



**Open your mind. LUT.**  
Lappeenranta **University of Technology**

**Kaupatieteellinen tiedekunta**

**Kandidaatintutkinto A250A5000**

**Talousjohtaminen**

**Rahoitus**

**LBO-Boomien eroja ja yhtäläisyyksiä 1980- luvulta alkaen**

**LBO booms: examples since 1980s**

**8.5.2013**

**Tekijä: Maria Salmela**

**Opponentti: Sonja Wickström**

**Ohjaaja: Elena Fedorova**

## Sisällysluettelo

1 JOHDANTO .....	1
1.1 Tutkimuksen tausta ja aihe .....	1
1.2 Tutkimuksen tarkoitus ja tutkimusongelma .....	2
1.3 Tutkimuksen rajaukset .....	3
1.4 Tutkimusmenetelmä ja -aineisto .....	4
2 TEORIA JA AIKAISEMPI KIRJALLISUUS .....	5
2.1 Leverage buyoutin määritelmä.....	5
2.2 LBO-järjestelyiden pääomarakenne.....	6
2.3 Omistajaohjaus ja kontrolli LBO-transaktioissa .....	9
2.4 LBO – järjestelyn vaikutus kohdeyrityksen arvoon.....	10
2.5 LBO-boomit.....	12
3 TUTKIMUSAINEISTO .....	15
3.1 1980-luvun boomi .....	15
3.2 1990-luvun boomi .....	18
3.3 2000-luvun boomi .....	20
4 TUTKIMUSTULOKSET .....	23
4.1 Keskeisimmät tulokset .....	23
4.2 Empiiriset tutkimustulokset ja päätelmät .....	25
5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO .....	33
LÄHDELUETTELO.....	35

## 1 JOHDANTO

Tämän luvun tarkoituksena on perehtyä tutkimuksen aiheeseen ja taustaan, tutkimuksen tavoitteisiin, aiheen rajaukseen sekä käytettyyn menetelmään ja aineistoon.

### 1.1 Tutkimuksen tausta ja aihe

Yritysjärjestelyillä on tärkeä rooli globalisoituvassa maailmassa, kun yritykset miettivät ulkoisia kasvun lähteitä. Athanassakosen (1995) mukaan yritysjärjestelyt ovat yrityksen arvon lisäämisen menetelmiä ulkoisin keinoin ja strategisin sopivuuksin, kun taas sisäisiksi keinoiksi voidaan lukea muun muassa kustannusten leikkaukset ja toimintojen tehostaminen. Yritysjärjestelyiden avulla voidaan parantaa yrityksen kilpailukykyä, kehittää yrityksen taloudellisia tunnuslukuja ja lisätä yrityksen arvoa.

Pörssinoteeratut yritykset on kenties nähty parempana yritysmuotona kuin yksityistetyt yritykset. Pörssilistautuminen esimerkiksi sallii yritykselle erilaisia etuja, kuten pääsyn paremmille pääomamarkkinoille ja osakkeen likviditeetin kasvattamisen. Kyseinen yritysmuoto ja hajautettu omistajuus saattavat kuitenkin kasvattaa agenttiongelmia sekä kuilua johtajien ja osakkeen omistajien välillä, samalla heijastuen osakkeen arvoon. Aiemmin yhtenä ratkaisuna tähän nähtiin julkisten yritysten yksityistäminen ja kyseinen trendi kasvoi merkittävästi 1980-luvulla. Jensen (1989) uskoi jopa yksityistetyn yritysrakenteen korvaavan julkiset, pörssinoteeratut yritykset.

2000-luvun taitteessa yritysjärjestelyt ja varsinkin velkarahoitteiset yritysjärjestelyt, LBO:t, ovat levinneet Yhdysvalloista Isoon Britanniaan ja sieltä Eurooppaan. Termi LBO (*Leveraged Buyout*) kuvastaa velan suurta osuutta kaupan yhteydessä. Kaplanin (2009) mukaan velan määrä LBO:ssa sijoittuu yleensä noin 60 - 90 prosentin väliin. Aiemmin pankit toimivat joukkovelkakirjojen liikkeellelaskijoina, joilla rahoitettiin LBO-transaktioita,

mutta viimeaikoina institutionaaliset sijoittajat, mukaan lukien hedge-rahastot ja erilaiset arvopaperistetut lainaobligaatiot, ovat kasvattaneet suosiotaan.

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on selvittää LBO-boomien eroja ja yhtäläisyyksiä 1980-luvulta nykypäivään kolmen eri näkökulman avulla. Miten esimerkiksi uudet rahoitusinstrumentit ovat vaikuttaneet boomeihin, miten uuden omistajan mukaantulo vaikuttaa yrityksen tehokkuuteen ja mahdollisten synergioiden tutkiminen. Kauppojen leviäminen Yhdysvalloista myös Eurooppaan tuo tutkimukseen kansainvälistä aspektia.

Kenties tuorein uutinen LBO maailmasta on tietokoneita valmistavan, mutta vaikeuksissa olevan Dell yrityksen buyout. Kyseinen yritysosto luokitellaan megadiiliksi (*mega deal*) ja on suurin sitten vuoden 2007. (The Economist, 2013) Toinen Economist lehdessä julkaistu artikkeli (2011) pohtii korkea riskisten joukkovelkakirjojen (*high yield bond*) liikkeellelaskun suurta määrää ja kysynnän nousua. Aiemmin suuria määriä joukkovelkakirjoja on laskettu liikkeelle vuoden 2001 IT-kuplan yhteydessä ja vuosina 2005-2007 LBO-transaktioiden rahoitusta varten. Kirjoittaja pohti joukkovelkakirjojen liikkeellelaskun liittyvän jopa uuteen buyout boomiin.

Suomessa reagoitiin ulkomaalaisomistajuuteen ja varmistettiin, että viranomaisilla on mahdollisuus valvoa nykyistä paremmin maan turvallisuuden kannalta keskeisten yhtiöiden omistuspohjaa kun uusi laki ulkomaalaisten yritysostojen seurannasta (172/12) astui voimaan keväällä 2012. Yllä esitetyt uutiset ja uuden lain muotoutuminen Suomessa vahvistavat sitä, että aihe on erittäin mielenkiintoinen ja ajankohtainen.

## 1.2 Tutkimuksen tarkoitus ja tutkimusongelma

Yleensäkin *Leveraged buyout* aihetta on ja siihen liittyviä boomeja on tutkittu koko ajan enemmän. Boomien leviäminen kohti Eurooppaa on saanut tutkijat vertailemaan 2000-luvun tapahtumia aiempiin boomeihin. Jensen onkin nähty johtavana tutkijana 1980-luvun boomista varsinkin Yhdysvalloissa. Valtaosa tutkimuksista liittyy ensimmäisiin boomeihin ja empiirisiä tutkimuksia on melko vähän. Teoreettisista malleista ja empiirisistä evidensseistä huolimatta *leveraged buyout* kenttä on hieman pirstaleinen ja

tutkimuksia, joissa eri boomien eroavaisuuksia ja yhtäläisyyksiä olisi kattavasti vertailtu ja analysoitu, löytyy melko vähän.

Tutkimuksen tarkoituksena onkin tutkia ja selventää LBO-boomien eroja sekä yhtäläisyyksiä, perehtymällä niiden teoreettiseen sisältöön ja kuvailemalla boomien kehitystä. Tarkoituksena on hyödyntää kolmea eri LBO-transaktioiden tunnuspiirrettä ja niiden avulla tutki myös vaikutuksia yrityksen tehokkuuteen transaktion jälkeen. Tutkimustuloksia hyödyntäen yritetään selvittää mahdollisimman tarkasti erojen ja yhtäläisyyksien kehitystä ja mahdollisesti kansainvälisen aspektin tuomaa muutosta.

Tutkimuskysymys:

Tutkimus selvittää *Leverage buyout* boomien erot ja yhtäläisyydet 1980-luvulta nykypäivään.

Alakysymykset:

Tavoitteena on selvittää pääomarakenteen, omistajaohjauksen ja kontrollin, sekä kohdeyrityksen arvon lisäyksen avulla LBO-boomien kehitystä keskittyen eroihin ja yhtäläisyyksiin.

### 1.3 Tutkimuksen rajaukset

Martynovan ja Renneboogin (2008) määritelmän mukaan ensimmäinen *takeover* boomi on ollut vuosina 1890-1903, seuraava vuosina 1910-1929, kolmas vuosina 1950-1973, neljäs vuosina 1981-1989, viides vuosina 1993-2001 ja uusin boomi on alkanut vuonna 2003. Wright et al. (2006) taaksepäin suuntautuvassa artikkelissa määrittelee buyout boomit Iso-Britannian ja Euroopan osalta noudattavan samaa linjaa edellisen artikkelin kanssa, jolloin kolme viimeisintä boomia sijoittuukin samoille, Martynovan ja Renneboogin (2008) määrittelemille periodeille. Guo et al. (2011) tutkimuksessaan buyouttien arvon lisäyksestä käyttävät dataa vuosilta 1990–2006, mutta vertaavat saatuja tuloksia 1980-luvun boomiin. Nämä ja monet muut tutkimukset hyödyntävät siis

dataa tai aikaisempia materiaaleja vuodesta 1980 alkaen ja tekevät sen perusteella erilaisia vertailuja.

Tämä tutkimus rajaa boomit 1980-luvulta tähän päivään asti. Näin ollen kirjallisuutta on varmasti saatavilla ja vertailuja on mahdollista tehdä. Tutkimus siis säilyy mieleisenä, kun tutkimusrajaus koskee vain viimeisimpiä boomeja. Tutkimus havainnollistaa mahdollisimman hyvin eroja ja yhtäläisyyksiä eri boomien välillä, tuoden esiin myös kansainväliset vaikutukset. Maantieteellisesti tutkimus rajautuu Yhdysvaltoihin, Iso-Britanniaan ja Manner-Eurooppaan. Aasian LBO-transaktioita ei juuri huomioida. Boomien vaikutuksia Aasiassa on tutkittu hyvin vähän ja suurin osa käytetystä materiaalista keskittyy vain muihin maanosiin.

#### **1.4 Tutkimusmenetelmä ja -aineisto**

Tutkimus on siis laadullinen, systemaattinen kirjallisuuskatsaus ja siinä käytetään deskriptiivistä lähestymistä. Aineistona tutkimuksessa ovat aiemmat artikkelit, tutkimukset ja muu saatavilla oleva kirjallisuus. Tarkoituksena on hyödyntää merkittävää ja tieteellisesti tärkeää materiaalia. Aluksi boomeista kerrotaan yksitellen, jonka jälkeen niitä vertaillaan keskenään ja esitellään empiiriset tutkimukset.

Tutkimuksessa on viisi lukua. Ensimmäisessä luvussa esitellään tutkimuksen aihe ja tausta, aiempien tutkimuksien keskeiset työt ja tulokset, tutkimuksen tarkoitus ja tavoitteet sekä tutkimuksen tulokset tiivistetysti. Toisessa luvussa esitellään teoria ja aikaisempi kirjallisuus. Teoria osa jakautuu kahteen alakappaleeseen, LBO-kauppojen rakenteeseen ja LBO boomeihin 1980-luvulta alkaen. Kolmannessa luvussa tutustutaan aineistoon. Neljännessä luvussa käydään läpi empiirisiä tutkimuksia ja niistä ja aiemmista tuloksista muodostetaan päätelmiä. Viidennessä, eli viimeisessä luvussa esitetään yhteenveto ja johtopäätökset

## 2 TEORIA JA AIKAISEMPI KIRJALLISUUS

Tässä luvussa esitellään *Leveraged buyoutin* teoria jaettuna kolmeen osaan. Tämän jälkeen syvennyttään LBO-boomeihin. Ensimmäisessä osassa määritellään LBO, jonka jälkeen esitellään teorioita liittyen kolmeen tutkimuksessa käytettyyn näkökulmaan. Kyseiset kolme näkökulmaa on valittu Lauralan (2006) ja Damodaran (2008) tutkimusten perusteella. Viimeisenä esitellään lyhyesti tutkimuksessa tarkasteltavat boomit niiden erityispiirteiden ja markkinoilla samanaikaisesti tapahtuneiden tapahtumien kanssa.

