



**Open your mind. LUT.**

Lappeenranta **University of Technology**

**Kauppateollinen tiedekunta**

**Kandidaatintutkielma**

**Talousjohtaminen**

**Yrityskaupan toteuttamisen vaikutus ostavan yrityksen arvoon:  
tapahtumatutkimus suomalaisilta osakemarkkinoilta**

**The impact of M&A's on performance of acquiring firms: Finnish stock market  
perspective  
4.5.2014**

**Tekijä: Markus Blomberg**

**Ohjaaja: Elena Fedorova**

**Opponoiija: Oskar Loisamo**

## Sisällysluettelo

1 Johdanto .....	3
1.1 Tutkimuksen tausta .....	3
1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimuskysymykset.....	4
1.3 Tutkimuksen rakenne ja rajaukset.....	5
1.4 Tutkielman viitekehys.....	7
2 Yrityskauppa yleisesti .....	7
2.1 Yrityskaupan määritelmä.....	7
2.2 Yrityskauppojen luokittelu .....	8
2.3 Yrityskaupprosessi .....	10
2.3.1 Suunnitteluvaihe .....	12
2.3.2 Toteuttamisvaihe .....	13
2.3.3 Sopeuttamisvaihe .....	14
3 Motiivit .....	15
3.1 Agenttiteoria.....	15
3.2 Yrityskaupan toteuttamisen motiivit.....	15
3.2.1 Taloudelliset motiivit.....	17
3.2.2 Strategiset motiivit.....	18
3.2.3 Johdon henkilökohtaiset motiivit .....	19
4. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi .....	19
5 Aiemmat tutkimustulokset .....	20
6 Tutkimuksessa käytetty metodologia.....	22
7 Tulokset.....	26
8 Johtopäätökset.....	28
Lähdeluettelo.....	30

# 1 Johdanto

## 1.1 Tutkimuksen tausta

Taloussanomien toimittajan Juha-Matti Mäntylän (2010) mukaan usein kuultu viisaus tutkijoiden ja liikkeenjohdon konsulttien suusta on se, että joka toinen yrityskauppa epäonnistuu. Tästä huolimatta niin Suomessa kuin ulkomailla riittää yrityksiä, joille yrityskaupat ovat ensisijainen kasvun lähde.

Yrityskauppa aiheena on ajankohtainen, sillä julkisuudessa näkyy jatkuvasti spekulatioita yrityskaupoista ja fuusioista sekä niiden kannattavuudesta. Jo pelkästään vuonna 2007 maailmassa toteutettiin yhteensä 35 982 yrityskauppaa, joiden yhteenlaskettu kokonaisarvo oli Yhdysvalloissa 1345 miljardia yhdysvaltojen dollaria ja Euroopassa 3053 miljardia dollaria (Huyghebaert ja Luypaert, 2010).

Kasvavilla markkinoilla yrityskauppojen suotuisaan kehitykseen ovat vaikuttaneet monet myönteiset markkinatrendit, kuten ulkomaisten investointien salliminen. Historiassa taas on havaittu aaltoja eri aikakausilta, jolloin yrityskauppojen volyymi on noussut voimakkaasti. Kirjallisuudessa ja eri tutkimuksissa on lähihistoriasta eritelty kuusi eri aaltoa, joiden aikana myös taustamotiivit yrityskauppojen toteuttamiselle ovat vaihdelleet (Kiymaz ja Baker, 2008).

Suomalaiset yhtiöt ovat olleet aktiivisia yrityskauppojen toteuttamisessa. 1990-luvulla suomalaisten yhtiöiden arvioitiin toteuttaneen suhteessa talouden kokoon enemmän yrityskauppoja verrattuna yhteenkään muuhun EU-maahan (Ali-Yrkkö, 2002). Vuodesta 1999 lähtien suomalaiset yhtiöt (sekä julkiset että yksityiset) toteuttivat yhteensä 4441 yrityskauppaa. Yrityskauppojen julkistamistietoja puolestaan oli yhteensä 5289 kappaletta (Thomson ONE -tietokanta). Maailmalla toteutuneita yrityskauppoja on ollut yhteensä vuodesta 1999 lähtien 470 094 kappaletta. Kaaviosta 1 voidaan huomata, että suomalaisten yhtiöiden osalta yrityskauppojen toteutuneessa lukumäärässä havaittavissa on laskeva trendi.



