilastollisesti merkitsevästi nolasta. Mikäli epänormaalit tuotot eivät todellakaan poikkea tilastollisesti merkitsevästi nolasta, 0-hypoteesi voidaan hyväksyä; muussa tapauksessa se hylätään. T-testisuureen laskemiseksi ajanhetken t

keskimääräisille epänormaaleille tuotoille on kirjallisuudessa käytetty yleisesti mm. seuraavanlaista kaavaa:

$$t = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)}, \text{ missä}$$

AAR_t = keskimääräiset epänormaalit tuotot (ks. kaava 2),

$S(AAR_t)$ = keskimääräisten epänormaalien tuottojen keskihajonta, joka voidaan kirjoittaa myös seuraavaan muotoon:

$$S(AAR_t) = \frac{\sqrt{\sum_{t=a}^b (AAR_t - \overline{AAR_t})^2}}{N - 1}.$$

Keskihajonta tarkoittaa tässä tapauksessa osakkeen volatiliteettia, joka on siis laskettava kullekin osakkeelle ennen kuin t-testiä voidaan suorittaa. Volatiliteetti mittaa osakkeen tuottojen vaihtelun suuruutta ja se ilmoitetaan yleensä prosentteina vuodessa. Mitä leveämpi tuottojakauma on, sitä suurempi on myös volatiliteetti. Osakkeen tulevaa volatiliteettia on kuitenkin mahdotonta tietää luotettavasti, koska sen laskeminen perustuu aina historiaan. Event study –tutkimuksissa kunkin otoksessa olevan yrityksen osakkeen volatiliteetti on yleensä estimoitu n. vuoden mittaisella aineistolla päättyen tapahtumaikkunan aukeamispäivään. Tämän menetelmän ongelmana on kuitenkin sen epäluotettavuus. Koska volatiliteetti on hyvin riippuvainen tarkasteluperiodista, niin samallekin osakesarjalle eri jaksoilta lasketut volatiliteetit voivat olla täysin erilaisia (Pitkämäki 2005). Juuri tästä syystä monessa tutkimuksessa on päädytty käyttämään tulosten tilastollisen merkitsevyyden arvioinnissa Z-testiä.

Z-testin etu on sen yksinkertaisuus, joka on samalla myös sen heikkous. Kaikkien epäparametristen testien tavoin se huomioi vain epänormaalien tuottojen suunnaa, ei sen suuruutta. Z-testillä testataan, eroavatko positiivisten ja negatiivisten epänormaalien tuottojen prosenttiosuudet tilastollisesti merkitsevästi toisistaan. Z-testisuure saadaan laskettua seuraavan kaavan avulla (Manninen 2000):

$$Z = \frac{p - \theta_0}{\sqrt{\frac{\theta_0(100 - \theta_0)}{N}}}, \text{ missä}$$

N = otoskoko,

p = positiivisten epänormaalien tuottojen prosenttiosuus otoksessa,

θ_0 = nollahypoteesin mukainen positiivisten epänormaalien tuottojen osuus.

Nollahypoteesin mukainen positiivisten epänormaalien tuottojen osuus on tässä työssä 50, koska nollahypoteesina on, että epänormaaleja tuottoja ei keskimäärin esiinny. Sekä t-testillä että Z-testillä on omat heikkoutensa ja vahvuutensa, mutta tässä työssä tutkimustulosten tilastollista merkitsevyyttä tutkitaan Z-testin avulla. Periaatteessa tämän työn tutkimustulos on niin selvä, että sen tilastollisen merkitsevyyden arviointiin ei välttämättä edes tarvittaisi mitään erillisiä testejä. Koska tulokset ovat jo itsessään riittävän selvät, valittiin Z-testi käytettäväksi testimenetelmäksi siitäkin huolimatta, että otoskoko on tässä tutkimuksessa sen verran alhainen, että Z-testin luotettavuus saattaa jonkin verran kärsiä siitä. Tätä ei kuitenkaan pidetty yhtä suurena ongelmana kuin t-testiä varten laskettavan volatiliteetin (eli keskihajonnan) luotettavaa estimointia.

5.3 Tutkimustulokset ja niiden analysointi

Tässä työssä yritysvaltauksen kohteeksi joutuneille yrityksille laskettiin epänormaalit tuotot pyrkimyksenä selvittää hyötyvätkö kohdeyrityksen osakkeenomistajat yritysvaltauksesta. Taulukosta 6 käy ilmi eri mittaisille tarkasteluperiodeille lasketut keskimääräiset epänormaalit tuotot. Tarkasteluperiodeiksi on valittu tapahtumapäivää edeltävästä päivästä tapahtumapäivään ulottuva jakso eli päivät -1:stä 0:aan, josta saadaan yritysvaltausuutisen välitön vaikutus kohdeyrityksen osakekurssiin ja tämän lisäksi 3 muuta tarkasteluperiodia, jotka ovat -5:stä +5:een, -10:stä +10:een ja -15:sta +15:sta. Kuten taulukosta 6 voidaan huomata, tapahtumapäivän aikana toteutunut epänormaali tuotto on ollut keskimäärin 29,2 %. Otoksen 16:sta yrityksestä kaikkiaan 15 kokivat epänormaalin kurssinousun yrityskauppauutisen seurauksena. Tämän perusteella lasketun Z-testisuureen arvoksi saatiin 3,5, joka puolestaan tarkoittaa sitä,

että nollahypoteesi voidaan hylätä 1 % riskitasolla eli kyseisen tarkasteluperiodin aikana toteutuneet epänormaalit tuotot ovat tällä riskitasolla tilastollisesti merkitseviä. Ainoastaan Soneran tapauksessa epänormaalia tuottoa ei ollut tällä tarkasteluperiodilla havaittavissa. Tämän voidaan katsoa johtuvan suurelta osin siitä, että markkinoilla oli liikkunut runsaasti huhuja jo ennen yritysvaltauksen varsinaista julkistamispäivää, jonka seurauksena Soneran kurssi oli hiljalleen noussut jo ennen yrityskaupasta annettavan pörssitiedotteen julkistamista. Lisäksi Soneran myyntihinta oli varsin alhainen, jolloin millekään selkeälle nousureaktiolle pörssikurssissa ei ollut varaa. Kaikkien muiden tarkasteltavien aikaperiodien aikana myös Soneran osakkeenomistajille syntyi epänormaaleja tuottoja.