### 2.1 Leverage buyoutin määritelmä

Kaplanin ja Strömbergin (2009) mukaan *leveraged buyoutissa* kohdeyhtiö ostetaan ulkopuolisella pääomalla rahoitetun erillisyhtiön toimesta. Kyseiseen transaktioon sijoittava, oman pääoman ehdoin sijoittava ja kohdeyhtiön osakekannan arvonnousua ja irtautumisesta syntyvää tuottoa odottava pääomasijoittaja hankkii siis enemmistön kypsästä yrityksestä verrattuna *venture capital* sijoituksiin, joissa sijoitetaan nuoriin yrityksiin ilman enemmistön äänivaltaa.

Puhuttaessa *public-to-private* tai *going-private* transaktioista, jolloin listattu yritys ostetaan ja yksityistetään pois julkisen kaupankäynnin parista, on kyseessä usein LBO. Kyseiset transaktiot rahoitetaan normaalisti toimialaa suuremmalla määrällä vieraspääomaa, joka on transaktion tunnusmerkki. Toisaalta LBO:ksi voidaan laskea myös yksityisen yrityksen osto ja sen rahoitusrakenteen muuttaminen lisäämällä vierasta pääomaa tarkoituksellisesti. Renneboog et al. (2007) määrittelevät *public-to-private* ja *going private* transaktiot synonyymeiksi ja koskevan yksinomaan erilaisia LBO-transaktioita.

LBO:t voidaan jakaa useisiin alakategorioihin niiden toteuttajista riippuen. Renneboog ja et al. (2008) kirjoittaa, että kyse on MBO:sta (*Management Buyoutista*), kun kohdeyrityksen toimiva johto on transaktion liikkeellepanija ja yhdessä pääomasijoittajan

kanssa he ostavat enemmistön kohdeyrityksen osakekannasta kun taas MBI:ssä (*Management Buyin*) ulkopuolinen johtoryhmä syrjäyttää toimivan johdon pääomasijoittajan tuen ja rahoituksen avulla. Kaplanin ja Strömbergin (2001) mukaan IBO:ssa (*Institutional Buyout*) transaktio suoritetaan pelkästään pääomasijoittajien ja institutionaalisten sijoittajien toimesta, heidän omien intressiensä avulla.

Lauriala (2004) asettaa pääomasijoittajan tavoitteeksi mahdollisimman suuren tuoton saamisen sijoitukselleen joko tulevan kassavirran tai yrityksen arvonnousun muodossa. Näin ollen pääomasijoittajalle ei ole välttämätöntä saada enemmistöäänivaltaa ja kontrolliasemaa kohdeyhtiön hallituksessa tai operatiivisessa toiminnassa. Damodaran (2008) määrittelee LBO:ille kolme tyypillistä komponenttia; velka, kontrolli ja yksityistäminen. LBO:ssa erillisyhtiö ostaa kohdeyrityksen suurella määrällä velkarahaa, pääomasijoittaja on tärkeässä roolissa yrityksen johdossa ja usein kohdeyritys yksityistetään transaktion seurauksena. Lauriala (2006) määrittelee LBO-transaktioihin liittyvän kolme keskeistä osa-aluetta. Ensimmäisenä on merkittävä velkavivun käyttö, toisena tekijänä on vahva omistajaohjaus ja viimeisenä aktiivinen kasvattamispyrkimys kohdeyrityksen osakekannassa. Laurialaan ja Damodaraniin viitaten seuraavaksi tarkastellaan tärkeitä LBO-transaktioon liittyviä komponentteja; pääomarakennetta, omistajaohjausta ja kohdeyrityksen arvon kasvattamispyrkimyksiä.

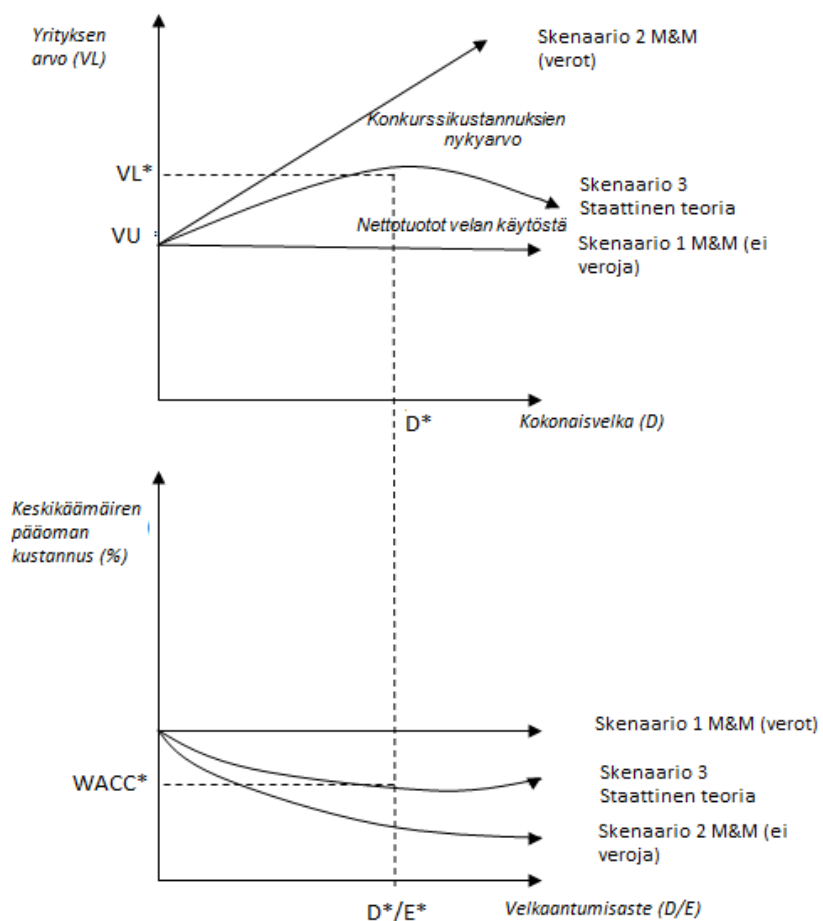
## 2.2 LBO-järjestelyiden pääomarakenne

Yrityksen pääoman muodostavat oma pääoma, vieras pääoma ja välirahoitus eli oman ja vieraan pääoman yhdistelmät. Kyseiset pääomalajit erottavat toisistaan vertailemalla sijoituksen suhdetta riskiin, eli vertailemalla järjestystä, missä suhteessa yhtiöön tehdyille sijoituksille voidaan joko maksaa tuottoa, palauttaa sijoitettua pääomaa tai jakaa voittoa. (Mähönen ja Villa, 2006) Laurialan (2006) mukaan kyseisiin pääomalajeihin liittyvät omat instrumenttinsa ja kaikissa rahoituspäätöksissä, jotka liittyvät LBO-kohdeyritykseen, korostuvat niiden vaikutus yrityksen arvoon.

Optimaalinen pääomarakenne on yhdistelmä omaa ja vierasta pääomaa. Kuitenkin runsas velkavivun käyttö on yksi LBO-järjestelyn tunnusmerkeistä. Lauriala (2006)



toteaa lisääntyvän velan määrän lisäävän sekä velan korkokuluista saatavaa verohyötyä, että kasvattavan yrityksen arvoa kunnes pääomarakenne on optimaalinen ja verokilven rajahyöty ja rahoituskriisin rajakustannus ovat yhtä suuret. Seuraavan esimerkin avulla esitetään velan nettovaikutus yrityksen arvoon ja vertaillaan eri teorioiden avulla velan, verojen ja konkurssikustannuksien vaikutusta yrityksen pääomakustannuksiin ja yrityksen arvoon.



**Kuva 1.** Velan nettovaikutus yrityksen arvoon (Altman ja Hotchkiss, 2005)

Skenaario numero kolme eli staattinen teoria ottaa huomioon yrityksen verot ja konkurssikustannukset, jolloin velallisen yrityksen VL (arvo) saavuttaa maksiminsa kun  $D^*$  (velan määrä) on optimaalinen lainan määrä. Samaan aikaan yrityksen pääoman kustannus on minimoitu kohdassa  $D^*/E^*$ . Skenaario numero kaksi eli Modigliani ja Miller

(M&M) teoreema verojen kanssa ottaa huomioon yrityksen verot mutta ei konkurssikustannuksia. Näin ollen yrityksen arvo nousee ja pääoman kustannus laskee kun velan määrän kasvaa. Skenaario numero yksi eli M&M teoreema ilman veroja olettaa, että ei ole veroja eikä konkurssikustannuksia ja näin ollen sen mukaan yrityksen pääomakustannukseen ei vaikuta pääomarakenteet. On hyvä tarkastella velan vaikutusta yrityksen arvoon erilaisten teorioiden kautta ja huomata niiden erilaiset piirteet. LBO-transaktioissa uskotaan hyötyvän juuri vieraan pääoman kautta saaduista verohyödyistä.

Kaplan (2009) toteaa transaktioissa käytettävän vierasta pääomaa, välirahoitusta ja omaa pääomaa. Pankit on yleensä nähty vieraan pääoman liikkeellelaskijoina, jolloin yritysjärjestelyn rahoittaminen on huomattavasti riskisempää kuin suora investointi kohdeyritykseen. Kuten aiemmin todettu, institutionaaliset sijoittajat, erilaiset rahastot ja instrumenttien yhdistelijät ovat uusia vieraan pääoman liikkeellelaskijoita. Lisääntynyt vieraan pääoman käyttö vähentää omavaraisuusastetta, jolloin konkurssiriski kasvaa. Lähtökohtaisesti velan käyttö alentaa pääoman kustannusta, mutta liian suuri velan osuus kokonaispääomassa lisää konkurssikustannuksia, jolloin oman pääoman sijoittajat kasvattavat tuottovaatimustaan kasvaneen riskin vuoksi ja koko pääoman kustannus nousee tämän seurauksena. Usein vieraan pääoman tarjoajat asettavatkin erityisehtoja, esimerkiksi kovenantteja. Välirahoitusinstrumentit ovat sopimusperusteisia rahoituskeinoja vieraan- ja oman pääoman välistä, tyypillisesti vakuudettomia velkainstrumentteja. Lauriala (2006) määrittelee oma pääoman LBO-järjestelyissä oman pääoman pääsääntöisesti pääomarahaston ja johdon tekemäksi pääomasijoitukseksi ja pääoman kokonaiskustannuksen laskevan, kun pääomasijoittajat strukturoivat oman pääoman ehtoista rahoituksesta verotehokkaita velkainstrumentteja.

Toisaalta velan käytön lisääntyminen saa johtajat harkitsemaan tarkemmin projektien valitsemista ja työskentelemään tehokkaammin. Kuitenkin liian monen huonon projektin hyväksyminen ja niiden rahoittaminen velalla voi johtaa rahoituskriisiin tai jopa konkurssiin. Konkurssikustannukset, agenttikustannukset ja joustavuuden väheneminen verrattuna omaan pääomaan ovat esimerkkejä velan käytön negatiivisista puolista.