**Kaavio 1.** Suomalaisien yhtiöiden toteuttamien yrityskauppojen lukumäärä vuodesta 1999 lähtien (Thomson ONE -tietokanta).

Yrityskauppojen ja fuusioiden onnistumista on mitattu tyypillisesti tekemällä tapahtumatutkimus, jossa on laskettu julkistamisajankohdan toteutuneen osaketuoton ja odotetun normaalin osaketuoton välinen ero. Tapahtumatutkimuksen lisäksi yrityskauppojen onnistumista voidaan mitata esimerkiksi tunnuslukuihin perustuvan analyysin perusteella. Tässä tutkimuksessa käytettävänä tutkimusmetodologiana on tapahtumatutkimus johtuen tutkimuksen ajallisesta laajuudesta, jolloin tunnuslukuihin perustuvassa vertailussa talouden taustamuuttujat vaikuttaisivat liikaa tutkimustuloksiin ja näin ollen tapahtumien vertailu keskenään vaikeutuisi entisestään.

## 1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimuskysymykset

Tutkimuksen tavoitteena on tutkia suomalaisten yritysten toteuttamien yrityskauppojen tuottamaa arvoa osakkeenomistajille tapahtumatutkimuksen avulla. Tutkielma on tehty ostajan näkökulmasta. Muita lähestymistapoja yrityskauppaprosessiin voisivat olla esimerkiksi myyjän näkökulma, sijoittajan näkökulma tai strategian näkökulma. Ostajan näkökulmalla tutkielmassa pyritään tuomaan esiin ne taustamotiivit, joita yritysostolla halutaan saavuttaa sekä mitä onnistuneen yritysoston suorittamisessa on käytävä läpi ennen yrityskaupan toteuttamista ja yrityskaupan toteuttamisen jälkeen. Ostajan

näkökulma kattaa yritysjohton sekä myös yrityksen omistajat, joiden lopullinen tavoite on rahoitusteorian mukaan yrityksen osakkeen ja näin ollen myös markkina-arvon maksimointi pitkällä aikavälillä. Omistajan näkökulmasta yrityskauppa tuo aina lisää omistaja-arvoa silloin, kun investointiin käytetyn pääoman keskimääräinen tuotto on suurempi kuin investointiin käytetyn pääoman keskimääräinen kustannus on.

Eri aikakausien trendit ovat vaikuttaneet vahvasti siihen mitä yrityskaupoilla on pyritty saavuttamaan. Nykyinen trendisuuntaus näyttää kuitenkin vahvasti olevan operatiivisten synergioiden saavuttaminen. Operatiivisten synergioiden tavoittelu yrityskaupan avulla oli myös lähtöhypoteesina yrityskaupan motiivien selvittämisessä.

Tutkimuksessa pyritään vastaamaan seuraavanlaisiin kysymyksiin:

***Tutkimuskysymys 1:*** Ovatko suomalaisten julkisten osakeyhtiöiden toteuttamat yrityskaupat hyödyttäneet osakkeenomistajia?

***Tutkimuskysymys 2:*** Missä vaiheessa yritysoston julkistamistieto on näkynyt osakkeen hinnoittelussa?

### **1.3 Tutkimuksen rakenne ja rajaukset**

Tutkimus rakentuu teoriaosuudesta, jossa kirjallisuuskatsauksen avulla käydään yrityskauppaprosessi läpi yleisesti sekä ostajan näkökulmasta. Yrityskauppaprosessin jälkeen tutkielma linjaa yleisimmät yrityskauppatyypit, jonka jälkeen tutkielma käy läpi yrityskaupan toteuttamisen motiivit sekä aikaisempia tutkimustuloksia yritysostojen kannattavuudesta.

