



Jussi Luukinen

**VIHAMIELISYYDEN HINTA: YRITYSVALTAUKSEN VIHAMIELISYYDEN
MUKANAAN TUOMAT LISÄKUSTANNUKSET**

Kandidaatintutkielma

Kauppätieteet

Huhtikuu 2023

SISÄLLYS

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | JOHDANTO | 3 |
| 2 | YRITYSTEN PÄÄTÖSVALLAN MARKKINAT JA VIHAMIELINEN YRITYSVALTAUS | 5 |
| 3 | YHTEISKUNNALLISET HYÖDYT JA KUSTANNUKSET | 8 |
| | 3.1 Hyödyt, eli miten vihamieliset yritysvaltauksset edistävät yhteiskunnallista hyvinvointia..... | 8 |
| | 3.2 Kustannukset, eli mitä ei-toivottuja yhteiskunnallisia seuraamuksia vihamielisillä yritysvaltauksilla voi olla | 9 |
| | 3.3 Sääntely ja yritysvaltauksilta suojautuminen | 10 |
| | 3.4 Empiriaa..... | 12 |
| | 3.5 Yhteiskunnallinen kokonaisuhyöty..... | 14 |
| 4 | LIIKETALOUDELLISET KUSTANNUKSET | 18 |
| | 4.1 Ostopremio..... | 19 |
| | 4.2 Varallisuusvaikutukset | 20 |
| | 4.3 Neuvonantajapalveluiden käyttö | 21 |
| | 4.4 Tarjouksen epäonnistumisen todennäköisyys | 24 |
| | 4.5 Vaikuttamisen ja kampanjoinnin kustannukset | 24 |
| | 4.6 Uudelleenjärjestelykustannukset..... | 26 |
| 5 | YHTEENVETO JA POHDINTAA | 27 |
| 6 | LÄHTEET | 29 |

1 JOHDANTO

Niin julkisessa arvopaperimarkkinoita koskevassa keskustelussa kuin kauppatieteellisissä opinnoissakin törmää usein toteamukseen, että valtaosa fuusio- ja yritysostotilanteista (engl. Mergers and Acquisitions, M&A) epäonnistuu luomaan arvoa ostavan yrityksen osakkeenomistajille. Ajankohtaisena esimerkkinä omistaja-arvoa tuhonneista yritysostoista voidaan mainita esimerkiksi valtion enemmistöomistaman Fortumin toteuttama vihamielinen yritysvaltaus, jossa Fortum osti äänienemmistön saksalaisesta energiayhtiö Uniperista yhtiön johdon raivokkaasta vastustuksesta huolimatta. Uniper-tapausta käsitelleessä mediakeskustelussa kriitikot nostivat tarkasteluun muun muassa kaupan vihamielisyydestä johtuvan sisäpiiritiedon puutteen, joka johti virhearvioihin yhtiön taloudellisesta tilasta ja sen liiketoiminnan riskeistä (Kupila, 2022; Kärki, 2022). Intuitiivisestikin voisi ajatella, että sisäpiiritiedon puutteen (ts. epäsymmetrisen informaation) takia vihamielinen yritysvaltaus voisi tyypillisesti olla sekä kalliimpi että riskipitoisempi transaktio kuin ystävällismielinen yritysosto.

Jos enemmistö fuusioista ja yritysostoista joka tapauksessa epäonnistuu tavoitteissaan, suurempien kustannusten ja informaation epäsymmetrisyydestä johtuvien virhearvioiden vuoksi vihamielisten yritysvaltausten voisi ajatella epäonnistuvan vielä tätäkin useammin. Mikä siis ajaa vihamielisiä yritysvaltauksia, jos kerran onnistumisen todennäköisyys on olennaisesti pienempi? Tutkielmaa on motivoinut ennen kaikkea pyrkimys kerätä ja ymmärtää niitä liiketaloudellisia kustannuksia, joita erityisesti yritysvaltausten vihamielisyyteen liittyy. Tutkielman tavoite on tuottaa tieteelliseen tutkimukseen pohjautuvaa tietoa erilaisten skenaarioiden arvioimiseksi ja strategisen päätöksenteon tueksi.

Ymmärtääkseen vihamielisen transaktion kustannuksia ja kustannusten alkuperää, täytyy ensin tarkastella yritysvaltauksien roolia kansantaloudessa ja niiden luomia yhteiskunnallisia hyötyjä ja haittoja. Transaktiokustannukset eivät synny tyhjiössä, vaan ne ovat seurausta siitä toimintaympäristöstä ja lainsäädännöllisestä kehikosta, josta markkina yritysten päätösvallalle (engl. market for corporate control) muodostuu. Tutkielmassa havaitaan, että tämän markkinan dynamiikkaa ohjaileva sääntely on

herkkää tasapainoilua yritysvaltausten yhteiskunnalle tuottamien etujen ja niihin väistämättä liittyvien negatiivisten lieveilmiöiden välillä.

Tutkielma toteutetaan kirjallisuuskatsauksena. Tutkimuskirjallisuudessa, varsinkin teoreettisen tutkimuksen osalta, korostuu erityisesti yhdysvaltalainen, 1970- ja 1980-luvuilta peräisin oleva aineisto. 1980-luvun Yhdysvaltojen yrityskaupparakkinoita leimasivat nimenomaan runsas vihamielisten yritysvaltausten määrä, toimijoiden ryhdyttyä vapaamielisemmän kilpailulainsäädännön ja uusien rahoitusinstrumenttien rohkaisemana purkamaan aiemmillä vuosikymmenillä rakennettuja konglomeraatteja (DePamphilis, 2014, s. 19). Viitatuimman tutkimuskirjallisuuden (esimerkiksi (Easterbrook & Fischel, 1981; Jensen & Ruback, 1983; Manne, 1965) kohdalla korostuu niin kutsutun Chicagon koulukunnan liberalistinen, sääntelyyn kriittisesti suhtautuva näkökulma (Herman & Lowenstein, 1988, ss. 213–218).

Tutkielma etenee seuraavasti: luvussa 2 määritellään mitä yritysvaltaukset ovat, mitä yritysvaltauksen vihamielisyys tarkoittaa, ja mikä niitä motivoi. Luvussa 3 tarkastellaan yritysvaltausten yhteiskunnallista roolia ja käydään läpi argumentteja valtausten puolesta ja niitä vastaan. Luvussa tarkastellaan myös yritysvaltauksille keskeistä lainsäädäntöä, sekä sääntelyn ja valtausyrityksiltä puolustautumisen vaikutusta vihamielisten valtausyritysten transaktiokustannuksiin. Lisäksi käydään läpi empiirisiä havaintoja lisääntyneiden transaktiokustannusten vaikutuksesta yritysten päätösvallan markkinoiden dynaamisuuteen, sekä pohditaan näiden vaikutusten yhteiskunnallisia ulottuvuuksia. Luvussa 4 eritellään yleisimmät, erityisesti vihamielisissä yritysvaltauksissa esiintyvät lisäkustannukset tarkemmin, ja käsitellään empiirisiä havaintoja kustannuksiin vaikuttavien ilmiöiden yleisyydestä ja mittakaavasta. Lopulta luvussa 5 tehdään lyhyt yhteenveto löydöksistä.

2 YRITYSTEN PÄÄTÖSVALLAN MARKKINAT JA VIHAMIELINEN YRITYSVALTAUS

Yrityksen päätösvaltaa (engl. corporate control) voi tarkastella arvokkaana resurssina, jolle on olemassa omat aktiiviset markkinansa. Näiden markkinoiden toiminta pohjautuu yrityksen johdon tehokkuuden ja yrityksen osakkeen arvon välillä oletettavasti vallitsevaan korrelaatioon. Tehottoman nykyjohdon aikaansaama osakkeen alhainen arvostus houkuttelee paikalle tahoja, jotka näkevät tilanteessa mahdollisuuden tehdä voittoa ostamalla osakkeet, vaihtamalla johto, ja hyötymällä tästä seuraavasta arvonnoususta. (Manne, 1965.) Smileyn (1976) epäyhtälö kuvaa yritysvaltaajan taloudellisen kannustimen matemaattisesti. Yhtälössä (1) P_m on yrityksen nykyinen markkina-arvo, P_p on yrityksen potentiaalinen markkina-arvo (osaavamman johdon alaisuudessa) ja TC edustaa johdon vaihtamisesta aiheutuvia transaktiokustannuksia. Mikäli nykyjohto on jo omistaja-arvoa maksimoiva, silloin $P_m = P_p$. Mutta jos

$$P_m < P_p - TC, \quad (1)$$

yrityksellä on piilevää arvoa, joka on kannattavasti vapautettavissa vaihtamalla nykyinen johto uuteen ja kyvykkäämpään. (Smiley, 1976.) Tämänkaltaiset tilaisuudet muodostavat yritysten päätösvaltan markkinan (engl. market for corporate control). Yrityksen osakkeiden vapaa vaihdettavuus mahdollisimman matalin transaktiokustannuksin on yritysten päätösvaltan markkinoiden elinehto. Vapaan vaihdettavuuden ja matalien transaktiokustannusten oloissa ostajan on mahdollista ohittaa nykyiset sisäpiiriläiset kokonaan ja hankkia kohdeyrityksen päätösvalta suoraan osakkeenomistajilta, ilman nykyjohdon tai hallituksen suostumusta. (Jensen & Ruback, 1983.)

Nykyisen markkina-arvon ja potentiaalisen markkina-arvon eroa selittävät osaltaan agenttikustannukset (engl. agency costs) (Easterbrook & Fischel, 1981; Jensen, 1986). Adam Smith kuvaili osakeyhtiön agenttikustannuksia jo 1700-luvulla:

”Mutta koska sellaisten yhtiöiden johtajat käyttävät omien rahojensa sijasta muiden ihmisten rahoja, lienee turha kuvitella, että he seuraisivat niiden käyttöä

yhtä valppaina ja huolellisesti kuin yksityiset liikekumppanit monasti pitävät silmällä omia rahojaan. [...] Näin ollen sellaisten yhtiöiden johdossa vallitsevat aina jossakin määrin leväperäisyys ja tuhlaavaisuus.” (Smith 1776, 2015, s. 736)

Agenttikustannukset voivat usein jäädä nykyisiltä osakkeenomistajilta huomaamatta. Tyypillinen vähemmistöosakkeenomistaja on passiivinen muun muassa johdon valvontaan liittyvän vapaamatkustajaongelman vuoksi: koska valvonta tuottaa kustannuksia, mutta yksittäisen pienomistaja ei voi saada kuin murto-osan valvonnan tuottamista mahdollisista hyödyistä, valvonnan laiminlyönti tulee hänelle edullisemmaksi. Valvonnan sijasta hän voi aina myydä omistuksensa, jos ei ole siihen tyytyväinen. (Easterbrook & Fischel, 1981.) Blackin (1989) mukaan edes hallitus ei tyypillisesti valvo yritysten johtoa riittävällä tarkkuudella, vaan tyytyy lähinnä korvaamaan toimitusjohtajan uudella, jos yrityksen tilanne jatkuu riittävän huonona riittävän pitkään.