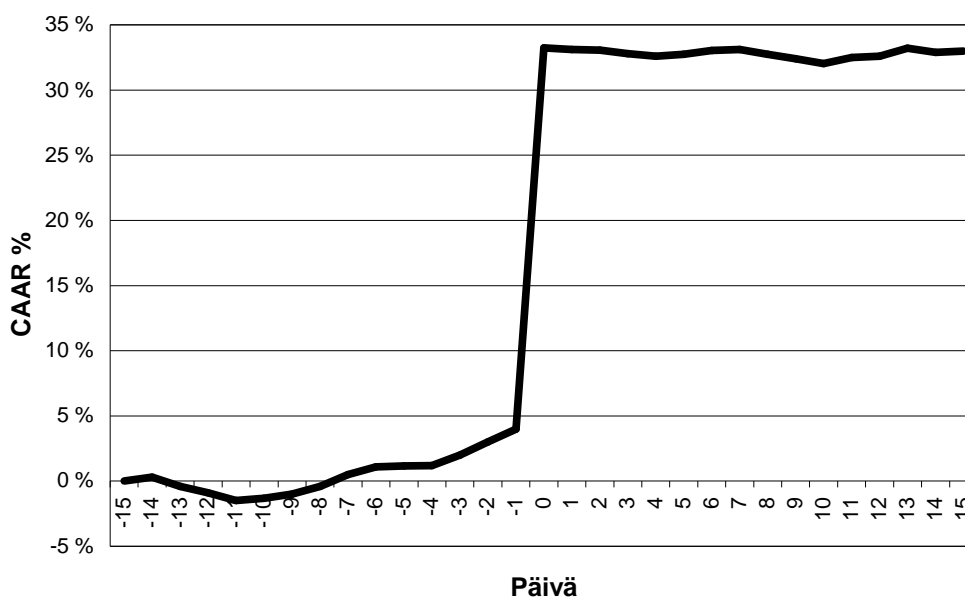
Taulukko 6. Keskimääräiset epänormaalit tuotot eri mittaisilla tarkastelujaksolla.

Tarkasteluperiodi	Epänormaalit tuotot	Z-testi
-1 - 0	0,292	3,5
-5 - +5	0,316	3,5
-10 - +10	0,333	4
-15 - +15	0,330	3,5

Yhden päivän tarkasteluperiodilla kaikista suurimman epänormaalien tuoton saivat Cultorin osakkeenomistajat. Tanskalainen Danisco tarjoutui maksamaan Cultorin osakkeesta huiman preemion, jonka siivittämänä Cultorin enemmän vaihdetun osakesarjan epänormaali tuotto kohosi 109 prosenttiin. Myös tutkimuksessa käytettävien pidempien tarkasteluperiodien aikana Cultor kumuloi suurimmat epänormaalit tuotot kaikista tämän tutkimuksen otoksessa olleista yrityksistä. Kun tarkasteluperiodina käytettiin -5:stä +5:een päivää tapahtumapäivän ympärillä, niin keskimääräisiksi epänormaaleiksi tuotoiksi saatiin 31,6 % eli vain hiukan enemmän kuin yhden päivän tarkasteluperiodilla. Myös tällä tarkastelujaksolla tulosten tilastollista merkitsevyyttä mittaavan Z-testisuureen arvoksi saatiin 3,5, jolloin nollahypoteesi voidaan jälleen hylätä 1 % riskitasolla. Tällä 11 päivän tarkastelujaksolla epänormaaleja tuottoja ei esiintynyt lainkaan Polar Kiinteistöjen osakekurssissa, vaikka vielä yhden päivän tarkasteluissa epänormaaleja tuottoja oli syntynyt. Tätä voidaan perustella sillä, että IVG Immobiliären Polar Kiinteistöistä maksama preemio oli sen verran alhainen, että pidemmällä tarkastelujaksolla markkinoiden yleinen nousuvire aiheutti normaalituottona suuremman prosentuaalisen

nousun kuin mihin Polar Kiinteistöjen osakkeesta ostotarjouksessa tarjottu hinta edellytti. Myös koko tapahtumaikkunan mittaisella 31 päivän tarkastelujaksolla Polar Kiinteistöjen osakkeella ei tutkimuksessa havaittu epänormaaleja tuottoja, mutta sitä vastoin tarkastelujaksolla -10:stä +10:een päivään osakkeen epänormaalisti tuotoksi saatiin marginaalisen pieni 0,3 %.

Tarkasteluperiodin ollessa 10 päivää ennen ja 10 päivää jälkeen tapahtumapäivän, havaittiin kaikissa otoksessa olleissa kohdeyrityksissä epänormaaleja tuottoja ja niiden keskimääräiseksi suuruudeksi saatiin 33,3 %. Z-testisuureen arvoksi saatiin tällä tarkasteluajavälillä tasan 4, jonka perusteella voidaan taas sanoa, että valitulla 1 % riskitasolla epänormaaleja tuottoja esiintyy. Kun tarkasteluperiodiksi valitaan koko tapahtumaikkunan mittainen jakso, eli 15 päivää ennen ja 15 päivää jälkeen yritysvaltausuutisen julkistamispäivän, niin epänormaaleiksi tuotoiksi saatiin keskimäärin 33,0 % ($Z = 3,5$). Tämä luku on varsin lähellä edeltävän, 10 päivää lyhyemmän tarkastelujakson epänormaalia tuottoa ollen n. 0,3 prosenttiyksikköä tätä matalampi.