Tutkimustulokset on saatu tapahtumatutkimuksesta, johon rajauksena käytettiin kolmentoista vuoden aikaväliä. Suomen markkinoilla tapahtuneita yritysostoja oli tapahtunut aikavälillä 1.1.2000 – 31.12.2013 yhteensä 26 kappaletta, jotka soveltuivat alla linjattujen rajausten piiriin. Tapahtumatutkimuksessa mukana olevat yhtiöt ovat nähtävissä taulukosta 1. Yrityskaupat pyrittiin rajaamaan kauppahinnaltaan tarpeeksi merkittävän tapahtuman joukkoon, jotta tutkimuksen rajallisen kappalemäärän huomioon

ottaen muut tekijät kuin itse yrityskaupan julkistamistieto ei vaikuttaisi kurssin kehitykseen ja näin ollen vääristäisi tuloksia.

Tutkimusta koskevat rajaukset:

- Tapahtumatutkimus, jossa:
  - o molemmat yritykset ovat julkisia osakeyhtiöitä
  - o ostava yritys on suomalainen julkinen osakeyhtiö
  - o ostava yritys ostaa yli 50 % ostettavan yrityksen osakekannasta
  - o yritysosto on tapahtunut 1.1.2000 – 31.12.2013 välisenä aikana
  - o kauppahinta on ollut yli 50 miljoonaa euroa

Kyseisten rajausten avulla ThomsonOne – tietokannasta löytyi 26 yrityskauppaa tapahtumatutkimuksen toteuttamista varten.

**Taulukko 1.** Yritysostotapahtumat (Lähde: ThomsonOne)

<b>Päivämäärä</b>	<b>Ostaja</b>	<b>Myyjä</b>
<b>16.2.2000</b>	Talentum Oyj	Kauppakaari Oy
<b>22.2.2000</b>	Stora Enso Oyj	Consolidated Papers Inc
<b>21.6.2000</b>	Metso Oyj	Svedala Industri AB
<b>29.8.2000</b>	UPM-Kymmene Oyj	Repap Enterprises Inc
<b>7.12.2000</b>	Nokia Oyj	Ramp Networks Inc
<b>21.3.2001</b>	Elisa Communications Oyj	Soon Communications PLC
<b>7.5.2001</b>	Tecnomen Holding Corp	Tecnomen Oyj
<b>10.1.2002</b>	Wecan Electronics Oyj	Scanfil Oyj
<b>22.3.2002</b>	Instrumentarium Oyj	SpaceLabs Medical Inc
<b>20.5.2002</b>	KONE Oyj	Partek AB Oy
<b>5.4.2005</b>	TietoEnator Oyj	AttentiV Systems Group plc
<b>16.11.2005</b>	Nokia Oyj	Intellisync Corp
<b>2.2.2006</b>	Fortum Oyj	E ON Finland Oyj
<b>10.2.2006</b>	Wärtsilä Oyj	Total Automation Ltd
<b>7.8.2006</b>	Nokia Oyj	Loudeye Corp
<b>19.10.2006</b>	Componenta Oyj	Doktas Docum Sanayi ve Ticaret
<b>16.2.2007</b>	Atria Group PLC	Sardus AB
<b>11.6.2007</b>	Affecto Oyj	Component Software Group ASA
<b>29.8.2007</b>	Satama Interactive Oyj	Trainers' House Oyj
<b>1.10.2007</b>	Stockmann Oyj	Lindex AB
<b>1.10.2007</b>	Nokia Oyj	NAVTEQ Corp
<b>28.1.2008</b>	Nokia Oyj	TrollTech ASA

<b>28.2.2008</b>	Fortum Oyj	TGC-10
<b>15.10.2009</b>	Outotec Oyj	Larox Oyj
<b>5.11.2009</b>	Metso Oyj	Tamfelt OY AB
<b>17.11.2011</b>	Wärtsilä Oyj	Hamworthy PLC

Taulukossa 1 on nähtävissä tutkimuksessa mukana olevat yritykset, jotka sopivat rajausten piiriin. Lopullista tutkimusta varten tietoja oli kuitenkin saatavilla vain 25 yrityskaupasta, sillä Datastream – tietokannasta ei ollut saatavilla kurssitietoja Wecan Electronics Oyj:n toteuttamasta yrityskaupasta. Yhtiöiden kurssitiedot sekä vertailuindeksinä käytetyn OMXH25 – indeksin tiedot haettiin tutkimukseen Datastream – tietokannasta.