Vallan voi vaihtaa yrityksessä Mannen (1965) mukaan kolmella tavalla: fuusioitumalla, järjestämällä valtakirjataistelu, tai ostamalla yrityksen äänivallan enemmistö suoraan osakkeenomistajilta. Fuusion toimeenpano vaatii useimmiten molempien yritysten nykyjohdon ja hallituksen hyväksynnän, sekä usein – yhtiöjärjestyksen säännöksistä riippuen – äänten määräenemmistön yhtiökokouksessa (Manne, 1965). Tästä johtuen fuusiot määritellään käytännössä aina ystävällismielisiksi tapahtumiksi. Valtakirjataistelu puolestaan ei itsessään takaa päätösvallan siirtymistä yhtiössä, mutta sitä voidaan käyttää välineenä vihamielisessä yritysvaltausprosessissa (DePamphilis, 2014, s. 99). Valtakirjataistelua käsitellään tarkemmin tutkielman alaluvussa 4.5. Fuusioiden tai valtakirjataistelujen sijasta tutkielmassa keskitytään pääasiassa ostotarjouksiin (engl. tender offer), joilla pyritään vaihtamaan päätösvalta kohdeyrityksessä. Kohdeyrityksen nykyjohdon ja hallituksen vastustamaa ostotarjousta kutsutaan vihamieliseksi ostotarjoukseksi. Vihamielinen ostotarjous muuttuu vihamieliseksi yritysvaltaukseksi, jos yrityksen päätösvallan vaihtamisessa (ts. riittävän osake-enemmistön hankkimisessa) onnistutaan kohdeyrityksen nykyjohdon vastustuksesta huolimatta. (mt., s. 100.) Tutkielmassa noudatetaan Mannen esittämää ajatusta, jonka mukaan onnistuneen ostotarjouksen jälkeen toteutuvaa fuusiota ei pidetä tässä kontekstissa fuusiona, vaan kyse on yritysvaltauksesta, jossa päätösvalta on siirtynyt uusille omistajille.

Ostotarjouksen vastustamisen motiivina on usein intressiristiriita ostajan ja kohdeyrityksen sidosryhmien välillä. Ostajan näkökulmasta vihamielinen tarjous voi tulla tarpeeseen, jos todennäköisyys neuvoteltuun lopputulokseen pääsemisestä nykyjohton kanssa on pieni. Vihamielisen tarjouksen julkistamisella voidaan lisätä painetta kohdeyrityksen johtoa kohtaan tekemällä osakkeenomistajista suora neuvotteluosapuoli, ja saattamalla kaupankäyntiprosessi julkisen tarkastelun kohteeksi. Vihamieliseen lähestymistapaan liittyy kuitenkin jonkinasteinen maineriski, ja mahdollisesti tästä syystä julkisesti noteeratut ostajayritykset ovat yksityisiä toimijoita haluttomampia osallistumaan vihamieliseen valtausyritykseen. (Schwert, 2000.) Sama koskee ensiluokkaisia (engl. first-tier) investointipankkeja (Servaes & Zenner, 1996, s. 807) ja huipputason lakitoimistoja (Krishnan & Masulis, 2013, s. 199). Myös DePamphilis (2014, s. 26) toteaa ostajajen suosivat ystävällismielisiä kauppvoja sujuvamman integraatioprosessin ja vähäisemmän työntekijäkadon vuoksi. Vihamielisten yritysvaltausten osuus kaikkien toteutuneiden yrityskauppojen ja fuusioiden arvosta onkin lopulta vain 5 %.

Useimpia ostotarjouksen julkistamisia edeltävät salassa käydyt neuvottelut ostajatahon ja kohdeyrityksen edustajien välillä. Kaupankäynti muuttuu suuren yleisön silmissä vihamieliseksi vasta kun ostotarjous ja kohdeyrityksen johdon kannanotto siihen julkistetaan. Yksityisesti käydyt neuvottelut ovat kuitenkin alun perin voineet olla hengeltään joko ystävällismielisiä tai vihamielisiä, ja lisäksi osapuolten kanta toistensa vaatimuksiin on voinut elää neuvottelujen edetessä. (Schwert, 2000.) Lisäksi, kuten Bhagat ym. (1990) huomauttavat, myös lopulta ystävällismielisiksi luokiteltujen neuvottelujen ”vapaaehtoisuus” voi olla varsin näennäistä. Tutkiessaan neljää erilaista määritelmää vihamielisyydelle Schwert (2000) on havainnut, että erilaiset määritelmät kyllä korreloivat keskenään, mutta yllättävän epätäydellisesti: määritelmästä riippuen vihamielisiksi luettiin 7,4 % – 44,5 % kaikista vuosien 1975 ja 1996 välillä esitetyistä julkisista ostotarjouksista. Vihamielisyyden määritelmään vaikuttaisi sisältyvän huomattavaa tulkinnanvaraisuutta. Schwert myös huomauttaa, että suuressa osassa tutkimuskirjallisuutta käytettyä vihamielisyyden määritelmää ei ole läpinäkyvästi esitetty.

3 YHTEISKUNNALLISET HYÖDYT JA KUSTANNUKSET

3.1 Hyödyt, eli miten vihamieliset yritysvaltaukset edistävät yhteiskunnallista hyvinvointia

Yritysjohdon tehokkuudelle ei ole olemassa standardisoituja ja sitovia mittareita. Oikeuslaitokset eivät käytännössä suostu ottamaan kantaa yritysjohton vilpittömässä mielessä tekemiin liiketaloudellisiin päätöksiin, vaikka ne olisivatkin omistaja-arvoa tuhoavia. (Easterbrook & Fischel, 1981; Manne, 1965.) Mahdollisuus käydä kauppaa yritysten päätösvallalla nykyjohton kannasta välittämättä tarjoaa tällöin vähemmistöomistajille suojaa, koska yritysvaltauksen mahdollisuus rajoittaa yritysjohton mahdollisuuksia poiketa osakkeenomistajien edusta (Jensen & Ruback, 1983). Edistyneet pääomamarkkinat toimivat tällöin yritysjohtajien valvonta- ja kurinpitomekanismina (Atanassov, 2013): uhkaamalla korvata alisuoriutuvat toimijat uusilla, ne luovat yritysjohtajille voimakkaan tehottomuutta ennaltaehkäisevän kannustimen (Easterbrook & Fischel, 1981). Mannen (1965) mukaan vihamielisten yritysvaltauksien voi jopa väittää ennaltaehkäisevän konkurssreja.

Kyse ei kuitenkaan aina ole yritysjohton ammattitaidottomuudesta. Teknologinen kehitys ja muuttuvat markkinaolosuhteet voivat luoda nopeita muutostarpeita organisaatioiden strategioille ja niiden tavoille omistaa ja hyödyntää omia resurssejaan. Mikäli yrityksen sisäiset sopeutustoimenpiteet osoittautuvat jostain syystä liian hitaiksi tai muutoin tehottomiksi, yritysten päätösvallan markkinat mahdollistavat tilanteeseen puuttumisen organisaation ulkopuolelta. Ulkopuolinen valtaaja voi toimeenpanna lisäarvoa tai tehokkuushyötyjä luovan muutoksen organisaation sisäisestä vastustuksesta huolimatta. (Jensen, 1986.)

Yritysvaltauksien puolustajien mukaan valtauksien hyödyt syntyvät ennen kaikkea synergioista ja tehokkuuden parantumisesta. Synergioita voi syntyä esimerkiksi skaalaeduista, ostajayrityksen johdon tietotaidon hyödyntämisestä tai tehokkaamman tuotantoteknologian käyttöönotosta (Bradley ym., 1983). Jensen ja Ruback (1983) määrittelevät synergian potentiaalisiksi säästöiksi tuotanto- ja jakelukustannuksissa. Synergian voi hahmottaa myös kohdeyrityksen hallussa olevien resurssien ja yritteliään ostajatahon luoman uuden tiedon yhdistelmänä. Yritysvaltaus voi tällöin

toimia välineenä, joka tarjoaa uuden tiedon luojille mahdollisuuden hyötyä innovaatioistaan. (Jarrell & Bradley, 1980) Easterbrookin ja Fischelin (1981) mukaan synergioita luovissa yritysvaltauksissa kaikki voittavat: nykyiset osakkeenomistajat saavat preemion omistuksensa luovuttaessaan, uudet omistajat saavat yhtiön potentiaalisen arvon ja siitä maksetun hinnan välisen erotuksen, ja jäljelle mahdollisesti jääneet vähemmistöomistajat hyötyvät vanhan omistuksensa markkina-arvon noususta.

3.2 Kustannukset, eli mitä ei-toivottuja yhteiskunnallisia seuraamuksia vihamielisillä yritysvaltauksilla voi olla

Eräät tutkijat ovat kyseenalaistaneet vihamielisistä yritysvaltauksista syntyvien synergia- ja tehokkuushyötyjen mittakaavan. Osan yritysvaltauksen tuotoista on epäilty syntyvän varallisuuden siirroista (engl. wealth transfer) muilta sidosryhmiltä: esimerkiksi valtiolta (mikäli verosuunnittelu on merkittävä motiivi kaupalle), asiakkailta (jotka voivat kärsiä vähenevästä kilpailusta ja monopolihinnoittelusta) tai työntekijöiltä (mikäli kauppa johtaa laajoihin irtisanomisiin tai palkanalennuksiin). Pelkkää osakkeiden arvonnousua voidaan pitää riittämättömänä yhteiskunnallisen kokonaisuhyödyn mittarina. (Black, 1989; Shleifer & Summers, 1987.)