Kuvio 4. Kumulatiiviset epänormaalit tuotot tapahtumaikkunan kuluessa.

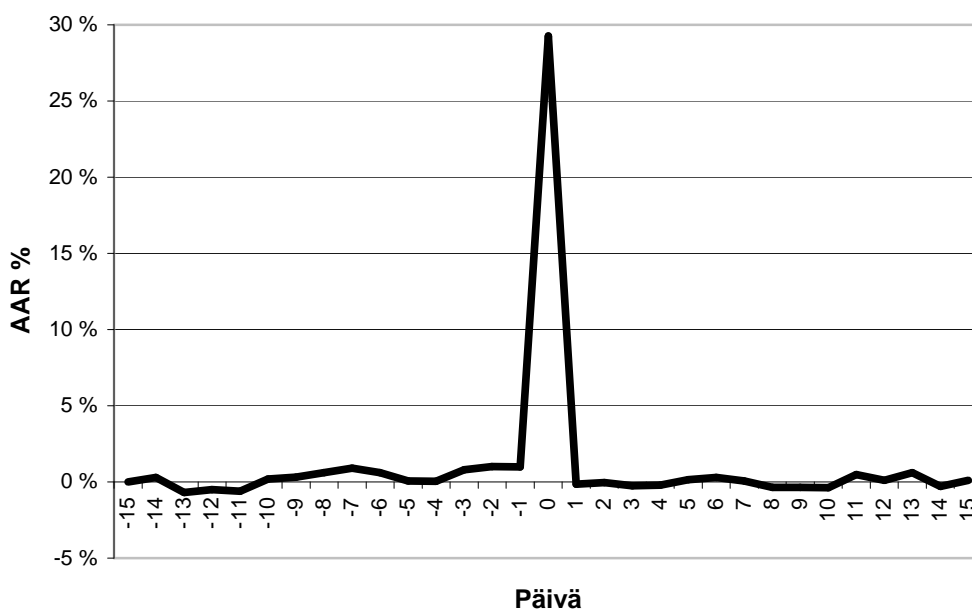
Kuviossa 4 on esitetty koko tapahtumaikkunan aikana kertyvät kumulatiiviset epänormaalit tuotot kohdeyrityksille keskimäärin. Kuvioista voidaan nähdä selvästi, kuinka epänormaalit tuotot tapahtumaikkunan alkupäivinä muodostuvat jopa negatiivisiksi, mutta kuinka ne sitten nopeasti kääntyvät nousuun yritysvaltausuutisen

julkistamista edeltävinä päivinä. Tapahtumapäivänä epänormaalit tuotot singahtavat ylös lähes 30 % ja sen jälkeen niiden kehitys tasaantui ja ne kääntyivät jopa aavistuksen laskuun.

Tapahtumapäivää edeltävää epänormaalia kurssinousua, joka tässä tutkimuksessa havaittiin, voi selittää kahdella vaihtoehtoisella tavalla. Ensimmäinen selittävä tekijä on varmasti kahden otoksessa olleen valtauskohteen tapauksessa havaittu, tapahtumapäivää edeltävä ostotarjous, joka nosti kohdeyrityksen osakekurssia jo varsinaista tapahtumapäivää aiemmin. Nämä ensimmäiset ostotarjoukset ajoittuivat tapahtumaikkunan päiville -7 ja -2. Kuviosta 5 voidaan nähdä päiväkohtaiset epänormaalit tuotot keskimäärin ja siitä huomataan myös, että näiden kyseisten päivien aikana syntyi toki epänormaaleja tuottoja, mutta ne eivät ole poikkeuksellisen suuria verrattuna muihin tapahtumapäivää edeltävien päivien tuottoihin. Tämä johtuu osaksi siitä, että näiden kahden valtauskohteen tapauksessa ensimmäisessä ostotarjouksessa osakkeesta tarjottu preemio oli erittäin matala. Tästä syystä se houkutteli markkinoilta vielä kilpailevankin ostotarjouksen, jossa kohdeyritys tarjouduttiin ostamaan paremmilla ehdoilla ja tämän toisen ja lopullisen ostotarjouksen julkistamispäivä on samalla myös tässä tutkimuksessa käytetty 0-päivä. Koska näissä ensimmäisissä ostotarjouksissa kohteesta tarjottu preemio oli verrattain alhainen, täytyy löytyä myös jokin muu selitys sille, miksi epänormaaleja tuottoja näyttää syntyvän juuri ennen tapahtumapäivää. Toisekseen tätä havaintoa voidaankin selittää ehkä parhaiten markkinoilla yritysvaltauksista mahdollisesti liikkuvien huhujen avulla, jotka usein kohottavat kohdeyrityksen osakekurssia jo ennen kuin tietoa yritysvaltauksista on annettu varsinaisesti julkisuuteen.