### 2.3 Omistajaohjaus ja kontrolli LBO-transaktioissa

Berle and Means (1932) kuvailivat kontrollin ja omistajuuden eroja tyypillisessä 1900-luvun yrityksessä ja uskovat, että osakkeenomistajan on vaikeampi puolustaa omia intressejään päätöksenteossa kun johdon ja osakkeenomistajien intressit eroavat toisistaan. Jensen ja Meckling (1976) jatkavat aihetta siitä mihin Berle ja Means jäi määrittelemällä päämies-agentti- ongelman.

Osakkeenomistajalla saattaa olla vaikeuksia puolustaa omia intressejään yhtiön päätöksenteossa. Timonen (1997) näkee, että omistaja on muuttunut aktiivisesta passiiviseksi vallan ja oimituksen eriytyessä, jolloin suurin vastuu yrityksen kehittämisestä on siirtynyt yritysjohdolle. Yrityksen johdolla saattaa olla taipumus kasvattaa yritystään tarpeettomasti, välillä investoiden arvoltaan negatiivisiin projekteihin. Mähösen (2005) mukaan Johdon sitouttaminen yhteiseen päämäärään voi olla hankalaa ja valvonnan sekä intensiivin avulla osakkeenomistajat voivat varmistaa johdon toimivan intressiensä mukaisesti.

LBO transaktioissa yhdistyy kontrolli ja omistajuus. Omistajaohjauksen avulla pyritään siihen, että yritysjohto toimii omistajien parhaaksi ja mahdollistaisi omistajille mahdollisimman hyvän tuoton heidän sijoituksilleen. LBO-transaktiossa uusi omistaja saa kontrollin kohdeyhtiöstä osakekannan siirtyessä hänelle. Laurialan (2006) mukaan LBO-järjestelyissä käytetään voimakkaita kannustinratkaisuja ja kohdeyrityksen johto voidaan sitouttaa merkittäväksi vähemmistöosakkaaksi, jolloin heidän intressit ovat yhtenäisiä pääomasijoittajien kanssa. Kun johdon ja pääomasijoittajien intressit kohtaavat on mahdollista, että yritys toimii tehokkaammin, joten yritysjärjestelyt ovat eräs keino parantaa yrityksen kilpailukykyä juurikin tehokkaamman toiminnan kautta.

## 2.4 LBO – järjestelyn vaikutus kohdeyrityksen arvoon

Kun yritysjärjestelyiden seurauksena muodostetun yrityksen arvo on suurempi kuin sitä edeltäneen, kahden erillisen yrityksen arvo, puhutaan synergiasta. Se siis viittaa mahdolliseen arvon lisäykseen kun kahdesta erillisestä, erikseen operoivasta yrityksestä on muodostunut yksi yritys. Näin ollen yhdistetyn yrityksen arvo on suurempi kuin kahden itsenäisen yrityksen. LBO-transaktiot toteutetaan yleensä kypsillä toimialoilla, jolloin yrityskaupasta on mahdollista saada skaalaetuja esimerkiksi ostamalla kilpailijan liiketoiminta.

Jensenin (1987) mukaan arvon lisäys *buyoutissa* saavutetaan kun agenttikustannukset vähenevät. Myös muutokset yrityksen rakenteessa, hallinnointitavassa (*corporate governance*), ja omistajuudessa voivat positiivisesti vaikuttaa yrityksen arvoon. Aiemmin yrityksen operationaaliset muutokset ja taloudelliset tehostamiskeinot on nähty kasvattavan yrityksen arvoa. Chatterjeen (1992) tutkimus synergian vaikutuksista *takeover-järjestelyissä* vahvisti, että *takeoverien* avulla voidaan saavuttaa taloudellisia tuottoja ja mahdollisuuksia kohdeyrityksille, joita ne eivät aiemmin olleet havainneet tai hyödyntäneet. Mahdollisuuksien hyödyntämiseksi tarvitaan nopeasti reagoivaa ja ammattitaitoista johtoa.

LBO-järjestelyssä pääomasijoittajalla tavoitteena on siis kohdeyrityksen osakekannan arvonnousu ja siitä saavutettava tuotto. Laurialan (2006) mukaan tuotto luodaan kolmella tavalla; kannattavuuden kautta parantunut yrityksen velaton arvo, oman pääoman arvon kasvu kun kohdeyhtiö käyttää ylimääräisen kassavirran velan takaisin maksuun ja synergioiden ja edellä mainittujen kohtien johdosta kohdeyhtiön myyminen eteenpäin korkeammalla kertoimella seuraavalle ostajalle.

Monet tutkimukset ovat pohtineet mahdollisia syitä LBO- transaktioiden arvonnousulle. Guo et al. (2011) mukaan toisten teorioiden mukaan arvonnousun taustalla on agenttikustannusten väheneminen sekä parempi hallinnointitapa ja toisten teorioiden mukaan yrityksen arvo kasvaa *buyoutin* aikana mahdollistaen suuret tuotot sijoitetulle pääomalle. Guo et al. (2011) määrittelee vielä kolme potentiaalista selitystä *buyouttien* arvonnousulle. Yrityskohtaisten parannuksien avulla on mahdollista parantaa

operatiivisia toimia, toisaalta yrityksen arvo voi hyötyä LBO-transaktion seurauksena tulevista synergia hyödyistä ja viimeisenä tulevat vieraan pääoman verohyödyt ja sen seurauksena mahdollisesti kassavirran lisäys.

## 2.5 LBO-boomit

Tämän tutkimuksen boomit on rajattu 1980-luvulta nykypäivään ja seuraavassa taulukossa esitellään lyhyesti Martynovan ja Renneboogin (2008) tutkimuksen perusteella boomien alun ja lopun kanssa olleet tapahtumat ja boomien erityispiirteitä.

**Taulukko 1.** LBO-boomit (Martynova ja Renneboog, 2008)

	1980	1990	2003 →
<b>Samanaikaiset tapahtuman boomien alussa</b>	Talouden elpyminen laman jäljiltä; muutokset kilpailupolitiikassa, sääntely rahoituspalveluiden sektorilla, uudet rahoitusinstrumentit ja rahoitusmarkkinat sekä teknologian kehitys	Markkinoiden kasvava globalisaatio ja rahoitusboomi, teknologiset innovaatiot, sääntely ja yksityistäminen	Talouden ja rahoitusmarkkinoiden toipuminen hiljalleen taantumien jäljiltä
<b>Samanaikaiset tapahtumat boomien lopussa</b>	Osakemarkkinoiden romahdus vuonna 1987	2000 – luvun osakemarkkinoiden romahdus ja 9/11 terroristi-isku	n.a.
<b>Erityistä</b>	Paljon LBO, MBO ja yksityistämisiä diilejä, sekä yritysmyyntejä	Kansainvälinen boomi, Euroopan nouseva aktiivisuus; mega-diilejä	Pääomarahastojen ja hedge-rahastojen lisääntyminen
<b>Esimerkki LBO-kaupasta</b>	RJR Nabisco, Inc LBO-kauppa	MEP Plc IBO-kauppa	DELL LBO-kauppa

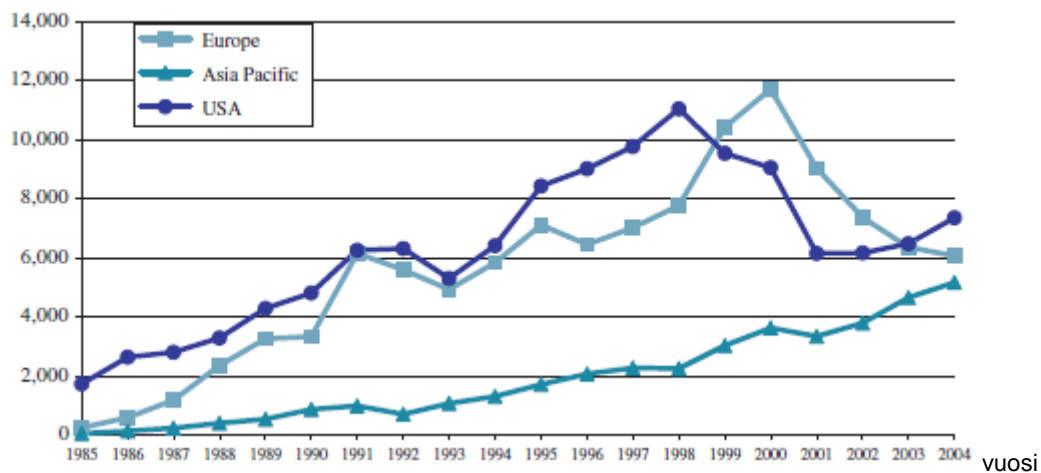
Talouden elvyttyä laman jäljiltä 1980-luvun alussa, muutokset kilpailupolitiikassa sekä rahoitusmarkkinoiden ja teknologian kehitys vauhdittivat osaltaan LBO-boomin alkamista. Mitchell ja Mulherin (1996) mukaan 57 % Yhdysvaltalaisista noteeratuista yrityksistä oli joko yritysoston kohteena tai mukana yritysjärjestelyssä vuosien 1982-1989 välillä. Myös LBO ja MBO- kauppojen aktiivisuus nousi huomattavasti. 1980-luvulla muotoutuneet rahoitusinnovaatiot olivat osaltaan vauhdittamassa kauppojen

suosiota. Toisaalta boomin ollessa huipussaan Shleiferin ja Vishnyn (1991) mukaan konkurssit sekä poliittinen ja julkinen vastarinta kulminoituivat. Omalta osaltaan poliittinen painostus vahvaa velkaantumista vastaan, luottokriisi ja joukkovelkakirjamarkkinoilla vallitseva kriisi vaikuttivat kenties boomin päättymiseen.

Suotuisat markkinat palautuivat 1990-luvun alussa, mutta Yhdysvalloissa yksityistämistransaktiot nousivat vasta 1997 ja tämä boomi ei yltänyt edeltäjänsä, 1980-luvun boomin tasolle. Kaplan (1997) väitti, että 1980-luvun kaltaisia transaktioita ei enää tarvittu, vaan yritykset ovat institutionalisoineet omistaja-arvon. Kuhn Capitalin (2003) mukaan aktiivisuuden kasvu 1997 liittyi pienten yritysten alhaisiin myynteihin ja uhkaan pörssistä ulos joutumiseen.

Ensimmäinen MBO Yhdysvaltojen ulkopuolella oli vuonna 1985 Iso-Britanniassa. Yhtäläillä kuin Yhdysvalloissa, Euroopassa ja Iso-Britanniassa kauppojen rahoittajat eivät ottaneet riskiä vuosien 1991 – 1996 välillä ja seuraava aalto tulikin vasta vuosien 1997 – 2003 aikana. Tämän jälkeen IT-kupla ja yleinen taantuma hiljensi LBO-markkinat. (Renneboog et al. 2008) Martynovan ja Renneboogin (2008) mukaan uusi aalto alkoi 2003 talouden ja rahoitusmarkkinoiden hieman elvyttyä taantumasta. *The Centre for Management Buyout Research* (CMBOR, 2002) mukaan Euroopan LBO-aktiivisuus on alhaisempaa kuin Iso-Britanniassa ja se johtuu muun muassa kulttuurieroista, lakien ja verotussääntöjen eroavaisuuksista sekä pääomasijoittajien intresseistä. Toisaalta Euroopassa on vain muutama pääomasijoitusyhtiö, joka on valmis riskisiin sijoituksiin ja transaktioihin Euroopassa. Alla oleva kuva summaa transaktioiden yhteismäärän vuodesta 1985 vuoteen 2004 ja esittää ne vielä jaoteltuna Yhdysvaltojen, Euroopan ja Aasian transaktioihin.