Shleifer ja Summers (1987) nostavat esille myös vihamielisten yritysvaltausten mahdollisesti aiheuttamat tehokkuustappiot. Yritystä voidaan tarkastella lukuisten pitkäaikaisten, osittain implisiittisten sopimusten verkostona (engl. nexus of contracts). Vallatun yrityksen toimintojen uudelleenjärjestelyyn liittyy usein aiemman johdon alaisuudessa solmittujen sopimusten (esimerkiksi työ-, tavarantoimitus- tai yhteistyösopimusten) irtisanomisia tai uudelleenneuvotteluja. Pitkäaikaiseen sopimiseen tarvitaan luottamusta tietynasteiseen jatkuvuuteen, koska niihin sisältyy usein merkittäviä investointeja (esimerkiksi alihankkijan panostuksia kalustoon tai erityisosaamiseen). Mikäli yritysvaltauksien nähdään vahvistavan epäilyjä oman edun tavoittelusta sopimuskumppaneiden kustannuksella, valtaukset voivat murentaa yritysten keskinäistä luottamusta laajemminkin. Tämä voi aiheuttaa, paitsi merkittävästi lisääntyviä sopimuskustannuksia (koska implisiittiset odotukset joudutaan tällöin aina kirjoittamaan eksplisiittisiksi sopimusehdoiksi), pahimmillaan osapuolten pidättäytymistä molempia hyödyttävästä kaupankäynnistä. (Shleifer &

Summers, 1987.) Nakertamalla luottamusta pitkäaikaisten sitoumusten tuomiin hyötyihin, yritysvaltauksen uhka voi myös ohjata yritysjohtajia investoimaan lyhytjännitteisemmin, ja mahdollisesti laiminlyömään pitkäjänteisemmän innovaatio- ja tuotekehitystoiminnan (Atanassov, 2013; Eckbo, 2013).

Vihamieliset yritysvaltauksset voivat lisäksi aiheuttaa negatiivisia ulkoisvaikutuksia, jotka voivat jäädä huomioimatta niiden ongelmallisen mitattavuuden vuoksi. Tällaisia ulkoisvaikutuksia voivat olla esimerkiksi suljetun tuotantoyksikön läheisen asuntomarkkinan romahtaminen, alihankkijoiden konkurssit, tai irtisanottujen työntekijöiden uudelleentyöllistyminen aiempaa matalamman palkkatason työtehtäviin laajassa mittakaavassa. (Shleifer & Summers, 1987.)

3.3 Sääntely ja yritysvaltauksilta suojautuminen

Ostajien mahdollisuudet ajaa haluamiaan yrityskauppoja läpi, tarvittaessa vaikka vihamielisesti, riippuvat hyvin pitkälle lainsäädännöstä (Cain ym., 2017). Yhdysvalloissa vanhin käytössä oleva käteisostotarjouksia säätelevä laki on liittovaltiotason Williamsin laki (engl. Williams Act), jonka pyrkimyksenä on ollut parantaa tiedonsaantia, rajoittaa petoksia, sekä suojella kohdeyrityksen osakkeenomistajia (Jarrell & Bradley, 1980).

Williamsin laki velvoittaa ostajayrityksen antamaan yksityiskohtaista tietoa ostotarjouksen rahoituksesta sekä kohdeyrityksen operatiiviseen toimintaan tehtävistä muutoksista. Ostotarjouksen tulee olla voimassa säädetyн vähimmäisajan (10 päivää). Mikäli osakkeista tarjottava hinta nousee tarjousprosessin aikana, jo aiemman tarjouksen hyväksyneillä myyjillä on myös oikeus kohonneeseen hintaan. Lakiin sisältyvä liputusvelvollisuus vaikeuttaa olennaisesti suuren jalansijaposition (engl. toehold), eli ostotarjousta edeltävän omistusosuuden rakentamista salaa muilta osakkeenomistajilta. (Bradley ym., 1988.) Williamsin lain tarkoituksena on luoda markkinoille olosuhteet, jotka houkuttelevat tilanteeseen maksimaaliseen arvonluontiin kykeneviä ostajaehdokkaita, sekä tarjota kohdeyrityksen osakkeenomistajille riittävästi tietoa ja miettimisaikaa valvutuneen päätöksen tekemiseksi (Jarrell & Bradley, 1980). Euroopassa vastaavanlainen sääntely toteutuu

direktiivin 2004/109/EC (The Transparency Directive, jatkossa TPD) kautta (Bonetti ym., 2020).

Yhdysvaltojen eri osavaltioilla on lisäksi omia osavaltiotasoisia lakejaan, joilla muun muassa hidastetaan merkittävästi omistussuuden muutoksen jälkeisiä yritysjärjestelyjä (Business Combination -lait), taataan ennen julkista ostotarjousta osakkeitaan myyneille ostotarjouksen mukainen hinta (Fair Price -lait), tai asetetaan tuoreen suuromistajan äänestysoikeus muiden osakkeenomistajien päätöksen alaiseksi (Control Share Acquisition -lait) (Atanassov, 2013). Osavaltiotason lainsäädäntö sallii myös yrityksille itselleen erilaisten puolustustaktiikoiden käytön. Erilaisilla puolustustaktiikoilla voidaan vaikeuttaa tai hidastaa ei-toivotun valtaajan etenemistä pyrkimyksissään, tai jopa torjua valtausyrityksiä kokonaan. Yritys voi esimerkiksi muuttaa yhtiöjärjestystään kireämmäksi, edellyttämällä vaikkapa määränemmistöä ostotarjouksia koskevassa päätöksenteossa, tai määräämällä hallituksen viivästetystä valintamenettelystä (engl. staggered board). Yrityksen nykyjohto voi käynnistää ostotarjousta vastustavan vaikuttamiskampanjan, haastaa ostajayrityksen oikeuteen tai ostaa ostajatahon jo omistamat osakkeet takaisin huomattavalla preemiolla. (Jensen & Ruback, 1983.) Yritys voi myös yrittää tehdä itsestään vähemmän halutun lisäämällä velan määrää ja muuttamalla tällä tavoin pääomarakennettaan (Schwert, 2000).

Yritysten käyttämät puolustustaktiikat voidaan jakaa kolmeen pääasialliseen ryhmään (Hirshleifer & Titman, 1990):

1. Puolustustaktiikat, jotka aiheuttavat valtaajalle kustannuksia yritysvaltauksen toteutuessa
2. Puolustustaktiikat, jotka aiheuttavat valtaajalle kustannuksia ennen kuin valtausyrityksen lopputulema on tiedossa
3. Puolustustaktiikat, jotka pyrkivät estämään valtausyrityksen toteutumisen kokonaan

Käytännössä kaikkien erilaisten puolustustaktiikoiden tavoite on sama: joko painostaa ostajaehdokasta nostamaan tarjoustaan (DePamphilis, 2014, s. 108), tai hidastaa ei-toivotun ostajaehdokkaan etenemistä siinä toivossa, että nykyjohton mielestä

soveliaampi ostajaehdokka (ns. valkoinen ritari, engl. white knight) ottaisi osaa tarjouskilpailuun.

Yksi Williamsin lain kaltaista lainsäädäntöä motivoinut näkemys on ollut pelko yrityksiin kohdistuvista ryöstöistä (engl. raid), joissa alihintaan vallatun yrityksen resurssit joko likvidoidaan välittömästi tai siirretään ostajalle ilman asianmukaista korvausta vähemmistöomistajille (Jarrell & Bradley, 1980). Bradley ym. (1988) ovat osoittaneet miten ostajan on mahdollista hyödyntää atomististen osakkeenomistajien kyvyttömyyttä toimia kollektiivisesti ja ajaa läpi ostotarjous, jolla yrityksen osakkeet ostetaan niiden todellista arvoa alemmalla kauppahinnalla. Kohdeyrityksen johdon ostajatahoa vastaan nostamat oikeusjutut ovat Jarrellin (1985) mukaan tehokkain saatavilla oleva keino tällaisen vangin dilemman (engl. prisoner's dilemma) ratkaisemiseksi kohdeyrityksen osakkeenomistajille mahdollisimman edullisella tavalla. Sekä Bradley ym. (1988) että Hirshleifer ja Titman (1990) ovat osoittaneet, että kohdatessaan vastarintaa, suurimpiin parannuksiin kykenevät ostajat ovat tarjouksen läpimenon varmistukseen valmiita maksamaan korkeampia preemioita.

Fuusiot ja yrityskaupat kiinnittävät usein luonnollisesti myös kilpailuviranomaisten huomion. Yhteiskunta valvoo ja sääntelee markkinoiden toimintaa ehkäistäkseen hyvinvointitappioita aiheuttavia monopoleja (DePamphilis, 2014, s. 61). Monopoli on arveltu olevan yksi synergiaetujen lähde (Jarrell & Bradley, 1980). Bhagat ym. (1990) väittävät konsolidaatiopyrkimysten olevan jopa vihamielisten yritysvaltausten keskeisin ajuri. Heidän väitteensä voi tosin osaksi selittyä heidän tarkastelemallaan ajanjaksolla 1984–1986: monialayhtiöiden valtaaminen, osiin pilkkominen ja edelleen myyminen strategisille ostajille oli leimallista nimenomaan 1980-luvun yritysjärjestelyille (DePamphilis, 2014, s. 19).

3.4 Empiriaa

Jensenin ja Rubackin (1983) havainnoimat ostaja- ja kohdeyrityksien osakkeiden arvonnousut viittaavat siihen, että yritysvaltaukset todella luovat synergioita. Arvonnousu on pysyvää vain kaupan toteutuessa ja päätösvallan lopullisesti siirtyessä (Bradley ym., 1983). Toteutunut ostotarjous lisää ostajan ja kohdeyrityksen yhteenlaskettua arvoa keskimäärin 7,4 % (Bradley ym., 1988). On tosin huomattava,

että ostajayritysten osakkeiden hintoihin vaikuttaisi systemaattisesti kohdistuvan laskupaineita noin vuoden sisällä ostotapahtumasta, indikoiden mahdollisesti synergiaetujen yliarviointia (Jensen & Ruback, 1983).

Bhagat ym. (1990) päättelevät yritysvaltausten tuottojen koostuvan sekä tehokkuuden paranemisesta että varallisuuden siirroista muilta sidosryhmiltä. He havainnoivat maksetusta preemiosta noin 10–20 % selittyvän valtausta seuraavista irtisanomisista saatavilla kustannussäästöillä, ja toisen, samansuuruisen osan selittyvän kaupasta saatavilla veroeduilla. Arviointia vaikeuttaa se, että niin arvoketjujen tehostamisessa, työvoimaan ja investointeihin kohdistuvissa leikkauksissa, kuin divestoinneissakin on elementtejä sekä tehokkuushyödyistä että varallisuuden siirroista. Irtisanomisten osalta Bhagat ym. toteavat, että vaikka paikallisella tasolla irtisanomiset voivat näyttäytyä suurina (keskimäärin 500 henkilöä yritysvaltausta kohden), yritysvaltausten vaikutus työttömyyteen kansantalouden mittakaavassa on lähes olematon. Mielenkiintoisesti, valtausyrityksen torjuneet ja itsenäisyytensä säilyttäneet yritykset leikkaavat henkilöstöstään vielä valtaajiakin aggressiivisemmin, oletettavasti koska organisaation taloudellinen tilanne jatkuu vaikeana. (Bhagat ym., 1990.)