Kuviosta 5 nähdään myös varsin selvästi se syy, miksi sijoittajat ovat kiinnostuneita ostamaan mahdollisen kohdeyrityksen osakkeita pelkän huhun perusteella ja siten nostamaan sen osakekurssia: Mikäli huhu osoittautuu todeksi, on tapahtumapäivänä mahdollisuus saavuttaa huima päiväkohtainen epänormaali tuotto omalle sijoitukselle. Tapahtumapäivän eli 0-päivän kuluessa osakekurssi usein suorastaan räjähtää ylös. Se johtuu siitä, että ostava yritys joutuu maksamaan kohdeyrityksestä nykykurssiin nähden selkeän premion, jotta se voisi saada kohdeyrityksen osakkeenomistajat suostumaan yritysvaltaukseseen. Tämän seurauksena syntyy luonnollisesti myös epänormaaleja tuottoja, joiden suuruus vaihtelee riippuen siitä, kuinka suuri preemio

kohteesta ollaan valmiita maksamaan ja toisaalta siitä, kuinka todennäköisenä markkinat pitävät yritysvaltauksen onnistumista. Jos sen onnistumista ei nimittäin pidetä kovin todennäköisenä, ei kohdeyrityksen osakekurssi välttämättä heti nouse sille tasolle, minkä ostava yritys on siitä valmis maksamaan. Toisaalta osakekurssi saattaa nousta ainakin tilapäisesti tuon tason yläpuolellekin, mikäli markkinoilla spekuloidaan mahdollisella kilpailevalla ostotarjouksella.



Kuvio 5. Epänormaalit päivätuotot keskimäärin tapahtumaikkunan kuluessa.

Tapahtumapäivän jälkeinen epänormaalien tuottojen kertyminen on huomattavasti maltillisempaa ja kuten kuvioista 4 ja 5 voidaan nähdä, epänormaalit tuotot asettuvat hyvin lähelle nollaa tällä aikavälillä. Osaltaan tähän vaikuttaa se, että tässä tutkimuksessa olevassa otoksessa ei ole kuin ne valtauskohteet, jotka ovat loppujenkin lopuksi tulleet ostetuiksi eli yritysvaltaus on saatu vietyä onnistuneesti läpi ja vielä niin, että 0-päivänä julkistettu yritysvaltausuutinen on juuri se, joka on myös todellisuudessa toteutunut. Tällä perusteellahan voidaan sanoa, että tapahtumapäivän jälkeiseen epänormaalien tuottojen muodostumiseen eivät vaikuta ne yritysvaltaukset, jotka eivät syystä tai toisesta ole koskaan toteutuneet. Kun tämä mahdollisuus on suljettu pois, on tapahtumapäivän jälkeiselle epänormaalien tuottojen kehitykselle löydettävissä hyvinkin selkeä peruste. Ostotarjouksen yhteydessähän on jo nimittäin määritetty se hinta, jonka ostava yritys on kohdeyrityksestä valmis maksamaan. Kun tämä kauppahinta tapahtumapäivänä julkaistaan, asettuu kohdeyrityksen osakekurssi

lähelle tuota tasoa ja jos mikään ulkopuolinen shokki (kuten kilpaileva ostotarjous tai yritysvaltauksen kariutuminen jostain syystä) ei siihen vaikuta, ei myöskään osakekurssilla ole paljon liikkumavaraa tapahtumapäivän jälkeen, koska tehokkaasti toimivilla markkinoilla osakekurssi sopeutuu uuteen informaatioon jo tapahtumapäivän aikana. Poikkeuksena tähän tilanteeseen voidaan toki mainita sellaiset yritysvaltauksset, joissa maksutapana käytetään ostavan yrityksen omia osakkeita, jolloin myös kohdeyrityksen osakekurssi voi liikkua ostavan yrityksen osakekurssin mukana, mutta yleensä myös ostavan yrityksen osakekurssi reagoi yritysvaltausuutiseen jo tapahtumapäivän aikana, jonka jälkeen epänormaalit kurssimuutokset ovat huomattavasti vaimeampia. Tällä perusteella ei voida pitää kovinkaan yllättävänä tässä tutkimuksessa havaittua epänormaalien tuottojen kehitystä tapahtumapäivän jälkeen.

Tämän tutkimuksen tulokset vaikuttavat erittäin selviltä. Kohdeyrityksen osakkeenomistajat saavat yritysvaltauksen seurauksena huomattavan suuren epänormaalien tuottojen tapahtumaikkunan eli 31 pankkipäivän aikana. Koko tapahtumaikkunan aikana kumuloituvat epänormaalit tuotot on suuruudeltaan keskimäärin n. 33 % ja siitä ylivoimaisesti suurin osa, lähes 30 %, syntyy sen päivän kuluessa, jolloin yritysvaltausuutinen on annettu julkisuuteen. Epänormaalien tuottojen suuruudessa voi tapauskohtaisesti esiintyä suurtakin vaihtelua aina nollatuotosta yli 100 % suuruisiin tuottoihin. Tästä suuresta vaihteluvälistä huolimatta voidaan sanoa, että yleensä aina kohdeyrityksen osakkeenomistajat hyötyvät yritysvaltauksen seurauksena ja tätä väittämää tukee myös tilastollinen Z-testi. Sen perusteella 0-hypoteesina ollut väittämä siitä, että positiivisia epänormaaleja tuottoja ei keskimäärin esiinny valtauskohteeksi joutuneiden yritysten osakekurseissa, voidaan hylätä 1 % riskitasolla kaikilla tarkasteluperiodeilla.

6 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Yritysvaltaukset ovat yleistyneet jatkuvasti sekä Suomessa että maailmalla. Nykypäivän yrityksillä on tarve toimia jatkuvasti tehokkaammin kiristyvillä globaaleilla markkinoilla ja usein juuri tästä syystä niillä on myös tarve keskittyä ydinbisnekseensä, josta seuraa se, että ollaan osaltaan kiinnostuneita laajentamaan liiketoimintaa, mutta samalla myös halutaan luopua osasta ydinliiketoimintaan kuulumattomista osa-alueista. Tämä kehitys on osaltaan ollut vaikuttamassa yritysvaltausten kasvuun niin lukumääräisesti kuin myös rahallisella arvolla mitattuna. Yritysvaltausten jatkuvasti yleistyessä, on kasvanut myös mielenkiinto niiden tutkimiseen. Aikaisemmin yrityskauppa-tutkimus oli keskittynyt suurelta osin Yhdysvaltoihin ja Iso-Britanniaan, mutta viimeisen vuosikymmenen aikana sitä on alettu soveltamaan enenevässä määrin myös Manner-Euroopassa.