## Transaktioiden lukumäärä



**Kuva 2** Maailmanlaajuiset yritysostot 1985-2004 (Martynova ja Renneboog, 2008)

Kuten kuvasta näkyy, transaktiot ovat olleet vahvassa nousussa aina vuoteen 2000 asti, jonka jälkeen IT-kuplan ja talouden taantuman seurauksena transaktioiden määrä romahti, mutta on taas uudessa nousussa.



### 3 TUTKIMUSAINEISTO

Tutkimusaineisto on jaettu LBO-boomien mukaan yhdistämällä aina yhtä boomia koskevat artikkelit yhdeksi alaotsikoksi. 1980-luvun boomia on käsitelty merkittävän paljon alan kirjallisuudessa ja monia linkityksiä siihen on löydettävissä 2000-luvulla alkaneesta boomista alan kirjallisuudesta. Vaikka 1980-luvun boomia tutkittiin hyvin paljon, on 1990-luvun boomin tutkiminen ollut melko olematonta. Toisaalta 1990-luvun yritysjärjestelyt kohdistuivat Eurooppaan kun taas eurooppalaiset tutkimukset ovat alkaneet vasta 2000-luvulla jolloin pääasiallisena tutkimuskohteena ovat olleet Iso-Britannian yritysmaat ja yritysjärjestelyt. Kenties juuri tämän seurauksena 1990-boomin tutkiminen on jäänyt vähäisemmäksi. Tämän tutkimuksen osalta se vaikuttaa suppeampaan aineistoon kyseistä boomia tutkittaessa. Toisaalta juuri syklisyys ja hyvin yksilölliset maat ilman säännönmukaisia normeja tekevät tutkimuskentästä erittäin mielenkiintoisen.

Huolimatta 1990-luvun tutkimuksen vähäisyydestä, pyritään kuitenkin kattavasti löytämään tietoa boomeista ja tekemään kattavia vertailuja. Tämän kolmannen kappaleen tarkoituksena on esitellä LBO boomeja koskevia tutkimuksia ja muodostaa selkeä kuva tutkimuskentästä. Jotta eri boomien teoriasisällön ja kehittymisen hahmottaminen olisi helpompaa, on tutkimukset esitetty aikajärjestyksessä aloittaen vanhimmasta tutkimuksesta ja edeten kohti tuoreinta boomia. Tässä osiossa kuvataan keskeisimmät tutkimukset boomien historiasta, joka mahdollistaa tutkimusten laajemman analysoinnin ja seuraavassa kappaleessa niiden vertailun sekä erojen ja yhtäläisyyksien etsimisen.

#### 3.1 1980-luvun boomi

Alan kirjallisuus on tutkinut 1980-luvun LBO-transaktioita hyvin paljon. Jensenin (1986, 1988, 1989) tutkimukset ovat vahvasti olleet esillä ja näyttäneet suuntaa seuraaville tutkijoille. Jensen (1986) tutki vapaan kassavirran ongelmaa osana agenttikustannuksia,

Jensen (1989) uskoi jopa uusien rakenteiden kumoavan vanhat, julkiset rakenteet ja yhdessä Murphyn (1990) kanssa he vertailivat ylemmän johdon palkitsemisjärjestelmää yhdessä agenttiongelman kanssa. Palepun (1991) tutkimukseen viittaavat sekä Altman (2007), että Kaplan (1988), joten hänen näkemyksensä on varmasti hyvä tuoda esiin tämän boomin osalta.

Tässä kappaleessa perehdytään tarkemmin kolmen näkökulman avulla 1980-luvulla vallinneisiin elementteihin pääomarakenteesta, omistajaohjauksesta ja kohdeyrityksen lisäarvosta. Boomin empiirisiä tutkimuksia tutkitaan luvussa neljä. Esimerkiksi Kaplanin ja Steinin (1993) velan ”ylikuumentumis” hypoteesin avulla tarkastellaan boomin alku- ja loppuvaiheen eroavaisuuksia transaktioiden luonteessa.

LBO:ille tunnusomaista on velkarahoitus. Kaplanin (1988) mukaan pääomarakenteessa velka saattaa nousta jopa 90 prosenttiin kaupan hinnasta. Jensenin (1988) mukaan LBO:issa käytetty *strip financing* ja oman pääoman allokoiminen paljastavat transaktioiden herkkyden kannustimien, eturistiriitojen sekä konkurssikustannuksien suhteen. Bergemannin ja Hegen (1998) mukaan *strip packaged* on yhdistelmä perinteisiä osakkeita ja etuosakkeita, erilaisia vieraan pääoman instrumentteja ja vaihtovelkakirjoja. *Strip financing* on siis yritysrahoitusta, jossa myydään yhteen nidottuja arvopaperipaketteja, joita ei voi myöhemminkään erottaa toisistaan. Esimerkiksi yritys voi myydä joukkovelkakirjoja vain paketeissa, jotka sisältävät sekä seniori pääomalainoja, vaihtovelkakirjoja, etuosakkeita ja normaaleita osakkeita. (*senior subordinated debt, convertible debt, preferred ja common stock*). Yhteen nidotut arvopaperipaketit vähentävät konflikteja eri sidosryhmien välillä ja yhdistävät näin ollen heidän intressejään.

Jensen (1986) havainnollistaa *strip financing* määritelmää esimerkillään, jossa kaksi muuten identtistä firmaa eroavat vain rahoitukseltaan. Yritys A on rahoitettu vain omalla pääomalla kun taas yritys B on rahoitettu vahvasti velkarahalla, mikä pitää sisällään seniorivelkaa, pääomalainaa, vaihtovelkakirjoja ja kyseiset instrumentit ovat oman pääoman ehtoista rahoitusta. Yrityksen B arvopaperit myydään vain nidottuina, eli kaikkia arvopapereita tulee ostaa yhtä suuri summa ja kyseiset arvopaperit ovat liitetty yhteen eikä niitä voi myöhemmin erottaa toisistaan. Molempien yritysten

arvopapereiden haltijoilla on identtiset vaateet kassavirtaan, mutta rakenteellisesti firmat ovat aivan erilaiset. Mikäli yrityksen B johtajat pidättävät osinkoa investoimalla kannattamattomiin projekteihin tai ovat epäpäteviä, voivat arvopapereiden haltijat turvautua korjaaviin valtuuksiin. Heillä on oikeus joko osinkoon tai kuponkimaksuun. Yrityksen B arvopapereiden haltijat voivat siis esimerkiksi vaatia yritystä konkurssiin tai hallitusta vastaamaan teoistaan. Yrityksen A osakkeenomistajilla ei ole valtuuksia korvata yrityksen rakennetta tai toimintoja yhtä lailla. Toisaalta tietyssä suhteessa jaetut arvopaperit eivät ole tavoiteltava muoto. Riskittömän velan ei tarvitse olla yhdistettynä muihin instrumentteihin ja on jopa edullista, että ylimmällä johdolla ja pääomasijoittajilla, jotka edustavat transaktioita on suurin osa omasta pääomasta hallussaan. Yleensä käytetäänkin mezzazine rahoitusta, joka on siis välirahoitusta, joka pitää sisällään oman ja vieraan pääoman tunnusmerkkejä.

Toisaalta markkinoilla kasvoi huoli transaktioiden intensiivisestä velan käytöstä, jota siis saattoi olla jopa 90 prosenttia. Kustannukset maksukyvyttömyyden tapauksessa ovat huomattavasti alhaisemmat uusilla ja velkaisilla organisaatiomuodoilla kuin kypsillä yrityksillä. Tästä syystä yritykset voivat käyttää erilaisia keinoja perinteisen konkurssin sijasta. LBO:t päättyvät harvoin konkurssiin vaikka kohtaavatkin usein ongelmia. Sen sijaan ne uudelleen organisoidaan ja paikataan uudella johdolla. Tämä uusi organisaatiomuoto onkin nopeampi muutoksille kuin perinteinen muoto. (Jensen, 1989)

Jensenin (1986) tavoitteena on tutkia kuinka motivoida johtajat käyttämään rahaa, kannattaviin projekteihin tuottamattomien projektien sijaan ja kuinka estää johtajat tuhlaamasta rahaa organisaation tehottomiin toimintoihin. Jensen käyttää "kontrolli hypoteesina" sitä, että velan hyödyt motivoinnin ja tehokkuuden saavuttamisen keinoina johtajia ja organisaatioita kohtaan on jätetty huomioimatta. Jensenin mukaan velan avulla yrityksellä on mahdollista pienentää vapaita kassavirtoja joko liikkeelle laskemalla erilaisia instrumentteja tai ostamalla velkarahalla yrityksen osakkeita takaisin. Toisaalta velan käytöllä on aina kääntöpuoli - konkurssi- sekä agenttikustannukset saattavat kasvaa. Kontrolli on tärkein yrityksille, joilla on suuret kassavirrat mutta pienet kasvumahdollisuudet.

Hyödyt LBO- transaktioille näyttävät johtuvan juuri velan kontrollifunktiosta. Nämä transaktiot luovat pääoma- ja hallintorakenteita, jotka voivat hyvin kilpailla vanhojen, avointen yritysmuotojen rinnalla, sillä vieraan pääoman kontrollin avulla voidaan vähentää vapaan kassavirran ongelmaa. Toisaalta Jensen (1989) uskoi LBO-rakenteiden nousevan dominoivaksi organisaatiomuodoksi, tehokkuuden ja kustannusten minimoinnin sekä suoritusperusteiset palkitsemisjärjestelmien implementoinnin avulla. Nämä tekijät mahdollistavat pääomarakenteet joissa on reilusti vierasta pääomaa sekä aktiivisen hallinnointitavan (*corporate governance*). Reagoiminen muutoksiin on nopeampaa ja helpompaa kuin aiemmin. Jensenin ja Murphyn (1990) toteavat ylimmän johdon palkitsemisessa käytettävän suuria, omaan pääomaan perustuvia osakeoptioita, joiden käyttö pörssinoteeratuissa yrityksissä on harvinaista.

Palepu (1990) tutki monia boomin aikana tapahtuneita LBO-transaktioita ja tärkeimmät hänen havaintonsa vahvistavat tässä luvussa jo aiemmin todettua. Osakkeenomistajien sekä sijoittajien on mahdollista saada enemmän tuottoja. Häviäjinä ovat lainojen myöntäjät kasvaneen konkurssiriskin takia. Yrityksen tehokkuus ja tuotavuus paranevat merkittävästi *buyoutin* jälkeen ja selittäviä tekijöitä muutokselle ovat hallintorakenne ja muutokset pääomarakenteessa, samoin kuin uusi omistaja-johtaja. Palepu jatkaa riskin vertailulla, sillä yrityksen rahoitusriski nousee, mutta toisaalta operationaalinen riski laskee ja LBO- sijoittajilla on huomattavasti alhaisempi riski kuin vertailun kohteena olevilla pörssinoteerattujen yritysten sijoittajilla.