Nykyjohdon vastustus ostotarjousta kohtaan vaikuttaisi hyödyttävän kohdeyrityksen osakkeenomistajia keskimäärin (Jarrell, 1985; Jensen & Ruback, 1983). Williamsin lain tultua voimaan keskimääräisen julkisen käteisostotarjouksen preemio nousi 32 prosentista 53 prosenttiin. Tämän jälkeen voimaan tullut osavaltiokohtainen sääntely nosti keskimääräistä preemiotasoa vielä 73 prosenttiin asti. (Jarrell & Bradley, 1980.) Bradley (1980) on osoittanut, että ostotarjouksesta ja todelliseen arvoon nähden riittämättömästä preemiosta kieltäytyminen voi olla voittoa maksimoiva toimenpide. On kuitenkin huomattava, että vaikka johdon vastustus vaikuttaisi tyypillisesti johtavan yritysvaltaustilanteissa korkeampiin preemioihin, johdon linnoittautumisen (engl. managerial entrenchment) mahdollistavan sääntelyn on kuitenkin havaittu alentavan yritysarvoa (Atanassov, 2013; Cain ym., 2017). Koska yritysarvon lasku osuu *kaikkiin* yrityksiin, mutta korkeammat preemiot hyödyttävät vain toteutuneiden yrityskauppojen kohteita, Cain ym. (2017) arvioivat sääntelyn kokonaisvaikutuksen muodostuvan negatiiviseksi.

Tutkimus ja tuotekehitysinvestointien osalta Atanassov (2013) on havainnut, että yritykset, jotka on rekisteröity tiukemman sääntelyn alaisiin osavaltioihin, tuottavat verrokkeihinsa nähden vähemmän merkittäviä innovaatioita. Suuren osakeblokin omistajan (engl. blockholder) läsnäolo voi osittain lieventää kireän sääntelyn negatiivisia vaikutuksia, koska tällainen blokinhaltija voi äänivallallaan tarvittaessa mahdollistaa alisuoriutuvan johdon vaihtamisen. Lieventävä vaikutus ei kuitenkaan ole täydellinen. (Atanassov, 2013.)

Jarrell ja Bradley (1980) ovat havainneet osavaltiokohtaisen sääntelyn käyttöönoton vähentäneen toteutuneiden yritysvaltausten määrää. Vastustuksen vuoksi kaatuneet valtausyritykset ja niissä maksamatta jääneet premiot edustavat mahdollisesti menetettyjä yhteiskunnallisia hyötyjä (Easterbrook & Fischel, 1981; Jarrell & Bradley, 1980). Bonetti ym. (2020) ovat havainneet saman yritysvaltausaktiivisuuden vähenemisen Euroopassa TPD-direktiivin tultua voimaan. He tosin huomauttavat, että pelkästä yritysvaltausten absoluuttisen määrän laskusta ei voi vielä tehdä johtopäätöksiä siitä, onko lisääntynyt sääntely yhteiskunnallisen edun kannalta haitallista vai ei. Cain ym. (2017) havaitsevat vihamielisten yritysvaltausten osuuden kaikkien fuusioiden ja yritysostojen lukumäärästä laskeneen Williamsin lakia edeltäneen vuoden 1967 huipputasosta (40 %) vain 8,6 prosenttiin vuonna 2014.

3.5 Yhteiskunnallinen kokonaishyöty

Lainsäädäntöä ja sääntelyä on kritisoitu siitä, että se antaa kohdeyrityksen nykyjohdolle mahdollisuuden asemoitua puolustustaisteluun (Easterbrook & Fischel, 1981; Jarrell & Bradley, 1980). Vihamielisten yritysvaltausten kohteet ovat Schwertin (2000) mukaan tyypillisesti matalan liikevaihdon kasvun suuryrityksiä, joiden laajalle hajautunut omistus antaa nykyjohdolle mahdollisuuden tehdä omia henkilökohtaisia etujaan ajavia – ja samalla omistaja-arvoa tuhoavia – toimenpiteitä. Lisäksi Easterbrook ja Fischel (1981) huomauttavat, että mikäli liian aggressiivinen puolustautuminen johtaa omistajanvaihdoksen peruuntumiseen, nykyisten omistajien mahdollisuus saada hyvitystä menetetyistä mahdollisuudestaan oikeusteitse on olematon.

Toisaalta Jensenin ja Rubackin (1983) mukaan atomististen vähemmistöomistajien voiton maksimointiin pyrkivä päätöksenteko voi johtaa ei-toivottuun lopputulokseen, jossa ostajataho vie suuren osan voitoista. Ostotarjouksia koskeva sääntely tai yhtiöjärjestykseen kirjatut puolustuskeinot voivat parantaa kohdeyhtiön osakkeenomistajien asemaa edellyttämällä tarjouksen hyväksymiseksi koordinoitumpaa päätöksentekoa ja parantamalla kohdeyrityksen johdon neuvotteluasemaa. Samalla on kuitenkin huomattava, että vähentäessään yritysvaltausten (ts. maksettavien preemioiden) todennäköisyyttä, puolustustaktiikat voivat vaikuttaa osakkeenomistajien varallisuuteen myös negatiivisesti. Johdon vastustus on osakkeenomistajien edun mukaista vain, jos se johtaa korkeampaan ostohintaan tai muutoin lisää yrityksen arvoa. (Jarrell, 1985; Jensen & Ruback, 1983.) Jotkut näkevät myös onnistuneeseen huutokauppaan johtaneen puolustautumisen hukkaavan yhteiskunnallisia resursseja. Yhteiskunnallinen hyötyhän ei kasva, mikäli premion suurentuminen johtuu ainoastaan varallisuuden siirroista suurempien synergioiden sijasta. Tällöin tullaan kasvattaneeksi ainoastaan kaupan transaktiokustannuksia. (Easterbrook & Fischel, 1981; Jarrell, 1985.)

Williamsin lain tarkoituksena on ollut torjua epäsymmetrisen tiedon hyödyntämiseen perustuvia, kohdeyrityksen osakkeenomistajille epäedullisia yritysvaltauksia. Samalla pyrkimyksenä on kuitenkin ollut mahdollistaa sellaiset yritysvaltaukset, jotka luovat arvoa. (Jarrell & Bradley, 1980.) Laajemman yhteiskunnan ja kohdeyhtiön osakkeenomistajien välillä voi kuitenkin esiintyä eturistiriitoja yritysvaltausten optimaalisen kannattavuuden suhteen. Jos arvoa luovia yritysvaltauksia ylipäättään halutaan tapahtuvan, yhteiskunnan on kannustinsyistä välttämätöntä suoda osa tuotoista valtaajille. (Grossman & Hart, 1980.) Sekä kilpailulainsäädäntö että ostotarjousten tekoa koskeva sääntely ovat kuitenkin heikentäneet yritysvaltausten taloudellista kannattavuutta (Jarrell & Bradley, 1980; Jensen & Ruback, 1983). Easterbrook ja Fischel (1981, s. 1176) näkevät tämän ulkoisvaikutuksena, joka voi vähentää halukkuutta yritysvaltauksiin taloudessa, ja pienentää siten valtauksista yhteiskunnalle koituvaa hyötyä. Sääntelyn voi väittää johtaneen nollasummapeliin: se ei näytä johtavan korkeampiin synergioihin tai parantuneeseen arvonluontiin, vaan ainoastaan kaupan tuottojen uudelleenjakoon ostajan ja myyjän välillä. Valtaosa yrityskaupan tuotoista on siirtynyt sääntelyn seurauksena kohdeyrityksen osakkeenomistajille. (Bradley ym., 1988.)

Sääntelyn mahdollistama tarjousten kilpailuttaminen voi myös heikentää ostajien halukkuutta ottaa osaa kohdeyritysten johdon valvontaan. Ensimmäisen ostotarjouksen tekijän kohteen etsinnästä ja tarjouksen laatimisesta aiheutuneet kustannukset muuttuvat ostotarjousta julkistettaessa luonteeltaan uponneiksi (engl. sunk costs). (Easterbrook & Fischel, 1981; Shleifer & Vishny, 1986.) Koska Williamsin laki pakottaa tarjouksen tekijän julkistamaan kohdeyrityksen varalle tehtyjä suunnitelmia (Bradley ym., 1988; Jarrell & Bradley, 1980), ensimmäisen tarjouksen tekijä tulee tarjonneeksi arvokasta informaatiota mahdollisille kilpailijoilleen ilmaiseksi (Easterbrook & Fischel, 1981). Julkistamisvaatimukset tulevat näin tehneeksi ensimmäisen tarjoajan tuottamasta tiedosta julkishyödykkeen (engl. public good) (Jarrell & Bradley, 1980). Julkistamisvaatimusten aiheuttamat lisäkustannukset voivat lopulta tulla torjuneeksi muutoin kannattavia yritysvaltauksia (Bonetti ym., 2020; Grossman & Hart, 1980).

Optimaalisen kilpailulainsäädännön vaikeus syntyy osin ristiriitaisesta tavoitteesta ehkäistä yhteiskunnallisesti haitallisia monopoleja, ja samalla sallia yhteiskunnallisesti hyödyllisiä yritysvaltauksia (Grossman & Hart, 1980). Manne (1965) perää kustannus-hyötyanalyysia kilpailulainsäädäntöön ja sen toimeenpanoon. Tuottoisien mahdollisuuksien löytäminen yritysten päätösvallan markkinoilla on epäsymmetrisen informaation vuoksi vaikeaa. Koska yritysjohdolla on useimmiten syvällisintä ja luotettavinta informaatiota omalta toimialtaan (Borochin ym., 2018), myös toimialan sisäisten fuusiopyrkimysten mahdollisina vaikuttimina voivat olla monopoliaseman tavoittelun sijasta tehostaminen ja synergia. Liian kireä kilpailulainsäädäntö voi tällöin tulla estäneeksi yrityskauppoja, joiden pohjimmaisena motiivina ei suinkaan ole haitata kilpailua. (Manne, 1965.) Myös Williamson (1968) kehottaa toimialan sisäisissä yritysjärjestelyissä kiinnittämään erityistä huomiota tehostuneen toiminnan ja mahdollisesti lisääntyneen markkinavoiman suhteeseen. Hänen mukaansa on täysin mahdollista, että yritysten yhdistymisen kautta syntyvät tehokkuushyödyt ovat yhteiskunnallista hyvinvointia lisäävältä kokonaisvaikutukseltaan suurempia kuin lisääntyneen markkinavoiman aiheuttamat hyvinvointitappiot.