#### 1.4 Tutkielman viitekehys

Suomalaisten yrityskauppojen onnistumisesta ei löytynyt tuoretta tutkimusta, vaikka tutkimuksia aiheesta on maailmanlaajuisesti tehty huomattava määrä. Tässä työssä läpikäytyt artikkelit käsittelevät sekä tapahtumatutkimuksista saatuja tuloksia että yrityskaupan toteuttamiseen liittyviä motiiveja eri tutkimusten valossa. Teoreettisena pohjana tapahtumatutkimukselle työssä käydään läpi tehokkaiden markkinoiden hypoteesi sekä motiivien osalta tutkimustuloksia pohjustaa agenttiteoria.

## 2 Yrityskauppa yleisesti

### 2.1 Yrityskaupan määritelmä

Yrityskaupalla tarkoitetaan yleensä kahdentyyppisiä järjestelyitä. Omistuskaupasta puhutaan, kun elinkeinotoimintaa harjoittavan yhtiön osakkeet tai osuudet luovutetaan. Toinen tyypillinen järjestely on substanssikauppa, jossa yhtiön liiketoiminta ja sitä palveleva omaisuus luovutetaan (Immonen, 2008). Usein kuulee puhuttavan myös sulautumisen käsitteestä eli fuusiosta. Fuusiolla tarkoitetaan menettelyä, jossa

sulautuvan yhtiön varat ja velat siirtyvät vastaanottavan yhtiön haltuun ja sulautuvan yhtiön osakkeen omistajat saavat vastikkeena vastaanottavan yhtiön osakkeita, rahaa, muuta omaisuutta tai sitoumuksia (Osakeyhtiölaki 2006 16:1 §).

Kilpailulain (2014) mukainen määritelmä yrityskaupalle on seuraavanlainen (Kilpailulaki 2014 4:21 §):

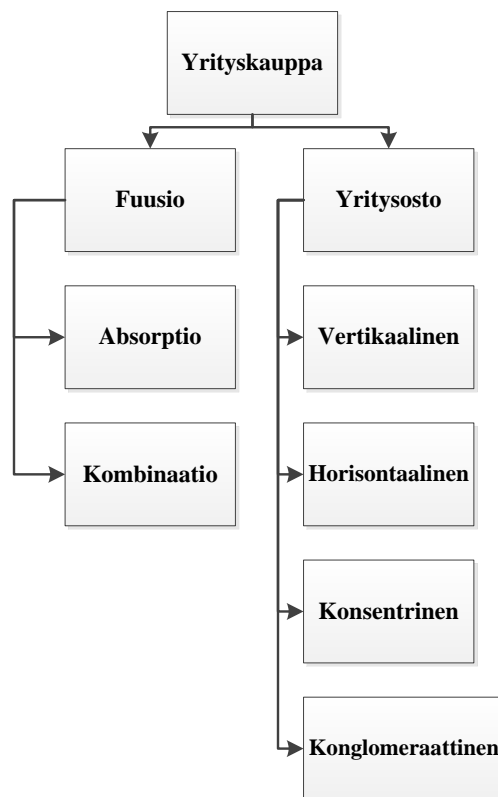
1. kirjanpitolain mukaista määräysvallan tai vastaavan tosiasiallisen määräysvallan hankkimista
2. elinkeinonharjoittajan koko liiketoiminnan tai liiketoiminnan osan hankkimista
3. sulautumista
4. yhteisyrityksen perustamista, joka huolehtii pysyvästi kaikista itsenäiselle yritykselle kuuluvista tehtävistä

Suomessa yrityskauppavalvontaa koskevia säännöksiä sovelletaan silloin, kun yrityskaupan osapuolten yhteenlaskettu liikevaihto ylittää 350 miljoonaa euroa ja jossa vähintään kahden Suomessa toimivan osapuolen yrityskaupan kertynyt liikevaihto ylittää kummankin osapuolen osalta 20 miljoonaa euroa (Kilpailulaki 2014 4:22 §).

## **2.2 Yrityskauppojen luokittelu**

Yrityskauppojen luokittelu on yhteydessä yrityskaupan toteuttamisen motiiveihin. Jokaisella yrityskauppatyypillä voidaan olettaa olevan erilaiset lähtökohdat yrityskaupan toteuttamiselle. Näitä taustamotiiveja on käyty läpi kappaleessa 3. Yrityskauppa voidaan jakaa kaavion 2 mukaisesti ensin fuusioihin ja yritysostoihin ja näiden lisäksi vielä useampaan alaluokkaan (Tenhunen ja Werner, 2000).