### 3.2 1990-luvun boomi

1980-luvun boomin päättyminen samanaikaisesti osakemarkkinoiden kaatumisen seurauksena kauppajen rahoittajat eivät olleet enää valmiita ottamaan riskejä ja näyttikin siltä, että transaktioilla oli lyhyt elämä. Kuten jo aiemmin todettu, Kaplan (1997) väitti, että 1980-boomin tyyliä transaktioita ei enää tarvittaisi. Alan kirjallisuutta ja tieteellisiä artikkeleita tästä kyseisestä boomista on melko vähän ja on havaittavissa päällekkäisyyttä siitä, onko 1990-luvun boomia ollut vai onko se ollut nidottuna

seuraavaan, noin vuonna 2003 alkavaan boomiin. Toisaalta Iso-Britanniassa kasvava trendi transaktioissa alkoi vuonna 1997 ja kesti aina vuoteen 2003, vaikkakin vuoden 2000, markkinoiden taantumana ja IT-kuplan takia se oli alhaisempaa kuin aiemmin. Renneboogin, Simonsin ja Wrightin (2007) mukaan tärkeä syy 1990-luvun lopun boomille oli institutionaalisten sijoittajien piittaamattomuus pieniä yrityksiä kohtaan. Likviditeetin puutos ja tarve pääomalle ajoi pienet yritykset pääomasijoittajien luokse. Ashurstin, Morrisin ja Crispin (2002) mukaan luottamus pääomasijoittajia ja rahoittajia kohtaan yrityskauppoihin liittyvissä tärkeissä tilanteissa nousi.

Renneboogin, Simonsin ja Wrightin (2007) tutkimuksen kohteena on Iso-Britannian LBO-markkinoiden kehittyminen 1990-luvun loppupuolella ja aikaisemman boomin tutkimuksien hyödyntäminen tätä boomia tutkittaessa. Yhdysvaltalaiset 1980-luvun kaupat toimivat vertailututkimuskohteena. Eroavaisuuksia boomeissa löytyy muun muassa tavasta rahoittaa kauppoja. Tomsin ja Wrightin (2005) mukaan Yhdysvaltalaiset kaupat rahoitettiin pääsääntöisesti roskalainoilla (*junk bond*). Iso-Britanniassa standardina on mezzanine rahoitus. Velan määrä on myös alhaisempi Iso-Britanniassa kuin Yhdysvalloissa aiemmin. Renneboogin, Simonsin ja Wrightin (2007) mukaan aiemmin Yhdysvalloissa verohyödyt olivat yhtenä tärkeänä motivaationa kaupoissa kun taas verohyötyjen hyödyntäminen Iso-Britanniassa oli epäselvää erilaisten lakien takia. Toms ja Wright (2005) uskovat Iso-Britannian Venture Capital ja Buyout transaktioiden olevan lähempänä toisiaan kuin Yhdysvalloissa. LBO- transaktiot Iso-Britanniassa keskittyvät lähinnä kasvumahdollisuuksiin, kun taas Yhdysvalloissa LBO:t on nähty liittyvän lähinnä kypsiin toimialoihin.

Kansainvälisyys ja kulttuurierot ilmentyivät hyvin 1990-luvun boomissa. Yhdysvaltalaiset innovaatiot siirtyivät transaktioiden kautta kohti Eurooppaa, jolloin esimerkiksi rahoitusinstrumenttien valikoima kasvaa. Tämä asettaa haasteita varsinkin lainsäädännölle. Esimerkiksi CMBOR (2002) tutkimuksesta selviää, että muun Euroopan lait eivät ole yhtä suopeita kuin Iso-Britannian ja monet maat ovatkin ryhtyneet muutoksiin. Myös johtajien kulttuurierojen nähdään vaikuttavan. Tällä on vaikutusta tutkimukseen ja vertailuun Euroopan ja Yhdysvaltojen LBO- kauppojen välillä varsinkin tulevaisuudessa.

### 3.3 2000-luvun boomi

Hiljalleen 2000-luvun rahoituskriisienjälkeen markkinat ja erityisesti rahoitusmarkkinat alkoivat elpyä. Yhdessä muun talouden kanssa, myös LBO-markkinat alkoivat elpyä jatkaen kansainvälisen teollisuuden parissa. Martynovan ja Renneboogin (2008) mukaan LBO-neuvottelut eivät olleet yhtä aggressiivisiä kuin aiemmin, mikä näkyi *hostile takeoverien* alhaisessa määrässä.

Voimakas kasvu Euroopan LBO-markkinoilla selittyy osittain sillä, että Yhdysvaltalaiset sijoittajat ja rahoittajat ovat alkaneet etsimään kohteita Euroopasta, jolloin amerikkalaiset pääomarakenteisiin ja rahoitusinstrumentteihin liittyvät innovaatiot siirtyvät Eurooppalaisten finanssikeskusten kautta kansallisiin säädösympäristöihin (Lauriala, 2006).

Markkinat ovat kuitenkin kasvaneet ja markkinoita dominoivat nyt luokittelemattomat arvopaperit. Altman (2007) kuvailee tämän päivän markkinoilta löytyvän sekä amerikkalaisia instrumentteja, että kasvavissa määrin olevia eurooppalaisia instrumentteja. Kyseiset instrumentit ovatkin lähtöisin pankkien ulkopuolisilta instituutioilta ja yleensä arvopaperit vielä strukturoidaan. Kun aiemmin pankit myönsivät lainaa, nyt mukana ovat siis institutionaaliset sijoittajat, mukaan lukien uudet hedge-rahastot. Kyseinen muutos on nähty yhtenä syynä *buyouttien* suosioon sekä Yhdysvalloissa, että Euroopassa. Kovan kasvun taustalla on normaalisti riskillisen vieraan pääoman alhainen luottoriski ja matala korkotas.

Lauriala (2006) mainitsee esimerkkeinä riskinhallinnassa käytetyistä innovatiivisista menetelmistä LBO-transaktioissa lainojen syndikoinnin ja arvopaperistamisen erilaisina portfolioina. Syndikoinnilla tarkoitetaan yhteenliittymää, jonka muodostavat useammat luotonantajat. Tällä pyritään maksimoimaan luotonanto ja minimoimaan siitä syntyvät riskit. Yleensä syndikoinnissa osapuolina ovat erilaiset investointi- ja liikepankit. Arvopaperistamisella viitataan tässä yhteydessä menettelyihin, joilla epälikvideistä omaisuususeristä tehdään markkinakelpoisia arvopapereita. Arvopaperistettuja

instrumentteja ovat esimerkiksi *collateralized debt obligation*:it eli CDO:t, jotka mahdollistavat luotonantajien kesken luottoriskien siirtämisen ja jakamisen.

Altman (2007) kuvailee uusimman boomin vauhdittaviksi voimiksi syndikoidut pankkilainat, joista suurella osalla käydään kauppaa sekundäärimarkkinoilla tai ne strukturoidaan erilaisiksi tuotteiksi kuten esimerkiksi CLO:ksi (*Collateralized loan obligations*). Eri riskierissä myytävät CLO:t tarjoavat hedge-rahastoille uusia ja mielenkiintoisia mahdollisuuksia syndikoitujen lainojen markkinoilla.

Achrarayan, Franksin ja Servaesin (2007) mukaan luotonantajan monitorointi kohdeyritystä kohtaan saattaa heikentyä kun luottoja myydään eteenpäin. Tästä hyvä esimerkki ovat *subprime* lainat ja niitä seurannut kriisi. Toisaalta monia transaktioita on rahoitettu vieraalla pääomalla, jolla on erittäin heikot kovenantit (*covenant-lite tai covenant-loose*). Heikot kovenantit saattavat viitata heikentyneisiin lainastandardeihin ja tehottomaan monitorointiin. Lauriala (2006) uskoo kevyempien kovenanttien taustalla olevan riskin hajauttaminen erilaisin rahoitusinnovaatioin.

2000-luvulla suuret ja epävarmat LBO-kaupat mahdollistuivat juuri arvopaperistettujen lainojen ansiosta, riskin jakauduttua useammalle osapuolelle. Hedge-rahastot kasvoivat ja pääomasijoittajien erillisrahastot, joiden kautta transaktioita rahoitetaan, tuli markkinoille enemmän. Verrattuna 1980-luvun boomiin, huomion arvoista on se, että transaktioita toteuttaessa käytiin lempeämpiä neuvotteluja, eikä niinkään aggressiivisia kauppvoja. Sijoittajat tahtoivat aktiivisemmin päästä osallistumaan kohdeyrityksen toimintaan ja kontrolloimaan yrityksen hallintotapoja. Motiivina oli osittain siis aseman hyötyminen kohdeyrityksen rakentuessa uudelleen.

Uusien rahoitusinnovaatioiden myötä riskin jakaminen osapuolten välillä lisääntyi ja uusien mallien avulla riskiä ja tuottoa on helpompi jakaa osapuolille. Riskin jakaminen esimerkiksi uusien lainaobligaatioiden avulla voi olla hyödyllistä, mutta kuten jo aiemmin todettu, täytyy muistaa siihen liittyvät informaatioasymmetria ja toisaalta osapuolten erilaiset intressit. Yritysjärjestelyiden rahoittajaosapuolet pyrkivät minimoimaan heille aiheutuvat rahoituskustannukset, kun taas yritysjohto pyrkii maksimoimaan oman etunsa ja hyötynsä esimerkiksi tuoton tai osakkeenarvoon liittyvin menetelmin. Lauriala

(2006) näkee tämän kasvattavan juridisia haasteita, sekä kohdeyrityksen kotimaassa, että kansainvälisesti.

Pohdintaa 2000-luvulla toteutettujen transaktioiden vaikutuksesta kohdeyrityksen arvoon ja empiirisiä tutkimuksia kyseisestä aiheesta esitetään seuraavassa luvussa, empiiristen tutkimusten yhteydessä, kiteyttäen ne vielä tutkimuksen yhteenvedossa ja johtopäätöksissä. Kuitenkin mainittakoon Guo et al. (2011) tutkimus LBO- transaktioiden vaikutuksesta yrityksen arvoon olevan positiivinen.



## 4 TUTKIMUSTULOKSET

Tässä neljännessä luvussa perehdytään edellisen luvun tutkimukseen, eli analysoidaan keskeisimmät tulokset.

### 4.1 Keskeisimmät tulokset

Ensimmäisen tutkimuksen kohteena olleen boomin on nähty sijoittuvan pääsääntöisesti Yhdysvaltoihin. Joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittyminen ajoi omalta osaltaan boomin kehitystä ja helpotti vieraan pääoman saatavuutta. Näin ollen vahvasta velkarahan osuudesta tuli LBO-kauppojen tunnusmerkki. Erilaiset uudet rahoitusinstrumentit tulivat markkinoille ja Jensen esitteli *strip financing* määritelmänsä. Kyseinen rahoitusmuoto osaltaan vähensi sidosryhmien välisiä konflikteja intressien ollessa yhtenäiset. Toisaalta velan määrän lisääntyminen lisäsi yrityksen konkurssiriskiä ja agenttikustannuksia.

Jensen esitteli vapaan kassavirran ongelman ja uskoi velan käytön avulla yrityksellä olevan mahdollisuus pienentää vapaita kassavirtoja joko ostamalla takaisin osakkeita tai laskemalla liikkeelle erilaisia instrumentteja. Jensen (1986) myös uskoi velan käytön motivoivan johtajia toimimaan tehokkaammin. Boomin aikana markkinoille ilmestyi uusia ylimmän johdon palkitsemisjärjestelyjä, jotka omalta osaltaan vaikuttivat yrityksen tehokkuuteen, sillä ylin johto oli helpompi sitouttaa mukaan projekteihin. LBO-kauppoja seuraava järjestely ja yrityksen uusi rakenne reagoi nopeammin muutoksiin kuin perinteiset yritys rakenteet. Kuitenkin Jensenin (1989) uskomus siitä, että uudet rakenteet korvaisivat vallitsevat rakenteet, osoittautui vääräksi.