Ymmärtääkseen vihamielisten yritysvaltauksien tuottamaa kokonaishyötyä yhteiskunnalle, sekä tehdäkseen johtopäätöksiä valtauksia rajoittavan sääntelyn oikeasuhtaisuudesta, on havainnollista palata luvussa 2 esitettyyn Smileyn (1976)

yhtälöön (1). Keskimääräiset transaktiokustannukset (TC) olivat hänen tutkimuksessaan suuruudeltaan 13 % kohdeyrityksen ostotarjouksen julkistamisen jälkeisestä markkina-arvosta. Tiedon voi Smileyn mukaan tulkita myös siten, että ulkopuolisen on kannattavaa harkita yritysvaltausta vasta kun kohdeyrityksen markkina-arvo (P_m) on alle 87 % potentiaalisesta arvostaan (P_p). Vaikka transaktiokustannukset eivät selitykään yksin sääntelyllä, Jarrell ja Bradley (1980) katsovat sääntelyn korottavan esimerkiksi valtauksessa maksettuja preemioita huomattavasti. Sääntelyn aikaansaaman korotuksen kaupan transaktiokustannuksiin voi heidän mukaansa mieltää eräänlaisena yritysvaltauksiin kohdistuvana verona. Henry Manne kiteytti transaktiokustannusten muodostaman ongelman yritysten päätösvallan markkinan dynaamisuudelle jo 1960-luvulla: ”Niin kauan kuin vallan siirto ulkopuolisille on kalliimpaa kuin nykyjohdon tehottomuus, sisäpiiriläiset pysyvät lujasti paikoillaan turvattuine, korkeine palkkoineen.” (Manne, 1965, s. 117).

4 LIIKETALOUDELLISET KUSTANNUKSET

Ostaja pyrkii tyypillisesti minimoimaan maksettavan premion sekä transaktiokustannukset, saavuttamaan päätösvallan kohdeyhtiössä, ja integroimaan yhtiön ja sen toiminnot itseensä haluamallaan tavalla (DePamphilis, 2014, s. 105). Yritysvaltauksiin liittyviä kustannuksia ovat muun muassa maksettava preemio, suorat transaktiokustannukset sekä integraatiokustannukset. Jotta valtaus olisi liiketaloudellisessa mielessä onnistunut, kaikki mainitut tulisi kattaa syntyvistä synergiaeduista. Huutokauppatilanteissa esiintyvä voittajan kirous -ilmiö (engl. winners curse), synergiaetujen yliarviointi, integraatioprosessin vaikeuden aliarviointi, kohdeyhtiön osakkeenomistajien vaatima preemio, sekä kohdeyhtiön puolustautumistoimet luovat kuitenkin kaikki omat haasteensa yritysvaltauksen onnistumiselle. On mahdollista, että valtaaja tulee lopulta maksaneeksi kohteesta liikaa. (Black, 1989.) Vihamieliset yritysvaltaukset eivät vaikuta olevan laskentatoimen mittareilla sen kannattavampia kuin ystävällismieliset valtaukset (Ravenscraft & Scherer, 1987, ss. 95–105 via Black, 1989). Tosin Eckbo (2013) on esittänyt, että ostajille nollatuottoja arvioivat tutkimukset eivät ole riittävällä tasolla onnistuneet ottamaan huomioon teollisuudenalan sisäistä dynamiikkaa ja yritysvaltausten – tai niiden puuttumisen – vaikutusta yritysten arvoon tämän dynamiikan puitteissa. Hänen mukaansa on mahdollista, että yritysvaltauksista syntyvät tuotot ovat todellisuudessa paljon arvioituja suurempia.

Smiley'n (1976) mukaan ostajan varallisuuden muutos voidaan laskea oheisella tavalla:

$$\sum_{j=1}^K p_j n_j \left[P_p - (P_m + C_{b,j} + C_{e,j} + C_{v,j} + \frac{C_{f,j}}{n_j}) \right] - \sum_{j=K+1}^M p_j C_{f,j} \geq 0 \quad (2)$$

Yhtälössä (2) P_p sekä P_m ovat yhtälöstä (1) tutut kohdeyrityksen potentiaalinen arvo ja kohdeyhtiön osakkeen markkinahinta. Transaktion kustannukset jakautuvat yhtälössä (2) seuraavasti: $C_{e,j}$ on tarjottu preemio, $C_{b,j}$ on kohdeyrityksen osakkeen hinnanmuutos sen jälkeen, kun ostotarjouksesta on tehty päätös, mutta ennen kuin tarjous on ehditty julkistaa, $C_{f,j}$ koostuu ostotarjouksen kiinteistä kustannuksista (esim. ostotarjouksen valmistelun kustannukset) ja $C_{v,j}$ ostotarjouksen muuttuvista

kustannuksista (esim. välityspalkkiot). Erilaisia maailmantiloja on M kappaletta, siten että maailmantiloissa $j = 1, 2 \dots K$ ostotarjous menee läpi, ja maailmantiloissa $j = K + 1, \dots M$ ostotarjous epäonnistuu. Smiley huomioi siten kiinteiden kustannusten $C_{b,j}$ luonteen uponneina kustannuksina, jotka menetetään kokonaan ostotarjouksen epäonnistuessa (yhtälön osa $\sum_{j=k+1}^M p_j C_{f,j}$). Näin ollen myös tarjouksen läpimenon todennäköisyyttä voidaan tarkastella kustannuksena.

4.1 Ostopremio

Yhdysvalloissa keskimääräinen ostopremio oli suuruudeltaan 43 % tarkastelujaksolla 1981–2011 (DePamphilis, 2014, s. 25). Securities Database Companyn vihamielisiksi määrittelemissä ostotarjouksissa premiot ovat keskimäärin 15,1 % ystävällismielisiä tarjouksia korkeampia (Schwert, 2000). Samoin Betton ym. (2009) ovat havainneet sekä avaustarjousten että viimeisten tarjousten premioiden olevan vihamielisissä tarjouksissa suurempia (49 % vs. 44,1 % avaustarjouksissa ja 60,9 % vs. 45,1 % viimeisissä tehdyissä tarjouksissa). On toisaalta esitetty arvioita, että vihamielisyys yksin (usean muuttujan analyysissä) ei aiheuta muutosta premion suuruuteen (Eckbo, 2013). Yksi selitys on, että korkeampia premioita voivat ajaa ennemminkin vihamielisiin tilanteisiin liittyvät muut tekijät kuin vihamielisyys itsessään (Huang & Walkling, 1987). Vihamieliset ostotarjoukset esimerkiksi johtavat ystävällismielisiä ostotarjouksia useammin huutokauppaan, ja huutokauppatilanteissa käytetään usein käteistarjouksia osaketarjousten sijaan (Schwert, 2000). Premiot taas ovat tyypillisesti korkeampia käteistarjouksissa (Eckbo, 2013).

Myös vihamielisiin tarjouksiin usein liittyvät oikeusjutut voivat nostaa keskimääräistä ostopremiota. Krishnan ym. (2012) havaitsivat jatkotarjouksen premion kasvavan keskimäärin vielä 4 %, kun ensimmäinen tarjous on uhattu viedä oikeuteen. Kohdeyrityksen johto usein luopuu syytteistä, kun ostaja taipuu korottamaan alkuperäistä ostotarjoustaan riittävästi. Mikäli syyte kuitenkin etenee oikeudenkäyntimenettelyyn asti, tuomioistuimet ratkaisevat oikeusjutut useimmiten ostajatahon hyväksi. Oikeusjutuilla on yhteys huutokauppaamenettelyyn joutumisen todennäköisyyteen: ostotarjouksissa, joissa on nostettu oikeusjuttuja, huutokauppaan joutumisen todennäköisyys on 62,2 %, (vrt. 10,7 % tapauksissa, joissa oikeusjuttuja

ei nosteta). Syytteiden nostaminen näyttää siis oikeudenkäynnin häviämisen todennäköisyydestä huolimatta kannattavan: huutokaupan kohteeksi päätyvien kohdeyritysten keskimääräinen preemio nousee vielä 17 prosenttiyksikköä. (Jarrell, 1985.)

4.2 Varallisuusvaikutukset

Tarkastellun tutkimuskirjallisuuden perusteella kohdeyrityksen osakkeenomistajat saavat yritysvaltaustilanteissa aina tuottoja, eivätkä ostajayrityksen osakkeenomistajat vaikuta keskimäärin häviävän kaupassa (ks. esimerkiksi Easterbrook & Fischel, 1981; Eckbo, 2013; Jensen & Ruback, 1983). Onnistuneen ostotarjouksen on arvioitu antavan kohdeyrityksen osakkeille noin 30 % lisätuoton (engl. abnormal return). Vaikka kauppa ei toteutuisikaan, osakkeen hinta pysyy tarjousta edeltävää tasoa korkeammalla jopa kaksi vuotta, ennakoiden mahdollisia jatkotarjouksia. Jos uusia ostotarjouksia ei kuitenkaan esitetä, osakkeen hinta palautuu ensimmäistä tarjousta edeltävälle tasolle. Ostajataholla tuoton luotettava arvioiminen on puolestaan haasteellista, koska osakemarkkinat heijastelevat ennen kaikkea muutoksia markkinaosapuolten tulevaisuuden odotuksissa. Myös yritysvaltaustilanteen osakehankintojen ajoittuminen pidemmälle ajanjaksolle voi vaikeuttaa arviointia. Yritysvaltauksen onnistuessa ostajayrityksen osakkeenomistajien on arvioitu saavan keskimäärin 3,8 % lisätuoton osakkeilleen. (Jensen & Ruback, 1983.) Tuottojen trendi on tosin ollut laskeva. Black (1989) kuvaa ostajayrityksen osaketuottojen laskeneen 1960-luvun 4 prosentin tasolta ensin 1–2 prosenttiin 1970-luvulla ja lopulta nollan tai lievästi negatiivisen puolelle 1980-luvulle tultaessa.