Tässä työssä pyrittiin vastaamaan siihen kysymykseen, kuka tai ketkä yritysvaltauksesta hyötyvät. Tutkimus rajattiin koskemaan kohdeyrityksen ja ostavan yrityksen osakkeenomistajia, koska näiden sidosryhmien hyötyä on mahdollista mitata osakekurssien avulla. Lisäksi yritysvaltauksilla voi olla suuriakin vaikutuksia esim. työntekijöihin ja koko yhteiskunnankin tasolla, mutta näiden osalta hyötyvaikutuksia on melkein mahdotonta mitata taloustieteellisillä menetelmillä. Toki voitaisiin todeta, että yritysvaltausten seurauksena joudutaan usein irtisanomaan ihmisiä, joka on negatiivinen uutinen sekä työntekijöille että yhteiskunnalle menetettyjen verotulojen ja kasvaneiden sosiaalikulustannusten takia. Asia ei kuitenkaan ole näin yksioikoinen, koska yritysvaltauksilla on niin monenlaisia muitakin vaikutuksia koko yhteiskunnan tasolla ja niistä suuri joukko on positiivisia. Vastaavasti kahden yrityksen yhdistyminen ei automaattisesti tarkoita työntekijöiden irtisanomisia. Kaikki riippuukin itse asiassa siitä, kuinka onnistunut yritysvaltaus tulee loppujen lopuksi olemaan. Siihen taas vaikuttaa sen taustalla olevat motiivit ja strategiat. Yritysvaltauksen kannattavuutta ostavalle yritykselleen itselleen ei siis takaa mikään ja koko yritysvaltausprosessin onnistuminen ja yritysvaltauksen kääntäminen osakkeenomistajien hyödyksi on hankala tehtävä, joka vaatii runsaasti taustatutkimusta, mahdollisten ongelmakohtien tarkkaa selvittämistä ja monien pienten yksityiskohtien tarkkaa huomioimista.

Ostavan yrityksen kannalta onnistunut yritysvaltaus ei ole pelkästään kiinni siitä, että on löydetty sopiva kohde, jonka ostamalla on mahdollista saavuttaa haluttu tavoite, vaan se riippuu yhtä oleellisesti kohteesta maksettavasta kauppahinnasta. Periaatteessa voidaan ajatella, että kahden yrityksen yhdistämisellä on mahdollista saavuttaa yhteensä tietyn suuruiset tuotot, ainakin jos yhdistäminen on jollain tavalla perusteltua. Kauppahinta sitten määrittää sen, kuinka nämä tuotot jakaantuvat ostavan yrityksen ja kohdeyrityksen välillä. Mitä korkeampi kauppahinta kohteesta maksetaan, sitä pienemmiksi jäävät ostavan yrityksen tuotot koko yritysvaltauksesta ja päinvastoin. Oman lisänsä kauppahinnan määrittämiseen tuo vielä se, käytetäänkö maksuvälineenä käteistä, omia osakkeita vai niiden yhdistelmää. Näiden kaikkien seikkojen pitäisi sitten vaikuttaa siihen, hyötyvätkö ostavan yrityksen osakkeenomistajat yritysvaltauksista. Lyhyellä aikavälillä yritysvaltauksen onnistuneisuuden määräävät markkinat vetäessään omat johtopäätöksensä siitä ja siten vaikuttaessaan osakekurssin kehitykseen, mutta pitkällä aikavälillä voidaan olettaa, että yritysvaltauksen todellisten hyötyjen alkaessa näkyä yrityksen tuloksessa ja kasvussa, ostavan yrityksen osakkeenomistajat hyötyvät niistä yritysvaltauksista, jotka ovat olleet strategisesti onnistuneita ja taloudellisesti perusteltuja. Alan empiirisissä tutkimuksissa on havaittu, että yritysvaltauksen vaikutus ostavan yrityksen osakkeenomistajien hyötyyn lyhyellä aikavälillä, jota mitataan epänormaaleilla tuotoilla, on lähes 0. Tapauskohtainen vaihtelu on kuitenkin suurta.

Teoria esittää neljä keskeistä syytä sille, miksi yritys voi olla houkutteleva valtauskohteeksi. Yleisin niistä väittää, että yritysvaltaus on luonteeltaan kurinpidollinen ja sen päämääränä on tehottoman yritysjohton korvaaminen tehokkaalla. Tämän perusteella siis heikosti johdettu yritys on muita alttiimpi yritysvaltaukselle. Toisen teorian tarjoaman syyn mukaan kohdeyrityksen aliarvostus tekee siitä todennäköisen valtauskohteen. Kolmantena valtauskohteeksi joutumisen todennäköisyyttä kasvattavana tekijänä pidetään tilannetta, jossa yrityksellä on huomattava epätasapaino kasvupotentiaalin ja –resurssien välillä. Lisäksi teoria olettaa myös yrityksen koon ja sen omistusrakenteen vaikuttavan yritysvaltauksen todennäköisyyteen.