1980-luvun lopun osakemarkkinoiden romahdus vaikutti varmasti omalta osaltaan LBO-aktiivisuuden hetkelliseen heikkenemiseen. Toisaalta aalto toi markkinoille tehokkuutta esimerkiksi uusien palkitsemiskeinojen ja nopeasti reagoivien rakenteiden seurauksena. Se myös mahdollisti pääomasijoittajien tiedon ja taidon jakamisen kohdeyrityksissä ja uusien tai entuudestaan tuntemattomien mahdollisuuksien hyödyntämisen. Markkinoilla nähtiin uusia rahoitusinstrumentteja, jotka mahdollistivat kauppojen rahoittamisen.

1990-luvun LBO-boomi ilmeni Yhdysvaltojen lisäksi myös Euroopassa ja erityisesti Iso-Britanniassa. Kauppojen rahoittajat eivät olleet valmiita riskisijoituksiin ja kirjallisuuden mukaan vasta vuonna 1997 LBO-aktiivisuus alkoi taas voimistua. Siihen mennessä suurin Iso-Britanniassa tehty LBO-kauppa oli vuonna 2000. Toisaalta pienyrittäjien pelko pörssin ulkopuolelle jäämisestä ja huoli pääoman saatavuudesta ajoi heidät osaltaan pääomasijoittajien luokse. Markkinoiden romahtaminen ja IT-kuplan puhkeaminen hiljensi LBO-markkinat taas hetkellisesti. Kuitenkin voidaan todeta pääomasijoittamisen kasvaneen merkittävästä viimeisten vuosikymmenien aikana.

Tuoreimman boomin katsotaan alkaneen vuonna 2003, jolloin markkinat ja varsinkin rahoitusmarkkinat toipuivat hiljalleen talouden taantumasta. Uusia rahoitusinnovaatioita tuli pian markkinoille, jonka seurauksena suurten LBO-kauppojen, lähestulkoon megadiilien rahoittaminen mahdollistui. Toisaalta lainojen syndikoiminen ja epälikvidien omaisuuserien arvopaperistaminen mahdollisti halvan rahoituksen saamisen riskin jakauduttua useammalle osapuolelle. Lainojen kovenantit olivat erittäin löyhiä, mikä toisaalta viittaa monitoroinnin puutteeseen ja löyhiin lainastandardeihin.

1990-luvun loppupuolen ja sitä seuraavan boomin katsotaan olleen kansainväliset. Yhdysvaltalaisten instrumenttien ja käytäntöjen leviäminen Eurooppaan vaikutti uusien lakien ja käytäntöjen muotoutumiseen sekä omaksumiseen. Myös johtajien erilaiset arvot, asenteet ja lähtökohdat vaikuttavat.

Lopuksi vielä tarkastellaan velan, kontrollin ja yksityistämisen positiivisia sekä negatiivisia ominaisuuksia. Kun yritys strukturoidaan uudelleen, on odotettavissa toimintojen kohentuminen. Näin ollen yritys voi suoriutua paremmin velvoitteistaan ja pystyy maksamaan velalle määrätyt korot ja lyhennykset. Tämä takaa sen, että lainanantaja voi olla tyytyväinen. Toisaalta kuitenkin lisääntynyt vieras pääoma nostaa konkurssiriskiä ja mikäli lainanantaja ei monitoroi yritystä tarkasti, saattaa esimerkiksi vakuutena olevat varat yllättäen kadota tai huonoimmassa tapauksessa yritys ei selviä sille asetetuista maksuvelvoitteista. Kontrollin ja yksityistämisen välille liittyy omistaja-johtajan lisääntynyt riskinsietokyky, mikä saattaa olla korkeampi kuin normaalin yritysjohtajan. Välillä se ilmenee parempina tuottoina hyväksyessä riskisiä, mutta

tuottavia projekteja, toisinaan taas riskit realisoituvat ja juuri tämän takia lainanantajien on erittäin tärkeä jatkuvasti monitoroida yritystä.

## 4.2 Empiiriset tutkimustulokset ja päätelmät

LBO-boomien empiirinen tutkimuskenttä ei ole tämän työn havaintojen perusteella yksiselitteinen. Kattavaa empiiristä tutkimuskenttää, joka pitäisi sisällään kaikki viimeaikaiset boomit, ei ole. 1980-luvun boomista löytyy melko hyvin tietoa ja empiirisiä tuloksia, kun taas muiden boomien kohdalta se on melko olematonta. Toki tähän vaikuttaa se, että 2000-luvun puolella välissä alkanut boomi on vasta taakse jäänyttä aikaa ja sen tapahtumat realisoituvat tulevaisuudessa. Jokaisessa boomissa on kuitenkin ajanjaksolle nähtäviä tyypillisiä piirteitä, jotka eivät toistu muissa boomeissa. Yhteneviä piirteitä löytyy myöskin.

Seuraavien empiiristen tutkimusten avulla ei vertailla vain boomien eroavaisuuksia ja yhtäläisyyksiä. Tarkoituksena on vielä lyhyesti vertailla pääomarakennetta koskevia empiirisiä tuloksia, vaikuttaako transaktion sijoittuminen boomin alku- tai loppuvaiheeseen kauppojen luonteeseen kahden empiirisen tutkimuksen avulla ja kenties vielä löytää ulkopuolisia, aiempia tutkimuksia tukevia muita empiirisiä todisteita.

Jotta voidaan jatkaa samaa linjaa kuin aiemmin tässä tutkimuksessa, perehdytään ensimmäisenä velkaa ja pääomarakennetta koskeviin empiirisiin tuloksiin. Axelson et al. (2009) tutkimuksessaan, joka käsitteli 153 suurta ja melko tuoretta *buyout* transaktiota, että *buyout* transaktioiden rahoituksessa ja julkisten yritysten rahoituksessa ei ole havaittavissa mitään suhdetta. Faktoreilla, jotka selittävät julkisten yritysten pääomarakennetta, ei ole selittävää voimaa *buyouteissa*. Kirjoittajat kuitenkin löysivät, että velalla on suuri vaikutus kauppojen hinnoittelussa ja kontrolli faktoreihin, jotka mahdollisesti vaikuttavat hintaan. Voidaan siis todeta, että *buyout* kauppojen pääomarakenne vaatii erilaiset selittäjät kuin pörssinoteeratut yritykset. Axelson et al. (2009) toteavat vielä, että partnerit lainaavat mahdollisimman paljon yhtä kauppaa

kohden ja pääomamarkkinat sekä markkinoilla vallitseva kuri rajoittaa rahan saatavuutta eri aikoina.

Pääomamarkkinoilla vaikuttaa siis vieraan pääoman saatavuus. Miksi muut yritykset eivät sitten investoi samalla tyylillä kuin äsken esitetyt todisteet olettavat? Syy siihen on hyvin yksinkertainen, sillä normaalisti johto ei tahdo kannettavakseen suurta riskiä mikäli vieras pääoma on hinnoiteltu väärin. Kun vieras pääoma lisääntyy pääomarakenteessa, vaikuttaa se konkurssiriskiä kasvattaen. Rationaalisesti ajatteleva johtaja varmasti välttää suurta konkurssiriskiä ja mahdollisesti siitä seuraavia kustannuksia. Toisaalta taas pääomasijoittajilla saattaa olla parempi pääsy kiinni rahoitukseen ja mahdollisuus hyötyä heikoista kovenanteista ja edullisemmasta vieraasta pääomasta.

Seuraavaksi vertaillaan Altamanin (2007) tutkimusta siitä, mitä tapahtui 1980-boomin lainoille ja niiden uudelleen rahoitusta sekä Shivdasanin ja Wangin (2009) tutkimusta rahoituskriisin, CDO-markkinoiden ja riskillisten lainojen välistä yhteyttä. Altman kuvailee korkean riskin joukkovelkakirjamarkkinoiden romahdusta vuonna 1990, mitä edelsi muutamien suurten transaktioiden rahoitusvaikeudet ja 1980-luvun boomin loppupuolen osapuolien vaikeudet tai kyvyttömyys velan uudelleenrahoitukselle. Altman hyödyntää Jensenin aikaisempia havaintoja tutkimuksensa tukena. Jensenin (1989, 1991) mukaan kohdeyrityksen vaikeudet on mahdollista tunnistaa sen kyvyttömyydestä vieraan pääoman uudelleen rahoituksessa. Tämä signaloi muille osapuolille negatiivisesti, jolloin muiden osapuolien ja rahoittajien tulisi uudelleen nopeasti reagoida muutokseen, tyypillisesti kuitenkin ilman konkurssia. Jensenin mukaan oman pääoman sijoittaminen transaktioihin johti ylihinnotteluun ja vielä hyvin velkaantuneisiin transaktioihin, mikä osaltaan ajoi vuosina 1990 ja 1991 monet velkaantuneet transaktiot konkurssiin. Transaktioiden uudelleen järjestelyt koituivat erittäin kalliiksi jos ei kuitenkaan mahdottomiksi. Altman pohtikin tutkimuksensa lopuksi onko 2007 vuoden velkamarkkinoilla vallinnut roskalainojen, sekä riskillisten lainojen liikkeellelasku ja vaikeuksissa olevien yritysten arvopapereiden kauppaaminen uusi paradigma vai suuri rahoitusmarkkinoilla vallitseva kupla. Altman kuitenkin uskoo jälkimmäiseen

vaihtoehtoon, mutta jättää tilaa tulevaisuuden tutkimukselle ja oman hypoteesinsa kumoamiselle.

Shivdasani ja Wang (2009) demonstroivat viimeisimmän rahoituskriisin, CDO-markkinoiden ja riskillisten lainojen välistä yhteyttä ja näyttävät että rakenteelliset muutokset luottomarkkinoilla osaltaan johtivat CDO-markkinoiden räjähdykseen ja pankkilainojen kysynnän kasvuun LBO-rahoituksessa. Tämä taas johti halvempaan velkaan, löyhempiin kovenantteihin ja aggressiiviseen pankkilainojen käyttöön kaupoissa. Tutkimuksessa pohditaan myös pankkien roolia liikkeellelaskijoina eikä niinkään perinteisen luotonantajan roolissa. Toisaalta helppo pääsy vieraaseen pääomaan ei tämän tutkimuksen mukaa johtanut riskisimpiin LBO-kauppoihin tai rakenteisiin kuin 1980-luvulla. Shivdasani ja Wang eivät usko strukturoitujen markkinoiden olevan ainoa syy LBO-boomiin, vaan uskovat tutkimuksensa tukevat strukturoitujen luottomarkkinoiden vaikutusta vieraan pääoman hinnoittelussa, joka osaltaan vaikuttaa LBO- markkinoilla. Koska liikepankit sijoittivat CDO-instrumentteihin, joka myöhemmin johti alaskirjauksiin ja tappioihin, uskovat Shivdasani ja Wang syyn tähän olevan juuri liikepankkien toimimisen liikkeellelaskijoina strukturoiduilla markkinoilla pankkien yrittäessä saada lisätuottoja.