Kuten alaluvussa 4.1 todettiin, vihamielisellä ostotarjouksella on ystävällismielistä tarjousta suurempi todennäköisyys johtaa huutokauppatilanteeseen (Schwert, 2000). Huutokauppatilanteeseen joutuvien ostajayritysten osaketuottojen on arvioitu jäävän 8,4 % heikommiksi kuin niillä ostajilla, jotka onnistuvat välttämään huutokaupan (Schwert, 2000). Myös Bradley ym. (1988) todistavat kilpailevien ostotarjousten johtavan korkeampiin tuottoihin kohdeyrityksille, ja matalampiin tuottoihin ensimmäisen ostotarjouksen tehneelle yritykselle. Black (1989) näkee huutokauppatilanteissa useita tekijöitä, joiden vuoksi huutokaupan voittaja voi tulla maksaneeksi kohdeyhtiöstä ylihintaa: tilastollinen voittajan kirous -ilmiö,

ylioptimismi, liiallinen itsevarmuus ja haluttomuus hävitä julkisuuteen edennyttä valtaustaistelua. Tämän lisäksi ostajayrityksen osake voi kärsiä huomattavista lisätappioista tilanteessa, jossa huutokauppa hävittää saman toimialan kilpailevalle yritykselle. Synergiaetujen katsotaan silloin hyödyttävän kilpailijaa hävinneen yrityksen kustannuksella. (Bradley ym., 1983.)

Mikäli ostajatahon johto sortuu tekemään virheellisiä, omistaja-arvoa tuhoavia yritysvaltauksia, markkinat yleensä hinnoittelevat myös huonolaatuisten investointipäätösten lisääntyntä todennäköisyyttä yrityksen osakkeen markkina-arvoon (Smiley, 1976). On tosin tärkeää ymmärtää varallisuusvaikutusten ja markkinoiden odotusten välinen suhde: mikäli taipumus maksaa liikaa yritysostokohteista on jo hinnoiteltu ostajayrityksen osakkeen markkina-arvoon, uusi, nykyarvoltaan negatiiviseksi arvioitu yrityskauppa ei välttämättä aiheuta enää merkittävää uudelleenhinnoittelua. Aiemmin sijoituksissaan menestyneen yrityksen yksittäinenkin epäonnistuminen voi puolestaan aiheuttaa pitkäaikaisenkin negatiivisen hintavaikutuksen. (Black, 1989.)

Bhagat ym. (2005) havaitsivat vihamielisten ostotarjousten julkistamisen aiheuttavan ystävällismielisiä tarjouksia edullisemman (6,16 % vs. -4,42 %) paljastusvaikutuksen (engl. revelation effect) ostajayrityksen osakkeen arvossa. Heidän mukaansa markkinat tulkitsevat vihamielisen ostotarjouksen kertovan ostajan vahvasta kassavirrasta ja organisaation sisäisestä kyvykkyydestä. Sen sijaan he eivät havaitse, että vihamielisesti aikaansaadut yrityskombinaatiot olisivat neuvoteltuja lopputuloksia tuottoisampia.

4.3 Neuvonantajapalveluiden käyttö

Vihamielinen yritysvaltaus on ystävällismielistä kauppaa monimutkaisempi ja siten myös suorilta transaktiokustannuksiltaan suurempi. Ostajan täytyy kyetä vastaamaan kohdeyrityksen johdon käyttämiin puolustustaktiikoihin ja käydä tiukkoja neuvotteluja epäedullisissa olosuhteissa (Servaes & Zenner, 1996). Lisäksi kilpailulainsäädäntöön tai Williamsin lain kaltaiseen ostotarjouksia sääntelevään lainsäädäntöön perustuvat oikeusjutut voivat aiheuttaa kaupalle niin suuren viivästyksen ja lisäkustannuksen, että ostajataho päättää lopulta vetäytyä

ostotarjouksesta (Easterbrook & Fischel, 1981; Hirshleifer & Titman, 1990; Jarrell, 1985). Syytteitä voidaan nostaa muun muassa kilpailulainsäädännön rikkomuksista, julkistamisvelvoitteiden laiminlyönnistä tai vaikkapa kohteen alihinnoittelusta (DePamphilis, 2014, s. 120).

Yritysvaltaustilanteissa juridiset neuvoantajat pyrkivät muun muassa varmistamaan, että kaupassa noudatetaan kaikkia sääntelyn asettamia vaatimuksia (Demong ym., 2011). Juridisia palveluja tarjoavat yritykset laskuttavat usein työstään tuntiperusteisesti, mutta jotkut perivät myös kaupan toteutumiseen sidottuja palkkioita (engl. success fees) (Krishnan & Masulis, 2013). Yritysvaltauksiin usein liittyvien oikeusjuttujen osalta Cainin ja Davidoffin (2014) yhdysvaltalaisia yritysvaltauksia koskeva katsaus auttaa ymmärtämään oikeudenkäyntikustannusten mittakaavaa: vuonna 2013 lähes jokaisessa yritysvaltaustilanteessa (97,5 % tapauksista) nostettiin syytteitä, ja keskimääräisessä valtausyrityksessä erilaisia syytteitä on seitsemän. Jokainen näistä seitsemästä syytteestä edustaa eri kantajan vaadetta. Tyypillisesti syytteiden osalta sovinto (engl. settlement) saavutetaan ennen oikeudenkäyntimenettelyyn joutumista (DePamphilis, 2014, s. 120). Yksittäisen sovinnon asianajopalkkio (mediaani) oli vuonna 2013 noin 500 000 dollaria (Cain & Davidoff, 2014).

Taloudelliset neuvonantajat puolestaan tunnistavat potentiaalisia kohdeyrityksiä ja tekevät ostajan ja kohteen yrityksistä arvonmäärittystä niin erikseen kuin yrityskombinaatioidenkin osalta. Lisäksi tällaiset palveluntarjoajat konsultoivat asiakkaitaan kaupankäyntiprosessiin liittyvissä strategisissa kysymyksissä. (Kale ym., 2003.) Yritysosossa se osapuoli, jonka puolella informaatio on epäsymmetrisempää, on neuvottelussa heikommassa asemassa (Borochin ym., 2018). Sekä Kale ym. (2003) että Servaes ja Jenner (1996) havaitsevat taloudellisten neuvonantajien käytön lisääntyvän informaation epäsymmetrisyyden voimistuessa: esimerkiksi investointipankkien katsotaan voivan vähentää epäsymmetristä informaatiota kaupan osapuolten välillä. Myös Demong ym. (2011) havaitsevat neuvonantajien lukumäärän kasvavan informaation epäsymmetrisyyden sekä kohdeyrityksen lisääntyneen vastustuksen myötä.

Laadukkaaseen informaatioon käsiksi pääseminen parantaa yritystostoprosessin tehokkuutta, ja due diligence -prosessin on tarkoitus vähentää informaation epäsymmetrisyyttä (Borochin ym., 2018). Vihamielisissä yritystalouksissa taloudellinen due diligence -työ on kuitenkin olennaisesti vaikeampaa (ja siten myös kalliimpaa (Betton ym., 2009)), koska ostajalla ei ole pääsyä kohdeyrityksen taloudelliseen sisäpiiritietoon (Black, 1989; Krishnan & Masulis, 2013). Ystävällisissä kaupoissa taloudellinen due diligence -työ mahdollistaa tarvittaessa kohteen arvostuksen hienosäätämisen vielä kaupankäyntiprosessinkin aikana, sekä auttaa tunnistamaan kohteen mukana siirtyviä sitoumuksia ja riskejä. Arvonmääritys ja tarkastustoimenpiteet kohdistuvat tyypillisesti viimeisen 3–5 vuoden sisäiseen talousdataan (DePamphilis, 2014, s. 183). Tyypillisessä due diligence -prosessissa paljastuu ennemminkin kauppahintaa alentavia kuin sitä korottavia seikkoja (mt., s.186).

Informaation epäsymmetrisyyden vähentämisen lisäksi ostajat pyrkivät Servaesin ja Zennerin (1996) mukaan minimoimaan transaktio- ja sopimuskustannuksia taloudellisten neuvonantajien avulla. Transaktiokustannusten odotetaan alenevan, koska erikoistuneiden neuvonantajien uskotaan pystyvän analysoimaan yrityskauppoja tehokkaammin kuin talon sisäiset (engl. in-house) palveluntarjoajat. Sopimuskustannusten osalta neuvonantajien katsotaan vähentävän agenttikustannuksia, koska he voivat tarjota ulkopuolisen arvion kaupan kannattavuudesta. (Servaes & Zenner, 1996.)

Servaes ja Zenner (1996) havaitsivat investointipankkien käytön todennäköisyyden lisääntyvän 7 %, kun yritystalous on vihamielinen. Kale ym. (2003) ovat havainneet, että myös kohdeyritykset palkkaavat taloudellisia neuvonantajia useammin joutuessaan vihamielisen yritystalouksyrityksen kohteeksi. He päättelevät neuvonantajien tarjoavan asiakkailleen kaupankäyntineuvotteluissa strategista etua. Investointipankit laskuttavat palveluistaan keskimäärin 1 % palkkion suhteessa kauppasummaan. Päätös hyödyntää tai olla hyödyntämättä investointipankkien palveluja ei kuitenkaan vaikuta merkittävästi ostajayrityksen osaketuottoihin. Palvelujen hyödyntäminen ei liioin vaikuta maksettavan premion suuruuteen. (Servaes & Zenner, 1996.)

4.4 Tarjouksen epäonnistumisen todennäköisyys

Vihamieliset ostotarjoukset epäonnistuvat todennäköisemmin kuin ystävällismieliset ostotarjoukset (Schwert, 2000). DePamphilis (2014, s. 102) arvioi johdon vastustaman ostotarjouksen onnistumisen todennäköisyydeksi vain 50 % tarkasteluvälillä 1980–2010. Ostotarjouksen onnistumisen todennäköisyyttä voivat heikentää muun muassa kohdeyrityksen nostamat oikeusjutut, kilpailevat tarjoukset, tai mahdolliset esteet viranomaishyväksynnän saamiselle (Bhagat ym., 2005, s. 26).