Olipa syy yrityksen joutumiseksi valtauksen kohteeksi mikä tahansa, voidaan sanoa kiistatta tämän työn tutkimustuloksiin perustuen, että ainakin kohdeyrityksen osakkeenomistajat hyötyvät yritysvaltauksesta. Event study –menetelmää käyttäen suoritettun tutkimuksen valossa näyttää siltä, että Suomessa kohdeyrityksen omistajat saavat sijoitukselleen yritysvaltauksen seurauksena keskimäärin yli 30 % tuoton lyhyellä aikavälillä. Tarkasteluväliksi valittiin 4 eri mittaista periodia tapahtumaikkunan sisällä ja niiden kaikkien kuluessa kohdeyritysten osakkeet tuottivat tilastollisesti merkitsevän epänormaalin tuoton. Suurin osa tuotosta kumuloitui sen päivän aikana, jolloin yritysvaltausuutinen annettiin julkisuuteen. Päiväkohtainen epänormaali tuotto oli tuolloin keskimäärin lähes 30 %. Näitä tutkimustuloksia tukevat myös alan kirjallisuudessa muiden maiden aineistoilla suoritettut tutkimukset. Niissä epänormaali tuotto ei ole ollut keskimäärin kuitenkaan aivan näin suuri, joka johtunee suurelta osin siitä, että niissä käytetyissä otoksissa on ollut mukana usein myös fuusio-luonteisia yrityskauppoja, jotka taas tässä työssä on rajattu tarkastelujen ulkopuolelle.

Tutkimustulokset eivät olleet mitenkään yllättäviä, koska jo ennalta osattiin olettaa havaitun kaltaisia tuloksia. Yritysvaltauksset ovat jo lähtökohtaisesti sellaisia, että niiden onnistunut läpivieminen edellyttää kohteesta maksettavan reilua preemiota, joka siirtää yritysvaltauksen kokonaistuottoja ostavalta yritykseltä kohteelle. Event study –menetelmän pienenä ongelmana on kuitenkin se, että se soveltuu paremmin lyhytaikaisen kuin pitkäaikaisen hyödyn tarkasteluun. On nimittäin mahdollista, että valtauskohteen arvo on yritysvaltaushetkellä selkeästi aliarvostettu ja tämä aliarvostus voisi korjaantua itsestäänkin pidemmällä aikavälillä. Pitkällä aikavälillä voi siis ainakin teoriassa olla mahdollista, että yritysvaltauksen seurauksena kohdeyrityksen osakkeenomistajien hyöty on jopa laskenut, koska yrityksen tulevaa kehitystä kuvitteellisena, itsenäisesti toimivana yrityksenä ei ole helppo mallintaa. Tämän työn tutkimustulokset koskevat siis erityisesti lyhyen aikavälin hyötytarkasteluja. Jotta event study –menetelmä toimisi yhtä luotettavasti myös pitkän aikavälin tarkasteluissa, on siinä vielä paljon kehitettävää.

LÄHTEET

Agrawal, Anup & Jaffe, Jeffrey, F. (2003). Do Takeover Targets Under-perform?: Evidence from Operating and Stock Returns, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 38, no. 5, 721-46.

Alcalde, Nuria & Espitia, Manuel (2003). The Characteristic of Takeover Targets: the Spanish Experience 1991-1997, *Journal of Management and Governance*, 7, 1-26.

Amer-yhtiön pörssitiedote 1.10.1999. <http://www.kauppalehti.fi/4/t/porssi/hex/porssitiedote.jsp?id=199910010021>, helmikuu 2005.

Banerjee, Ajeyo & Owers, James E. (1992). Wealth reduction in white knight bids - Special Issue: Corporate Control, *Financial Management*, Autumn 1992, 48-57.

Barnes, Paul (1999). Predicting UK Takeover Targets: Some Methodological Issues and an Empirical Study, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12:3, 283-301.

Bergstrom, C. & Hogfeldt, P. & Hogholm, K. (1993). Strategic Blocking, Arbitrageurs and the Division of the Takeover Gain: Empirical Evidence From Sweden, *Journal of Multinational Financial Management*, 3, 217-249.

Berkovitch, Elazar & Narayanan, M.P. (1993). Motives for Takeovers: An Empirical Investigation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28, No. 3, 347-362.

Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C. (2000). *Principles of Corporate Finance*, 6th edition.

Brown, S. J. & Warner, J. B. (1980). Measuring Security Price Performance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, 3, 205-258.

Cakici, N. & Hassel, C. & Tandon, K. (1996). Foreign Acquisitions in the United States: Effect on Shareholder Wealth of Foreign Acquiring Firms, *Journal of Banking and Finance*, 20, 307-329.

Chakrabarti, R & Jayaraman, N. & Mukherjee, S. (2003). Cross-Border M&A: Does Culture Matter? www.ciber.gatech.edu/workingpaper/2003/04-028.pdf, tammikuu 2005.

Damodaran, Aswath (2001). *Corporate Finance: Theory and Practise*.

Damodaran, Aswath (2005). Industry Beta. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html, maaliskuu 2005.

Dasgupta, Susmita & Laplante, Benoit & Mamingi, Nlandu (1998). Capital Market Responses To Environmental Performance in Developing Countries. Development Research Group, World Bank, huhtikuu 1998.

Dickerson, Andrew P. & Gibson Heather D. & Tsakalotos Euclid (2002). Takeover Risk and the Market for Corporate Control: the Experience of British Firms in the 1970s and 1980s, *International Journal of Industrial Organization*, 20, 1167-1195.

Eckbo, E. & Langohr, A. (1989). Information Disclosure, Method of Payment and Takeover Premiums, *Journal of Financial Economics*, 24, 363-403.

Emery, Gary W. & Switzer, Jeannette A. (1999). Expected Market Reaction and the Choice of Method of Payment for Acquisitions - Statistical Data Included, *Financial Management*, Winter 1999, 73-86.

Fama, E. F. & Fisher, L. & Jensen, M. C. & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review*, Vol. 72, 3, 319-346.

Firth, M. (1980). Takeovers, Shareholder Returns and the Theory of the Firm, *Quarterly Journal of Economics*, 94, 235-260.

Firth, M. (1997). Takeovers in New Zealand: Motives, Stockholder Returns, and Executive Share Ownership, *Pacific-Basin Finance Journal* 5, 419-440.

Franks, J.R. & Harris, R.S. (1989). Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers, *Journal of Financial Economics*, 23, 225-249.