**Kaavio 2.** Yrityskauppaluokittelu (Lähde: Tenhunen ja Werner, 2000)

**Fuusio** eli sulautuminen voi tapahtua joko absorptiosulautumisella tai kombinaatiosulautumisella. *Absorptiosulautumisessa* yksi tai useampi yhtiö sulautuu vastaanottavaan yhtiöön. *Kombinaatiosulautumisesta* puhutaan, kun vähintään kaksi sulautuvaa yhtiötä sulautuu yhteen perustamalla yhdessä vastaanottavan yhtiön. (Siikarla, 2006)

**Vertikaalinen** yrityskauppa on kyseessä silloin, kun yrityskaupassa mukana olevat osapuolet toimivat tietyn tuotteen tai palvelun eri tuotantoportilla. Kilpailuviraston (2011) raportin mukaan monialayrityskaupoissa osapuolet puolestaan toimivat sellaisilla erillisillä markkinoilla, joilla ei voida sanoa olevan suoria horisontaalisia eikä vertikaalisia yhteyksiä. Tehokkaiden markkinoiden toimintaan on vaikutus todennäköisempää horisontaalisissa kuin ei-horisontaalisissa yrityskaupoissa.

**Horisontaalisessa** yrityskaupassa osapuolet ovat toistensa kilpailijoita. Kilpailuviraston (2011) antamien linjausten mukaan yritykset toimivat samojen hyödykkeiden markkinoilla tai valmistusprosessin samassa valmistusketjun vaiheessa. Horisontaalinen yrityskauppa aiheuttaa itsenäisten yritysten lukumäärän vähenemisen markkinoilla ja kilpailevien yritysten suhteelliset markkinaosuudet samalla muuttuvat, jolloin myös markkinarakenne muuttuu.

Kilpailuviraston (2011) lähteen mukaan Vertikaalinen yrityskauppa ei esimerkiksi suoraan vaikuta yritysten markkinaosuuksiin oleellisilla markkinoilla, koska yritykset eivät ole toistensa suoranaisia kilpailijoita. Tehokas kilpailu voi kuitenkin ilmentyä myös ei-horisontaalisissa yrityskaupoissa. Esimerkiksi tilanne, jossa yritys saa vertikaalisella yrityskaupalla haltuunsa tärkeitä hankintalähteitä tai jakelukanavia.

**Konsentriinen** yritysosto tapahtuu silloin, kun ostajan ja myyjän toimiala on sama. Tenhusen ja Wernerin (2000) mukaan konsentrisen yrityskaupan voi nähdä tapahtuvan myös silloin, kun markkinat ovat samankaltaiset, markkinointi- ja jakelukanavat ovat samankaltaiset tai tutkimus- ja kehitystoiminta on samankaltaista.

**Konglomeraattisella** yrityskaupalla tarkoitetaan DePamphilisin (2011) mukaan yrityskauppaa, jossa yrityskaupan osapuolet toimivat eri toimialoilla.

### 2.3 Yrityskauppaprosessi

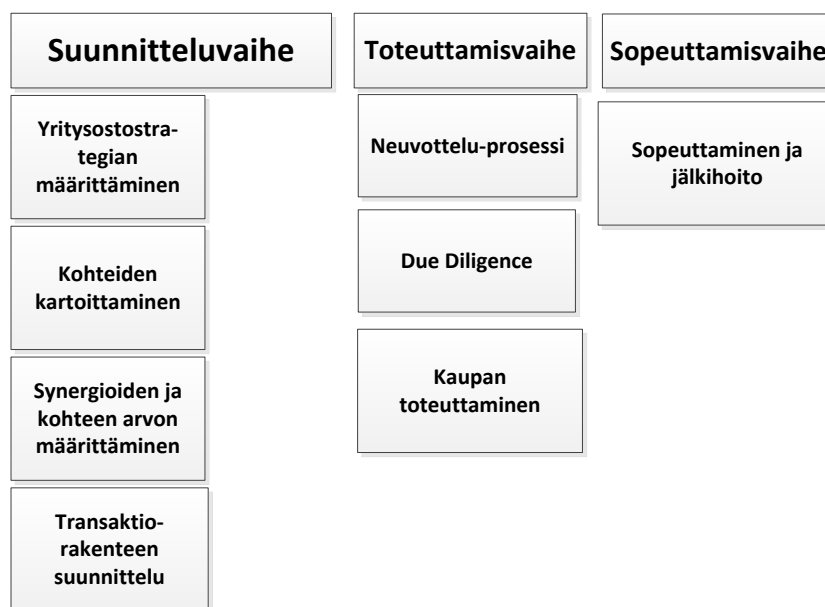
Yrityskauppaprosessin eri osa-alueiden ymmärtäminen ja osaaminen kuuluu oleellisena osana yrityskaupan toteuttamisen onnistumiseen. Eri prosessivaiheiden painotus on aina kuitenkin yrityskauppatyypikohtaista. Tässä tutkielmassa pyritään nostamaan keskeisimmät yrityskauppaprosessin vaiheet esiin, jotta motiivien ja tuottojen hahmottaminen helpottuisi.