Standard & Poor's (S&P) (2011) tutkimus Euroopan CLO-transaktioista ensisijaisena rahoituksena Euroopan riskillisten lainojen markkinoilla viime vuosikymmenenä pohtii CLO-markkinoiden jatkoa ja mahdollisuutta lainojen uudelleen rahoituksessa niiden eräännyttyä lähitulevaisuudessa. Yleisesti riskilliset lainat vaativat uudelleen rahoitusta noin kuuden – seitsemän vuoden jälkeen. Tämä siis tarkoittaa että riskillisten lainojen huippuvuosien ollessa 2006-2007, tarvitsevat kyseiset lainat juuri uudelleenrahoitusta. Tähän asti se on onnistunut melko helposti, mutta tulevaisuuden uskotaan luovan haasteita. Tutkimus uskoo siihen, että pääomasijoittajat olivat suurilta osin mukana luomassa kasvua riskillisissä lainoissa toimiessaan LBO-markkinoilla ja institutionaalisten lainamarkkinoiden uskotaan olevan yksi tärkeimmistä faktoreista, joka tuki LBO-transaktioiden kasvua Euroopassa.

Markkinoilla vallitsee epäilyksiä siitä, voidaanko CLO-instrumenteilla rahoittaa Euroopan riskillisten lainojen markkinoita lähitulevaisuudessa. Tutkimus osoittaa, että huoli on aiheellinen. 1990-luvun alkupuolen rahoitusmarkkinoiden romahtaminen ja sitä seuranneet konkurssit ja rahoitusvaikeudet voivat hyvinkin toistua tulevaisuudessa, mikäli CLO-instrumenteilla lainojen uudelleen rahoittaminen vaikeutuu. Toisaalta helpompi pääsy luottomarkkinoille tai mahdollisesti edullisemmän vieraan pääoman saaminen ei Shivdasanin ja Wangin (2009) mukaan vaikuta kauppojen riskiin. Tämä siis tarkoittaa, että 1980-luvun kaupat olisivat olleet riskin kautta tarkasteltuna samantyyllisiä kuin 2000-luvun boomin. Yleensäkin samanaikaiset talouden tapahtumat esimerkiksi rahoitusmarkkinoilla heijastuvat omalla tavallaan LBO-transaktioihin, esimerkiksi rahoituksen saatavuus vaikuttaa LBO-kauppojen syntymiseen. Toisaalta S&P (2011) tutkimus uskoo Euroopan pankkien oppineen aiemmasta ja harkitsevansa lainaamista entistä varovaisemmilla ehdoilla. CLO-markkinoiden ei uskota mahdollistavan arbitraaseja uusille CLO-innovaatioille, sillä Euroopan markkinat eivät ole vielä kovin houkuttelevat. Toisaalta EU:n direktiivien uskotaan osaltaan vähentävän tulevaisuuden CLO-instrumenttien luomista.

Andrade ja Kaplan (1998) uskovat LBO-transaktion, joka päättyy maksuvaikeuteen (*default*) lisäävän yrityksen arvoa, varsinkin kun tutkitaan yritysostosta seuranneita preemioita, joita maksetaan osakkeenomistajille. Käyttäen 1980-luvun dataa transaktioista, jotka päättyivät maksuvaikeuksiin, tutkijat huomsivat, että yritykset ovat edelleen arvokkaampia LBO-transaktion jälkeen kuin ennen transaktiota, vaikka ne päättyisivät maksukyvyttömyyteen. Maksukyvyttömyydestä johtuvat kustannukset ovat noin 10-20 prosenttia yrityksen arvosta ja liittyvät yleensä toimialasidonnaisiin ongelmiin toisinkuin itse yrityksen sisällä oleviin ongelmiin.

Seuraavaksi tarkastellaan Kaplanin ja Steinin (1993) tutkimusta siitä, onko tietyn boomin sisällä havaittavissa eroja. He tutkivat 126 MBO:ta vuosien 1980 ja 1989 väliltä ja vertailivat kolmea eri muuttujaa; hinta, pääoman rakenne ja kannustimien käyttö. Kaplan ja Stein huomasivat kauppojen, jotka olivat rahoitettu roskalainoilla olevan hinnaltaan kalliimpia. Kun hinnat nousivat, buyoutteja toteutettiin korkeamman riskin

toimialoilla ja samaan aikaan korkeammalla velalla. Pankkien rooli boomin loppupuolen kaupoissa oli vähäisempi, sillä pankit vaativat tiukempia lainaehtoja, mikä taas vaikutti rahoituksen saantiin. Kaplanin ja Steinin huomio keskittyi myös rahoitusmarkkinoilla tapahtuneisiin muutoksiin. Jensenin määritellyn *strip financing* ja siihen liittyvien instrumenttien käyttö väheni ja niiden tilalle tuli arvopapereita ja instrumentteja, kuten nollakuponki joukkovelkakirjalainoja. Harford (2005) raportoi *takeover* boomien alkuun sijoittuneiden transaktioiden korkeimmista tuotoista sijoittajille ja osakeenomistajille, verrattuna boomin loppupuolelle sijoittuneisiin transaktioihin.

Achrarya et al.(2007) jatkavat siitä, mihin Kaplan ja Stein jäivät ja selvittävät viimeisimmät trendit ja niiden eroavaisuudet verrattuna 1980-lukuun. Tutkijoiden mukaansa viimeisimmän boomin tunnusmerkkejä ovat olleet halpa velka, likviditeetti markkinoilla ja korkeammat arvostukset kuin vuosikymmenen alussa. Toisaalta kaupoista maksettujen hintojen nousu ja velan määrän lisäys on nähty yhdistävinä tekijöinä 1980- luvun loppupuolen huippuun verrattuna. Kuten moneen kertaan jo todettu, viimeisimmän boomin aikana markkinoilla oli uusia rahoitusinnovaatioita saatavilla entistä keveimmin kovenantein.

Heikot kovenantit, monitoroinnin puute ja aggressiivinen velan käyttö voivat osaltaan vaikuttaa yritysten maksukyvyttömyyteen. Mikäli 1990-luvun alun vaikeudet toistuvat, on mahdollista että konkurssit lisääntyvät juuri vieraaseen pääomaan liittyvien ongelmien takia. Toisaalta ajoittain heikko taloudellinen tilanne on nähty jo markkinoilla ja on tärkeä miettiä, miten tulisi toimia, jotta suuremmilta ongelmilta vältyttäisiin. Markkinaosapuolien tulisi pitää mielessä pankkien monitoroinnin väheneminen ja toisaalta pankkien liikkeelle laskemien syndikoidutujen luottojen ja portfolioiden kautta riskin jakaminen. Välillä riskin jakaminen kannattaa, mutta markkinoilla vallitsevan moraalikadon myötä riskin jakaminen saattaa johtaa erilaisiin kriiseihin ja talouden häiriöihin.

Vielä viimeisimpänä esitellään empiirisiä tutkimuksia, jotka syventyvät LBO-transaktioiden ja kohdeyrityksen mahdolliseen lisäarvoon. Gugler et al. (2012) tutkivat *merger* aaltojen ja osakehintojen nousun ja P/E-lukujen välistä yhteyttä. Gugler et al.

tutkivat eroja, joiden mukaan pörssilistattujen ja listaamattomien yritysten tulisi ilmentyä yhdenmukaisina boomeina. Tutkijat tutkivat yhtäläisyyksiä teollisuuden shokkien, yleisen taloudellisen shokin ja yliarvosuksen avulla ja löysivät suuria eroja listaamattomien ja listattujen yritysten väliltä.

Brunerin (2002) tutkimus yritysjärjestelyiden kannattavuudesta ja sen vaikutuksista kauppajen osapuolille osoitti LBO-transaktioiden osalta, että LBO luo lisäarvoa ostajille, ei pelkästään verohyötyjen, mutta myös tehokkuuden ja operationaalisten toimintojen kehittämisen seurauksena. LBO-transaktion seurauksena kassavirrat kasvavat ja pääomamenot vähenevät. Alla oleva taulukko summaa hänen löydöksensä aiemmista tutkimuksista koskien ensimmäistä boomia.

**Taulukko 2.** LBO-transaktioita seuraavat muutokset kassavirrassa ja pääomamenoissa (Bruner, 2002)

Tutkimus	Muutokset liiketoiminnan kassavirroissa	Muutokset pääoman kustannuksessa	Otoksen koko	Otos kerätty vuosina
Kaplan (1989)	11,9%	-31,6%	37	1980-86
Muscarella, Vetsuypens (1990)	23,5%	-11,4%	35	1976-87
Smith (1990)	18%	-25%	18	1976-86
Opler (1992)	16,5%	-42,2%	42	1985-89
Andrade, Kaplan (1998)	54,5%	-40,7%	124	1980-89

Viimeisenä perehdytään jo aiemmin viitattuun Guo et al. (2011) tutkimukseen yrityksen arvonnäkökulmasta LBO-transaktioiden seurauksena. Tutkimuksen mukaan operatiivisen toiminnan tuotot olivat korkeampia 1980-luvun transaktioille kuin transaktioille vuosien 1990 ja 2006 vuosien välillä. Tuotot ovat korkeammat yrityksille, joissa pääomasijoittaja on paikannut toimitusjohtajan ja velan hyödyt olivat myös merkittävä selittäjä. Mikäli pohditaan vieraan pääoman etuja, ovat tulokset konsistentteja aiempien teorioiden ja



tutkimusten kanssa. Viimeisimpänä mainittakoon tutkimuksen löytö siitä, että vaikka liiketoiminnan tuotot eivät ole korkeat, on liiketoiminnan kehittämisellä silti suuri rooli yrityksen arvon lisäyksessä.

Empiiristen tutkimusten ja todisteiden perusteella voidaan todeta, että pääomasijoittaminen ja sitä kautta LBO:t tuovat oman lisäyksensä markkinoille. Kuten Brunerin taulukosta voi huomata, on mahdollista että LBO:t mahdollistavat taloudellisen lisäarvon. On siis hyvin todennäköistä, että LBO-transaktiot kasvattavat suosiotaan tulevaisuudessa operationaalisten toimien suunnittelussa, säilyttäen tai jopa kasvattaen suosiotaan.

Taulukko 3. Empiirisessä osuudessa hyödynnettyjä tutkimuksia

Tutkimus	Tutkimuksen aihe	Tutkimusmenetelmä ja -aineisto	Tutkimuksen keskeiset tulokset
<b>Axelson et al. (2009)</b>	Buyout kauppojen rahoitusrakenne	153 buyout kauppaa tutkimuksen kohteena	Velalla vahva vaikutus kauppojen hintaan
<b>Altaman (2007)</b>	Likviditeetti markkinoilla – uusi trendi vai palautuuko vanha tila	Estimaatteja ja aineisto Yhdysvaltojen maksuvaikeus lukujen arvioita	Luottoluokitus tekniikat kehittyneet, uusi paradigma toisten teorioiden mukaan tulossa
<b>Shivdasan ja Wang (2009)</b>	CDO-markkinoiden, riskillisen lainojen ja rahoituskriisin yhteys	Dataa ABS Databasesta liittyen CDO ja johdannaismarkkinoihin, tutkitaan korrelaatioita ja regressioita	Pankkilainojen kysynnän kasvu, löyhemmät kovenantit lainoissa, helppo pääsy lainaan ei vaikuta kaupan riskiin
<b>Jensen (1989)</b>	Uusien organisaatioiden ilmestyminen markkinoille	Esittää useita eri argumentteja	Kirjoittaja uskoo uusien rakenteiden korvaavan vallitsevat rakenteet
<b>Jensen (1991)</b>	Pääomarakenteen, lainsäädännön vaikutus yritysrahoitukseen	Makrotaloudelliset todisteet, LBOihin liittyvät todisteet	Aktiivisen sijoittajan rooli, pankkien ja hallinnointitavan ongelmat
<b>Andrade ja Kaplan (1998)</b>	Maksuvaikeus ja yrityksen arvo LBO-transaktion jälkeen	31 vahvasti velkaista transaktiota tutkimuksen kohteena	Yritykset ovat arvokkaampia transaktion jälkeen, vaikka ne päätyisi maksuvaikeuksiin
<b>Kaplan ja Stein (1993)</b>	Onko boomin sisällä havaittavissa eroja?	126 MBO-transaktiota vuosilta 1980-1989	Roskaloilla rahoitetut kaupat hinnaltaan kalliita, boomin loppupuolella riskilliset toimialat
<b>Acharya et al. (2007)</b>	LBO-boomien kasvu ja sen taustaa	Implikaatioiden esittäminen ja boomien vertailu	Likviditeetti, halpa vieras pääoma ja korkea arvostus yhdistäviä tekijöitä 1980-luvun kauppojen kanssa
<b>Gugler et al. (2012)</b>	Eroavaisuudet boomien eri tekijöissä	Aineisto vuosilta 1991-2004, q-teoria, valuaatio, käytösteoria	Suuria eroja listaamattomien ja listattujen yritysten välillä
<b>Bruner (2002)</b>	Yritysjärjestelyiden kannattavuus ja vaikuttavuus	Erilaisia lähestymistapoja, tutkii yhteensä 114 tutkimusta vuosilta 1971-2000	Tehokkuuden ja operationaalisten toimintojen kehittäminen lisää LBO-transaktion lisäarvoa sidosryhmille
<b>Guo et al. (2011)</b>	Lisäävätkö buyout-kaupat vielä yrityksen arvoa	192 transaktiota vuosilta 1990-2006 (arvo yli 100m dollaria)	Liiketoiminnan kehittäminen, velka ja omistaja lisäävät