Epäonnistuneesta valtausyrityksestä aiheutuu kuitenkin siitäkin kuluja. Näitä luonteeltaan uponneita kustannuksia ovat esimerkiksi neuvonantajien palkkiot (olettaen että niitä ei ole sidottu kaupan toteutumiseen), sekä yritysjohtajan menetetty aika ja huomio, joka on voinut aiheuttaa rahanarvoisia menetyksiä muilla liiketoiminnan osa-alueilla (DePamphilis, 2014, s. 104; Shleifer & Vishny, 1986). Uponneiden kustannusten suuruusluokkaa voidaan pyrkiä hahmottamaan ystävällismielisissä kaupoissa yleisesti käytettyjen lopettamissopimusten (engl. termination agreement) avulla. Lopettamissopimukset takaavat ostajataholle kompensaaion kaupanteosta aiheutuneista kustannuksista, mikäli kohdeyritys vetäytyy kaupantekoprosessista. Vihamielisissä ostotarjouksissa tällaiset sopimukset ovat luonnollisesti harvinaisia. (Krishnan ym., 2012.) Keskimääräinen lopettamiskorvaus (engl. termination fee) oli suuruudeltaan 34 miljoonaa dollaria (4 % kaupan arvosta) tarkastelujaksolla 1985–2002 (Betton ym., 2009).

4.5 Vaikuttamisen ja kampanjoinnin kustannukset

Vihamielisissä yritysvaltauksissa on usein tarpeen pyrkiä vaikuttamaan kohdeyhtiön osakkeenomistajiin, jotta nämä olisivat valmiita myymään omistuksensa, vaikka heidän edustajansa yhtiössä (ts. hallitus) viestivät kaupan olevan yhtiölle epäedullinen. Vaikuttamisesta syntyy ilmoittelu- ja mainostamiskuluja, ja vaikuttamiskampanjoiden organisoinnissa voidaan usein joutua hyödyntämään viestintä- ja PR-toimistojen palveluita. (Meeks & Meeks, 2001.)

Erilaisten vaikuttamiskampanjoiden kustannuksia voidaan pyrkiä hahmottamaan käyttämällä niiden sijaisena valtakirjastaisteluiden (engl. proxy fight) kustannuksia.

Valtakirjajataistelu on säännelty vaikuttamiskeino, jossa yksi osakkeenomistaja pyrkii käyttämään omistussuuttaan suurempaa äänivaltaa yhtiökokouksessa hyödyntämällä muilta osakkeenomistajilta keräämiään valtakirjoja (engl. proxy) (DePamphilis, 2014, s. 31). Valtakirjajataisteluita voidaan käyttää tukemaan ja mahdollistamaan vihamielisiä yritysvaltauksia: niillä voidaan pyrkiä ennaltaehkäisemään puolustustaktiikoiden käyttöä, poistamaan jo käyttöön otettuja puolustuksia, tai savustamaan ulos valtausyritystä vastustavia hallituksen jäseniä (mt., s. 99). Tiettyjen yhtiöjärjestykseen kirjattujen puolustustaktiikoiden (esim. hallituksen viivästetyn valintamenettelyn) tapauksessa voitokkaan valtakirjajataistelun mahdollistama yhtiöjärjestyksen muutos voi olla jopa edellytys yritysvaltauksen taloudelliselle kannattavuudelle (Hirshleifer & Titman, 1990).

Ostajataho käynnistää valtakirjajataistelun esittelemällä ehdotuksensa nykyisen hallituksen vaihtamiseksi yhtiökokouksessa. Ostaja kampanjoi vaihtoehtonsa puolesta esimerkiksi mainostamalla eri medioiden välityksellä, tai lähettämällä kirjeitä tai sähköposteja suoraan toisille osakkeenomistajille. (DePamphilis, 2014, s. 99) Yhdysvalloissa kaikki kampanjoinnissa käytettävä materiaali täytyy lähettää myös arvopaperimarkkinoita valvovan Securities Exchange Commissionin (SEC) arvioitavaksi. SEC edellyttää, että valtakirjajataistelun käynnistäjä pystyy todistamaan kampanjoinnissa esitetyt väittämät todeksi. Epäsymmetrisen informaation oloissa tämä lisää vaihtoehtonsa puolesta kampanjoivan tahon kustannuksia olennaisesti. (Manne, 1965.) Petossyyteiltä vältyäkseen kampanjan järjestäjä joutuu palkkaamaan investointipankkeja ja konsultteja laatimaan esitelmiä, raportteja ja muita tutkimuksia väitteidensä tueksi (Gantchev, 2013). Kustannuksia lisää myös se, että kohdeyrityksen johto ei todennäköisesti suostu luovuttamaan osakaslistoja tai osakkaiden yhteystietoja vihamieliselle yritysvaltaajalle. Selvitystyöhön voidaan joutua palkkaamaan erityisiä valtakirja-asianajajia (engl. proxy solicitor). (DePamphilis, 2014, s. 31)

Manne (1965, s. 114) on kutsunut valtakirjajataistelua ”kalleimmaksi, epävarmimmaksi ja vähiten käytetyksi” tavaksi vaihtaa päätösvalta yrityksessä. Valtakirjajataistelussa onnistumisen todennäköisyyttä laskevat nykyjohdon mahdollisuus käydä omaa kampanjaansa kohdeyrityksen varoilla (Manne, 1965), sekä passiivisten osakkeenomistajien taipumus asettua kiistakysymyksissä nykyjohdon puolelle (Easterbrook & Fischel, 1981). Gantchev (2013) on arvioinut valtakirjajataistelussa

onnistumisen todennäköisyydeksi 57,38 %, mutta koska hänen tutkimuksensa koskee aktivistisijoittajia, luvun soveltuvuus vihamielisiin yritysvaltauksiin on epävarmaa. Hän toteaa tutkimuksessaan onnistumisen todennäköisyyden heikkenevän, kun kampanjointi tähtää esimerkiksi toimitusjohtajan vaihtamiseen. Vaikka informaation tuottamisen ja levittämisen kustannusten voisi olettaa vähentyneen Mannen 1960-luvulla julkaistun artikkelin jälkeen (Manne listaa merkittäviksi kustannuseriksi mm. puhelinkulut ja vierailut osakkeenomistajien luona), aiheutuu valtakirjastaistelusta siitä huolimatta nykyäänkin huomattavia kustannuksia. Gantchev arvioi vaikuttamiskampanjan keskimääräiseksi kustannukseksi 10,71 miljoonaa dollaria aktivistisijoittajien tapauksessa.

4.6 Uudelleenjärjestelykustannukset

Vihamieliset yritysvaltaukset johtavat usein mittaviin uudelleenjärjestelyihin. Ostaja voi pitää haluamansa yritysosat itsellään ja myydä päällekkäiset tai kannattamattomat toiminnot, tai koko kohdeyritys voidaan pilkkoa osiin ja myydä. (Bhagat ym., 1990.) Uudelleenjärjestely aiheuttaa (anekdoottisten lähteiden perusteella) huomattavia kustannuksia, joiden arviointiin liittyy lisäksi merkittäviä epävarmuuksia (Grossman & Hart, 1980).

Tehotonta ja huonosti toimeenpantua integraatiota pidetään usein suurimpana yksittäisenä tekijänä yrityskauppojen epäonnistumisten syitä arvioitaessa (DePamphilis, 2014, s. 212). Ystävällismielisissä yrityskaupoissa kohdeyrityksen avainhenkilöstön, asiakkaiden ja vanhojen tavarantoimittajien pysyvyys on vihamielisiä yritysvaltauksia parempi. Lisäksi integraatioprosessi voi olla nopeampi ja sujuvampi, koska se on voitu aloittaa jo neuvotteluvaiheessa. (mt., s. 105) Vanhojen työntekijöiden irtisanoutuessa menetetään valmiiksi koulutettua, osaavaa työvoimaa, ja myös jäljelle jääneiden työntekijöiden motivaatio ja työilmapiiri saattavat huonontua lisääntyneen vaihtuvuuden vuoksi (mt., s. 214). Etenkin korkean osaamisen toimialoilla sekä palvelualoilla vanhat työntekijät voivat edustaa merkittävää osaa kohdeyrityksen arvosta (mt., s. 218). Niin sanottujen kultaisten laskuvarjojen (engl. golden parachutes) takia myös vanhan yritysjohtajan irtisanominen voi olla huomattavan kallista (mt. s. 111).

5 YHTEENVETO JA POHDINTAA

Vihamieliset yritysvaltaukset tuottavat yhteiskunnallista hyötyä, toimien viimesijaisena tuomarina (engl. court of last resort) yhteiskunnan niukkojen resurssien optimaalisessa allokoinnissa (Jensen, 1986). Niiden koetaan kuitenkin luovan myös yhteiskunnallisia kustannuksia, koska osan niiden tuotoista on arveltu muodostuvan varallisuuden siirroista muilta sidosryhmiltä, ja koska niiden arvellaan aiheuttavan hankalasti mitattavia, negatiivisia ulkoisvaikutuksia (Shleifer & Summers, 1987). Näitä kustannuksia hillitäkseen, mutta kuitenkin yritysvaltausten hyödyistä nauttiakseen, yhteiskunta on rakentanut lainsäädännöllisen kehikon, jonka puitteissa toiminta sallitaan. Sääntely ja sen sallima valtausyritykseltä puolustautuminen on kuitenkin kasvattanut yritysvaltauksen transaktiokustannuksia (Jarrell & Bradley, 1980). Voidaan ajatella, että yritykset laajana joukkona eivät tällöin yllä täyteen potentiaaliinsa, koska alisuoriutuvien yritysten valtaaminen voi tulla liian kalliiksi ollakseen kannattavaa. Näin ollen on mahdotonta tietää, ovatko rajalliset resurssit parhaassa mahdollisessa käytössä. (Manne, 1965; Smiley, 1976) Sääntely on tasapainoilua yritysvaltauksista saatavien hyötyjen ja niiden koettujen ongelmien välillä. On mahdollista, että yhteiskunnallinen kokonaishyöty voisi kasvaa sääntelyä keventämällä (ks. esimerkiksi Bhagat ym., 1990; Bradley ym., 1988; Jensen, 1986).