Franks, J.R. & Harris, R.S. & Titman, S. (1991). The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics* 29, March, 81-96.

Freeman, Neal L. (2002). Business Scope Grows Through Integration in Organization. <http://www.opthalmologytimes.com/opthalmologytimes/article/articledetails.jsp?ID=13261>, helmikuu 2005.

Ghosh, A & Jevons Lee, C-W. (2000). Abnormal Returns and Expected Managerial Performance of Target Firms, *Financial Management*, Spring 2000, 53-66.

GPF, Global Policy Forum (2004). <http://www.globalpolicy.org/globaliz/charts/mergetable.htm>, joulukuu 2004.

Hall, Pamela, L & Anderson, Dwight C. (1997). The Effect of Golden Parachutes on Shareholder Wealth and Takeover Probabilities, *Journal of Business Finance & Accounting*, April 1997, 445-463.

Harford, Jarrad (2003). Takeover Bids and Target Directors' Incentives: The Impact of a Bid on Directors' Wealth and Board Seats, *Journal of Financial Economics*, 69, 51-83.

Harrison, Joan (2000). M&A Timeline, *Mergers & Acquisitions: The Dealermaker's Journal*, Vol. 35, September 2000, 24-31.

Haspeslagh, P.C. & Jemison, D.B. (1991). *Managing Acquisitions – Creating Value Through Corporate Renewal*. New York: The Free Press.

Hendershott, Robert, J. (1996). Which Takeover Targets Overinvest?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 31, No 4, 563-580.

Jarrel, Gregg A. (1985). The Wealth Effects of Litigation By Targets: Do Interest Diverge in a Merge? *Journal of Law and Economics*, 28/1, April, 151-179.

Jarrel, P & Poulsen, A. (1989). The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: The Empirical Evidence Since 1980, *Journal of Economic Perspectives*, 2, 49-68.

Jensen, M. & Ruback, R. (1983). The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.

Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, *Corporate Finance and Takeovers*, *American Economic Review*, 76, 323-329.

Kale, Jayant R. & Kini, Omesh & Ryan, Harley E. (2003). Financial Advisors and Shareholder Wealth Gains in Corporate Takeovers, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 38, No 3.

Lepetit, Laetitia & Patry, Stéphanie & Rous, Philippe (2002). Diversification versus Specialisation: an Event Study of M&As in the European Banking Industry.

Liedtke, Michael (2004). Oracle, DOJ Lawyers Spar To The End, <http://www.databasepipeline.com/news/23904784>, helmikuu 2005.

Limmack, R. (1991). Corporate Mergers and Shareholder Wealth Effects, *Accounting and Business Research*, 21, 239-251.

Manninen, P. & Ylén, M. (2000) Tilastollisen päättelyn käytäntö: Tilastotiedettä soveltajille, Tampere: Tehokopiointi.

McCahery, Joseph A. & Renneboog, Luc & Ritter, Peer & Haller, Sascha (2003). The Economics of Proposed European Takeover Directive, CEPS Research Report in Finance and Banking, No. 32.

Moehrle, Stephen R. & Reynolds-Moehrle, Jennifer A. (2001). Say Good-bye to Pooling and Goodwill Amortization, *Journal of Accountancy Online Issues*, September 2001. www.aicpa.org/pubs/jofa/sept2001/moehrle.htm, maaliskuu 2005.

Newbold, P. (1995). *Statistics for Business and Economics*. Prentice Hall.

Niden, Cathy M. (1993). An empirical examination of white knight corporate takeovers: synergy and overbidding - *Mergers and Acquisitions, Financial Management*, Winter 1993, 28-45.

Niskanen, Jyrki & Niskanen, Mervi (2000). *Yritysrahoitus*, Edita Oy.

Nokian kotisivut (2005). <http://www.nokia.com/nokiahistory/>, helmikuu 2005.

Noronha, Gregory M. & Sen, Nilanjan (1995). Determinants of the Medium of Payment in Corporate Acquisitions, *Journal of Applied Business Research*, winter 1995, Vol. 11, 15-24.

Noronha, Gregory M. & Sen, Nilanjan & Smith, David M. (1996). Determinants of Bidder Competition in Corporate Takeovers, *Journal of Economics and Finance*, Fall 1996, Vol. 20, 39-46.

Oram, Julian (2003). *Standing Up to the Competition? The Future of European Mergers*. New Economics Foundation: Corporate Breakdown 5th edition.

Palepu, Krishna G. (1986). Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics* 8, 3-35.

Pearce, John A. & Robinson, Richard B. Jr. (2004). Hostile Takeover Defenses That Maximize Shareholder Wealth, *Business Horizons*, September-October 2004, 15-24.

Pellervon taloudellinen tutkimuslaitos (2003). www.pellervo.fi, joulukuu 2003.

Pitkämäki, S. (2005). http://www.arvopaperi.fi/doc/ID=porssikoulu_07, syyskuu 2005.

Pugh, William N. & Jahera, John S. Jr. & Oswald, Sharon (1999). ESOP's, Takeover Protection and Corporate Decision-Making, *Journal of Economics and Finance*, Vol. 23, No. 2, 170-185.

Renneboog, Luc & Goergen, Marc (2003). Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeovers, Working Paper ja *European Financial Management Journal*.

Schwert, G. W. (1996). Markup Pricing in Mergers and Acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 41, 153-192.

Scottish & Newcastle'n tilinpäätöstiedote (2002). <http://www.scottish-newcastle.com/sn/media/publications/annreports/annualrev02.pdf>, helmikuu 2005.

Sercu, P. & Van Hulle, C. (1995). On the Structure of Take-over Models, and Insider-Outsider Conflicts in Negotiated Take-overs, *Journal of Banking & Finance* 19, 11-44.