## 5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO

Tämän päivän globalisoituvassa ympäristössä yritysten tulee sopeutua vallitsevaan markkinatilanteeseen ja reagoida nopeasti muutoksiin. 1980-luvun lopussa Jensen uskoi LBO-transaktioita seuraavan yksityistämisen vaikuttavan dominoivasti sen ajan yritysrakenteisiin, mutta väite osoittautui kuitenkin ennenaikaiseksi. LBO- kauppojen hyötyä yrityksille on tutkittu kasvavissa määrin aina 1980-luvun boomista tähän päivään asti.

1980-luvun boomista on erittäin kattavasti tietoa, kun 1990-luvun loppupuolen tapahtumat ovat jääneet tutkijoilta hieman varjoon. Syy tähän voi hyvin olla se, että 1990-luvun lopun boomi sijoittui osittain jo Eurooppaan, kun tutkijoiden painopiste oli edelleen Yhdysvalloissa. 2000-luvulla alkanutta boomia on tutkittu hyvin paljon. Viimeisin boomi piti sisällään mielenkiintoisia ja uusia elementtejä, kuten uudet ja innovatiiviset rahoitusinstrumentit ja tutkijat ovat vertailleet sitä 1980-luvun boomiin. Tutkimuskenttä on siis hieman hajautunut ja yhtä selittävää tekijää boomien eroille sekä yhtäläisyyksille on vaikea määrittää. Toisaalta juuri säännönmukaisuuden puuttuminen ja eroavaisuudet boomien välillä sekä konkreettisten tekijöiden, että erilaisen kirjallisuuden ja materiaalin muodossa tekee aiheesta yhä mielenkiintoisemman.

Tämän työn päätarkoituksena oli tutkia LBO-boomien eroja ja yhtäläisyyksiä 1980-luvun boomista aina tähän päivään asti. Tutkimuksessa hyödynnettiin kolmea näkökulmaa, jotka edustavat LBO-transaktioiden yleisiä piirteitä; pääomarakenne, omistajaohjaus ja synergia hyödyt. Eri teorioiden ja empirioiden avulla tehdyt vertailut antavat kattavan kuvan boomien luonteesta, mutta yksiselitteisiä faktoreita tai muuttujia ei selkeästi ole havaittavissa.

Boomit ovat yleensä seurausta yleisestä taloudellisesta toipumisesta, jolloin myös rahoitusmarkkinat sekä osakemarkkinat elpyvät. Usein boomeihin liitetään myös erilaiset sääntelyn muutokset. Toisaalta erilaiset teollisuuden tai teknologian shokit voivat osaltaan myös vaikuttaa boomien kasvuun. Samanaikaisia tapahtumia boomin

lopun kanssa ovat olleet osakemarkkinoiden romahdus ja sitä seuraava talouden taantuma.

Yhtäläisyyksiä ja eroavaisuuksia transaktioiden pääomarakenteissa oli huomattavissa. 1980-luvulla kaupat rahoitettiin lähinnä roskalainoilla, kun taas viimeisimmässä boomissa mukana olivat innovatiiviset rahoitusinstrumentit, lainojen syndikoiminen ja epälikvidien omaisuuserien arvopaperistaminen. Kansainvälistä aspektia toi kauppojen leviäminen eri maanosiin ja siihen liittyvät lainsäädännölliset sekä kulttuurilliset vaikutukset. Transaktioiden seurauksena uusi yritys rakenne koettiin toimivammaksi ja tehokkaammaksi kuin aiemmin. Vaikka 1980-luvun lopussa monet transaktiot päättyivät maksuvaikeuksiin, uskottiin yritysten silti saavuttaneen lisäarvoa LBO-kaupan seurauksena.

Kansainvälisyys luo yhä enemmän haasteita ja erilaiset oikeudelliset ongelmat tulee huomioida yhä tarkemmin. Kasvaneen vieraan pääoman käytön osalta uusien instrumenttien käyttäminen, löyhemmät kovenantit ja vähentynyt monitorointi saattavat osaltaan alentaa kohdeyritysten maksukyvyttömyyttä. Näin ollen moraalikato (*moral hazard*) saattaa tulevaisuudessa olla kasvava ongelma ja erilaisia ratkaisuja siihen tulisi löytää, mikä luo pohjan jatkotutkimuksille. Miten tulevaisuudessa voidaan rahoituksen liikkeellelaskijat monitoroimaan kohdeyritystä tarkemmin ja miten voidaan huolehtia siitä, että epälikvidien varojen arvopaperistaminen ei vaikuttaisi liiallisesti markkinoiden hyvinvointiin.

## LÄHDELUETTELO

Andrade G., Kaplan S. 1998. How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed. *The journal of finance* 53, 5, 1443 – 1493

Acharya V., Franks J., Servaes H. 2007. Private Equity: Boom and Bust? *Journal of Applied Corporate Finance* 19, 4, 1-10

Altman E. 2007. Global Debt markets in 2007: New Paradigm or the Great Credit Bubble? *Journal of Applied Corporate Finance*, 19, 3, 17 - 31

Altman E., Hotchkiss E. 2005. Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt. New York: John Wiley and Sons, Inc.

Ashurts, Morris, Crisp. 2002. Public-to-private takeovers in Germany. Ashurts, Morris, Crisp Investment Banking Briefing

Athanassakos G. 1995. Equity Valuation: A Guide To Discounted Cash Flow And Relative Valuation Methods. Richard Ivey School of Business: University of Western Ontario

Axelson, U., Strömberg, P., Weisbach M. 2009. Why are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Firms. *Journal of Finance*, 64, 4, 1549 - 1582

Bergemann D., Hege U. 1998. Venture capital financing, moral hazard, and learning. *Journal of Banking and Finance* 22, 703 – 735

Bruner R. F. 2002 Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. *Journal of Applied Finance* –12,1, 48 - 68

Chatterjee S. 1992. Sources of value in takeovers: Synergy or restructuring – implications for target and bidder firms. *Strategic Management Journal*, 12, 267 – 286

CMBOR. 2002. Public-to-private buy-outs in the UK and Continental Europe, section 3 in UK Quarterly Review Summer 2002. University of Nottingham: Centre For Management Buy-out Research

Damodaran A. 2008 The Anatomy of an LBO: Leverage, Control and Value. *CFA Institute Proceedings Quarterly* 25, 3, 1-12

Gugler K., Mueller D. C., Weichselbaumer M. 2012. The Determinants of merger waves: An international perspective. *International Journal of Industrial Organization* 30, 1 – 15

Guo S., Hotchkiss E. S., Song W. 2011 Do Buyouts (Still) Create Value? *The Journal Of Finance*, 66 2, 479 – 517

Harford, J., 2005, What drives merger waves? *Journal of Financial Economics* 77,3, 529-560.

Jensen M.C., Meckling W. H. 1976 Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure *Journal of Financial Economics*, 3, 4, 305 – 360

Jensen M.C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 2, 323 – 329

Jensen M. C. 1988 Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2, 1, 21 – 48

Jensen M. C. 1989 Active Investors, LBOS, and the Privatization of Bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance* 2, 1, 35 – 44

Jensen M. C. 1991 Corporate Control and the Politics of Finance. *Journal of Applied Corporate Finance* 14,2, 13 – 33

Kaplan S.N., Strömberg P. 2009. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23, 121-146

Kuhn Capital. 2003. Going-private equity, Kuhn Capital publication, saatavilla [http://www.kuhncap.com/v2/dispatches\\_details.asp?reviews2\\_id=20](http://www.kuhncap.com/v2/dispatches_details.asp?reviews2_id=20)

Kaplan S., Stein J. 1993. The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s. *Quarterly Journal of Economics*, 108, 2, 313-357

Lauriala, J. 2004. *Pääomasijoittaminen*. Helsinki: Edita.

Lauriala J. 2009. Yritysjärjestelyiden rahoitus (Finanzierung der Unternehmensstrukturierungen), *Defensor Legis*, 6, 947 - 960

Martynova M., Renneboog L. 2008. A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand? *Journal of Banking and Finance*, 32, 10, 2148-2177

Mitchell M., Mulherin H. 1996. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of Financial Economics*, 41, 2, 193-229

Mähönen, J. 2005. *Kansainväliset tilinpäätösstandardit ja yhtiöoikeus*. Helsinki: Edita.

Mähönen, J. ja Villa, S. 2006. *Osakeyhtiö II, Pääomarakenne ja rahoitus*. Porvoo: Ws Bookwell Oy.

K. Palepu 1990. Consequences of Leverage Buyouts. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27,1, 247 - 262

Renneboog L., Simons T., Wright M. 2007. Why do public firms go private in UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation. *Journal of Corporate Finance*, 13, 591 - 628

Shivdasani A., Wang Y. 2009. Did Structured Credit Fuel the LBO Boom? *Journal of Finance LXVI*, 4, 1291 – 1328

Sheifer A., Vishny R. 1990. The takeover wave of the 1980s. *Science*, 17, 249, 745 - 749

Standard & Poor's. 2011. European Leveraged Loan Face Funding Hiatus As CLO Vehicles' Support Wanes. *Global Credit Portal, Ratings Direct*

Toms S. and Wright M. 2005. Divergence and Convergence within Anglo-American Corporate Governance Systems: Evidence from the US and UK 1950 – 2000. *Business History*, 47, 2, 267 - 295

The Economist. 2013. Shift – Cntrl –Dell; Private Equity, *The Economist* 406, 8819, 74.

The Economist 2011. Is the European high-yield bond market a bubble? Internet uutinen. (Viitattu 1.4.2013) Saatavilla: [www.economist.com/blogs/freeexchange/2011/06/high-yield-corporate-bonds](http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2011/06/high-yield-corporate-bonds)

Wright M., Renneboog L., 2006. Leveraged Buyouts in the U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect *Journal of Applied Corporate Finance*, 18, 3, 37-55