Ostajan näkökulmasta yrityskauppaprosessista voidaan erotella seuraavat vaiheet (Katramo, et al., 2011):

- Yritysostostrategian määrittäminen
- Kohteiden kartoittaminen

- Synergioiden ja kohteen arvon määrittäminen
- Transaktiorakenteen suunnittelu
- Neuvotteluprosessi
- Due Diligence -tutkimus
- Kaupan toteuttaminen
- Sopeuttaminen ja jälkihoito

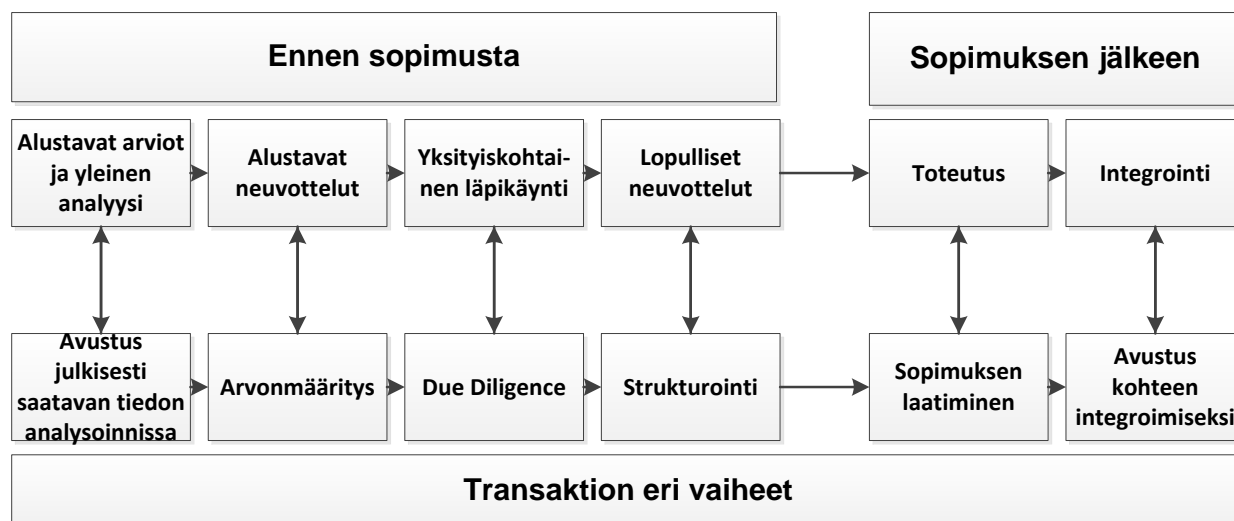
Immonen (2008) on jakanut samat vaiheet kokonaisprosessin suunnitteluvaiheeseen, toteuttamisvaiheeseen ja sopeuttamisvaiheeseen. Alla olevassa kaaviossa 3 yrityskauppaprosessi on jaettu kolmeen päävaiheeseen ja päävaiheiden aikana tapahtuviin alaprosesseihin.