Shleifer, Andrei & Vishny, Robert (2003). Stock Market Driven Acquisitions, *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, December 2003, 295-311.

Soneran pörssitiedote 26.3.2002. <http://www.kauppalehti.fi/4/0x30/porssi/hex/porssitiedote.jsp?id=200203260041>, helmikuu 2005.

Sridharan, Uma V. & Reinganum, Marc R. (1995). Determinants of the choice of the hostile takeover mechanism: an empirical analysis of tender offers and proxy contests, *Financial Management*, Spring 1995, 57-68.

Sudarsanam, P. & Holl, P. & Salami, A. (1996). Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect of Synergy and Ownership Structure, *Journal of Business Finance and Accounting*, 23.

Sullivan, Michael J. & Jensen, Marlin R.H. & Hudson, Carl D. (1994). The role of medium of exchange in merger offers: examination of terminated merger proposals - Venture Capital Special Issue, *Financial Management*, Autumn 1994.

Trifts, Jack W. (1991). Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and the Effects of Leverage, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Summer 1991, v. 30, iss. 3, pp. 33-47.

Travlos, Nicholas G. (1987). Corporate Takeover Bids, Method of Payment and Bidding Firms' Stock Returns, *Journal of Finance*, Vol. 42, September 1987, 943-963.

Turk, Thomas A. (1992). Takeover resistance, information leakage, and target firm value, *Journal of Management*, September 1992.

UNCTAD 2000, United Nations Conference on Trade and Development (2000). *World Investment Report*, United Nations Publication, New York and Geneva.

Van Hulle, K. & Vermaelen, T. & de Wouters, G. (1991). Regulation, Taxes and the Market for Corporate Control in Belgium, *Journal of Banking and Finance*, 15, 1143-1170.

Violainen, Pekka (2003). Lunastus ajautuu melkein aina välimiesoikeuteen, Kauppalehti Saldo, 20.11.2003, 7.

Walker, Mark (2000). Corporate Takeovers, Strategic Objectives and Acquiring-Firm Shareholder Wealth, Financial Management, Spring 2000, 53-66.

LIITE: HELSINGIN PÖRSSILISTOILTA POISTUNEET YHTIÖT VUODESTA 1998

1998 Viimeinen noteeraus

PÄÄLISTA

Aamulehti-yhtymä Oy	31.3.1998
Interbank Osakepankki	31.7.1998
Neste Oyj	3.9.1998
Tamrock Oy	30.9.1998

I-LISTA

Alcom Oy	30.6.1998
HK Ruokatalo Oy	2.4.1998
Ingman Foods Oy Ab	21.8.1998
Keski-Suomen Puhelin Oyj	25.9.1998
Olvi Oyj	31.7.1998
Ponsse Oyj	22.5.1998
Rakentajain Konevuokraamo Oy	31.8.1998
Savon Sanomat Oy	11.9.1998
Talentum Oyj	30.11.1998
Tampereen Puhelin Oyj	16.3.1998

PRELISTA

Sonera-yhtymä Oyj	16.11.1998
-------------------	------------

1999

PÄÄLISTA

Arctos Capital Oyj	27.2.1999
Rauma Oyj	30.6.1999
Valmet Oyj	30.6.1999
Cultor Oyj	7.10.1999

I-LISTA

Valtameri Oyj	31.8.1999
Pohjolan Sanomat Oyj	23.12.1999

PRELISTA

Puhelinosuuskunta HPY	4.5.1999
-----------------------	----------

2000

PÄÄLISTA

Suunto Oyj	30.3.2000
Merita Oyj	12.4.2000
Starckjohann Oyj	28.4.2000
Helsingin Puhelin Oyj	30.6.2000
Länsivoima Oyj	29.9.2000
Oyj Ford Abp	11.10.2000
Finvest Oyj	31.10.2000

I-LISTA

Tilamarkkinat-Yhtiöt Oy	21.6.2000
Isko Oyj	24.8.2000
Kauppakaari Oyj	11.10.2000
PI-Consulting Oyj	14.12.2000
Saunatec Oyj	27.12.2000

PÄÄLISTA

Castrum Oyj	31.7.2001
Sanitec Oyj	1.11.2001
Mandatum Pankki Oyj	05.12.2001

I-LISTA

AS Eesti Ühispank	19.1.2001
Kontram-Yhtiöt Oyj	12.3.2001

NM-LISTA

Digital Open Network	28.9.2001
----------------------	-----------

PRE-LISTA

Vestcap Oyj	30.3.2001
eQ Holding Oyj	11.4.2001

2002**PÄÄLISTA**

Soon Communications Oyj	09.01.2002
Conventum Oyj	27.2.2002
Danisco A/S	27.3.2002
Partek Oyj Abp	18.1.2002
Oyj Hartwall Abp	19.12.2002

I-LISTA

Hansapank AS	21.02.2002
--------------	------------

NM-LISTA

Visma Software Oyj	27.09.2002
Biotie Therapies Oyj	30.10.2002

PRE-LISTA

Reach-U Holding Oyj	27.2.2002
---------------------	-----------

2003**PÄÄLISTA**

Silja Oyj Abp	24.01.2003
Rautakirja Oyj	28.02.2003
AvestaPolarit Oyj	14.03.2003
Sonera Oyj	21.03.2003
Metsä Tissue Oyj	19.06.2003

2004**PÄÄLISTA**

Eimo Oyj	22.01.2004
Instrumentarium Oyj	22.01.2004
Yrityspankki SKOP	01.03.2004
Janton Oyj	29.03.2004
WM-Data Novo Oyj	26.04.2004
Hackman Oyj Abp	10.05.2004
Tamro Oy	10.05.2004
Polar Kiinteistöt Oyj	24.06.2004

2005**PÄÄLISTA**

Chips Oyj	21.06.2005
-----------	------------