Tutkielman puhdas kustannusnäkökulma voi kuitenkin tulla esittäneeksi ostajatahot passiivisempina toimijoina kuin ne todellisuudessa ovatkaan. Esimerkiksi Bradley ym. (1988) osoittavat, että huutokauppoja voittavat ennen kaikkea sellaiset ostajat, jotka samalla kykenevät suurimpaan arvonluontiin. Huutokaupoissa ostajat voivat pyrkiä lieventämään kilpailuasetelmasta aiheutuvia haittoja riittävän jalansijaposition avulla. Vihamielisissä yritysvaltauksissa noin 50 prosentilla ostajista onkin jalansija kohdeyhtiössä. (Betton ym., 2009) Etenkin liiketaloudellisia kustannuksia voi tarkastella vaihtoehtoisesti myös investointeina: esimerkiksi Kale ym. (2003) argumentoivat yritysvaltauksista aiheutuvien positiivisten tuottojen olevan todennäköisempiä – toteutui lopullinen valtausyritys tai ei – hyvämaineisia neuvonantajia hyödynnettäessä. Markkinareaktiot ja strategisointi tarjoavat nekin runsaasti tarkasteltavia näkökulmia. Hirshleifer ja Titman (1990) esimerkiksi spekuloiivat, että ostajilla voisi olla kannustin signaloida markkinoille taipumusta maksaa ylihintaa. Tällainen yritys kun voisi tulevaisuudessa parantaa onnistumisen

todennäköisyyksiään erehdyttämällä kohdeyrityksen osakkeenomistajat luulemaan, että myös heille maksetaan ylihintaa.

Tutkielman pyrkimyksenä on ollut tuottaa tutkittua tietoa sellaisista lisäkustannuksista, jotka aiheutuvat nimenomaan yritysvaltauksen vihamielisydestä. Tästä syystä yleiset, kaikenlaisiin fuusio- ja yritysostotilanteisiin kuuluvat transaktiokustannukset (esimerkiksi rahoituskustannukset) on pyritty rajaamaan tutkielman ulkopuolelle. Yleistettävyyden vuoksi tarkasteluun on pyritty valitsemaan ennen kaikkea useissa lähteissä esiintyviä, tyypilliseksi miellettyjä kustannuksia.

Yritysten käyttämät puolustautumistaktiikat ovat oma, mielikuvituksekas, ja runsaasti tutkittu yritysvaltausten osa-alue, joka on kuitenkin tässä tutkielmassa jouduttu yksinkertaistamaan pelkäksi lisäkustannuksia aiheuttavaksi komponentiksi. Tutkielmasta on jouduttu rajaamaan ulos myös muita mielenkiintoisia näkökulmia. Yrityksen päätösvallan markkinat perustuvat oletettuun korrelaatioon yrityksen johdon tehokkuuden ja yrityksen osakkeen arvon välillä (Manne, 1965). Esimerkiksi Shubik (1988, s. 41) haastaa tätä olettamusta: hänen mukaansa erittäin vaikeaa tehdä luotettavia johtopäätöksiä yritysvaltauksen motiiveista (ts. johdon kurinpidollisesta funktiosta), koska osakkeiden hinnat ovat siihen tarkoitukseen liian volatiileja lyhyellä aikavälillä. Toinen huomionarvoinen pohdinta koskee yritysvaltausten kyseenalaista yhteiskunnallista kokonaisuhyötyä, jos oletetaan varallisuuden siirtojen ja negatiivisten ulkoisvaikutusten dominoivan syntyviä tehokkuushyötyjä (ks. Shleifer & Summers, 1987). Kysymykset markkinoiden tehokkuudesta ja opportunistisen yritystoiminnan yhteiskunnallisesta vastuusta ovat kuitenkin niin moniulotteisia ja laajoja, että niiden käsittely ei ole ollut niille oikeutta tekevässä laajuudessa mahdollista tutkielman tutkimuskysymyksen rajoissa. Tämänkaltaisista rajauksista johtuen luvun 3 analyysissä korostuu jossain määrin liberalistinen laissez-faire-näkökulma. Tutkielman ulkopuolelle rajautuneet lähestymistavat voivat kuitenkin tarjota mielenkiintoisia aiheita jatkotutkimukselle. Etenkin yhteiskunnallisen kokonaisuhyödyn poikkitieteellinen tarkastelu, yhdistelemällä taloustieteelliseen pohdintaan vaikkapa sosiologisia näkökulmia, voisi tarjota raikkaita näkökulmia aiheeseen.

6 LÄHTEET

- Atanassov, J. (2013). Do Hostile Takeovers Stifle Innovation? Evidence from Antitakeover Legislation and Corporate Patenting. *The Journal of Finance*, 68(3), 1097–1131.
- Betton, S., Eckbo, B. E., & Thorburn, K. S. (2009). Merger negotiations and the toehold puzzle. *Journal of Financial Economics*, 91(2), 158–178.
- Bhagat, S., Dong, M., Hirshleifer, D., & Noah, R. (2005). Do tender offers create value? New methods and evidence. *Journal of Financial Economics*, 76(1), 3–60.
- Bhagat, S., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1990). Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization. *Brookings Papers on Economic Activity*, 107, 1–72.
- Black, B. S. (1989). Bidder Overpayment in Takeovers. *Stanford Law Review*, 41(3), 597–660.
- Bonetti, P., Duro, M., & Ormazabal, G. (2020). Disclosure Regulation and Corporate Acquisitions. *Journal of Accounting Research*, 58(1), 55–103.
- Borochin, P., Ghosh, C., & Huang, D. (2018). Target information asymmetry and takeover strategy: Insights from a new perspective. *European Financial Management*, 25(1), 38–79.
- Bradley, M. (1980). Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Business*, 53(4), 345–376.
- Bradley, M., Desai, A., & Han Kim, E. H. (1983). The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? *Journal of Financial Economics*, 11(1–4), 183–206.

- Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. H. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 21(1), 3–40.
- Cain, M. D., & Davidoff, S. M. (2014). *Takeover Litigation in 2013* (Nro 236; Public Law and Legal Theory Working Paper Series).
- Cain, M. D., McKeon, S. B., & Solomon, S. D. (2017). Do takeover laws matter? Evidence from five decades of hostile takeovers. *Journal of Financial Economics*, 124(3), 464–485.
- Demong, R. F., Harris, I. C., & Williams, S. P. (2011). Financial and Legal Advisors in Merger and Acquisition Transactions. *International Journal of Business, Humanities and Technology*, 1(3).
- DePamphilis, D. M. (2014). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities an integrated approach to process, tools, cases, and solutions* (Seventh edition). Academic P.
- Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R. (1981). The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer. *Harvard Law Review*, 94(6), 1161–1204.
- Eckbo, B. E. (2013). *Corporate Takeovers and Economic Efficiency* (Nro 391; ECGI Working Paper Series in Finance).
- Gantchev, N. (2013). The costs of shareholder activism: evidence from a sequential decision model. *Journal of Financial Economics*, 107(3), 610–631.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics*, 11(1), 42–64.
- Herman, E. S., & Lowenstein, L. (1988). The Efficiency Effects of Hostile Takeovers. Teoksessa J. C. Coffee, L. Lowenstein, & S. Rose-Ackerman (Toim.), *Knights*,

Raiders, and Targets: the Impact of the Hostile Takeover (ss. 211–240). Oxford University Press.

- Hirshleifer, D., & Titman, S. (1990). Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids. *Journal of Political Economy*, 98(2), 295–324.
- Huang, Y.-S., & Walkling, R. A. (1987). Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements: Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance. *Journal of Financial Economics*, 19, 329–349.
- Jarrell, G. A. (1985). The Wealth Effects of Litigation by Targets: Do Interests Diverge in a Merge? *The Journal of Law & Economics*, 28(1), 151–177.
- Jarrell, G. A., & Bradley, M. (1980). The Economic Effects of Federal and State Regulations of Cash Tender Offers. *The Journal of Law & Economics*, 23(2), 371–407.
- Jensen, M. C. (1986). The Takeover Controversy: Analysis and Evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, 4(2).
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, 5–50.
- Kale, J. R., Kini, O., & Ryan, H. E. (2003). Financial advisors and shareholder wealth gains in corporate takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(3), 475–501.
- Krishnan, C. N. V., & Masulis, R. W. (2013). Law firm expertise and merger and acquisition outcomes. *Journal of Law and Economics*, 56(1), 189–226.
- Krishnan, C. N. V., Masulis, R. W., Thomas, R. S., & Thompson, R. B. (2012). Shareholder litigation in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 18(5), 1248–1268.

- Kupila, S. (26.8.2022) Näin Uniper varoitti suomalaisia ennen kuin Fortum sen osti – ”Aiheuttaa selviä riskejä osakkeenomistajille”. *Talouselämä*. Haettu osoitteesta <https://www.talouselama.fi/uutiset/nain-uniper-varoitti-suomalaisia-ennen-kuin-fortum-sen-osti-aiheuttaa-selvia-riskeja-osakkeenomistajille/a251d665-928b-4c0d-ae29-6ce7ebc46871>
- Kärki, J. (21.9.2022) Kommentti: Suuruudenhulluus iski Fortumiin ja nyt on edessä nöyrä kotiinpaluu – poliitikkoja on liian helppo syyttää miljardipommista. *Talouselämä*. Haettu osoitteesta <https://www.talouselama.fi/uutiset/suuruudenhulluus-iski-fortumiin-ja-nyt-on-edessa-noyra-kotiinpaluu-poliitikkoja-on-liian-helppo-syyttaa-miljardipommista/d3cb02e5-d00c-4e9c-908c-91838f3c2a68>
- Manne, H. G. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 73(2), 110–120.
- Meeks, G., & Meeks, J. G. (2001). The loser’s curse: Accounting for the transaction costs of takeover and the distortion of takeover motives. *Abacus*, 37(3), 389–400.
- Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. M. (1987). *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*. Brookings Institution Press.
- Schwert, G. W. (2000). Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder? *The Journal of Finance*, 55(6), 2599–2640.
- Servaes, H., & Zenner, M. (1996). The Role of Investment Banks in Acquisitions. *The Review of Financial Studies*, 9(3), 787–815.
- Shleifer, A., & Summers, L. H. (1987). *Breach of Trust in Hostile Takeovers* (Nro 2342; NBER Working Paper Series).
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Greenmail, white knights, and shareholders’ interest. *RAND Journal of Economics*, 17(3), 293–309.

Shubik, M. (1988). Corporate Control, Efficient Markets, and the Public Good. Teoksessa J. C. Coffee, L. Lowenstein, & S. Rose-Ackerman (Toim.), *Knights, Raiders, and Targets: the Impact of the Hostile Takeover* (ss. 211–240). Oxford University Press.

Smiley, R. (1976). Tender Offers, Transactions Costs and the Theory of the Firm. *The Review of Economics and Statistics*, 58(1), 22–32.

Smith, A., 1776. (2015). *Kansojen varallisuus: tutkimus sen luonteesta ja syistä; suomennanut Jaakko Kankaanpää*. WSOY.

Williamson, O. E. (1968). Economies as an Antitrust Defense: The Welfare Tradeoffs. *The American Economic Review*, 58(1), 18–36.