**Kaavio 3.** Yrityskauppaprosessin vaiheet (Lähde: Immonen, 2008 ja Katramo et al., 2011)

Yrityskauppaprosessia voidaan havainnollistaa myös ennen sopimuksen syntymistä ja sopimuksen syntymisen jälkeen. Jokaisen vaiheen voidaan sanoa olevan yrityskauppaprosessissa tärkeässä roolissa. Yritysostajan preferensseistä riippuu, mihin osa-alueisiin prosessissa on tarpeellista panostaa ja miten paljon. Ostajan

näkökulmasta yritystoston hinta riippuu huomattavasti myös markkinatilanteesta, eli millainen kilpailutilanne ja kysyntä ostettavaa yritystä kohtaan ovat markkinoilla. Tässä tutkielmassa esillä olevat kaaviot ovat enemmänkin yrityskaupan toteuttamista tukevia taustatekijöitä kuin varsinaisia rakenteellisia ohjenuoria prosessin suorittamiseen. Kaavio 4 havainnollistaa yrityskauppaprosessin eri vaiheita ennen sopimusta ja sopimuksen jälkeen:



**Kaavio 4.** Yrityskauppaprosessin vaiheet ennen sopimusta ja sopimuksen jälkeen (Lähde: PricewaterhouseCoopers, 2014)

Kaavio 4 auttaa hahmottamaan yrityskauppatransaktion ennen sopimusta ja sopimuksen jälkeen. Kaavion avulla kokonaiskuvan muodostaminen transaktion prosessin vaiheista on helpompi tehdä.

### 2.3.1 Suunnitteluvaihe

Yrityskauppaprosessin voidaan sanoa lähtevän liikkeelle ostokohteiden etsinnästä, jolloin pyritään selvittämään onko ostajayrityksen strateginen tavoite saavutettavissa yritystoston myötä (Katramo, et al. 2011). Tämän takia onkin kriittistä selvittää, mitkä ovat ostajayrityksen tavoitteet yritystostossa. Kriteereinä voivat olla ainakin ostettavan yrityksen toimiala, ostokohteen markkinaosuus, markkina-alue, kasvupotentiaali ja ostokohteen koko.

Yrityskauppaa suunnittelevan yrityksen olisi ensimmäiseksi tunnistettava ostostrategiansa ja varmistettava, että yrityskaupan toteutuminen vaikuttaisi positiivisesti yrityksen strategiaan (Katramo, et al., 2011). Suunnitteluvaihe on myös mahdollista jakaa edelleen markkinoiden identifiointiin, ostokohteen kartoitukseen, kohteiden seulontaan ja ostokohteen taloudellisen turvallisuuden määrittämiseen (Immonen, 2008).

### **2.3.2 Toteuttamisvaihe**

Toteuttamisvaiheessa neuvotellaan yrityskaupan ehdoista ja kauppasopimuksesta. Immosen (2008) mukaan keskeisimpiin neuvottelukohteisiin toteuttamisvaiheessa kuuluu kaupan rahoitus- ja maksutavasta sopiminen. Kauppahinta voidaan esimerkiksi sopia riippuvaiseksi ostettavan yrityksen tulevaisuuden tuotoista.

Arvonmääritys on tärkeässä roolissa kauppahinnan muodostamisessa. Arvonmääritysmenetelmiä on muun muassa vapaisiin kassavirtoihin perustuva menetelmä, osinkoperusteinen arvonmääritysmalli ja tasesubstanssiarvon laskeminen. Arvonmääritysmenetelmä onkin aina yritys- ja markkinakohtaista, eikä yhtä oikeaa menetelmää hinnan laskemiseksi ole välttämättä saatavilla. Usein järkevää onkin määrittää arvo useamman eri menetelmän avulla, jonka jälkeen saatuja arvoja voidaan analysoida ja menetelmän sopivuutta arvioida keskenään. Hinnan muodostamisessa ostavan yrityksen tulevat synergiaedut, sekä ostajan ja myyjän neuvotteluosaaminen ovat suuressa roolissa kauppahintaa ajatellen kuin itse staattiset arvonmääritysmenetelmien avulla saatavat luvut.

Toteuttamisvaiheeseen kuuluu oleellisena osana myös Due Diligence, joka tarkoittaa yrityskaupan kohteen huolellista tarkastusta. Huolellisen tarkastuksen tarkoituksena on varmistaa, että ostaja saa varmasti sovitun mukaisen ”paketin” kauppaprosessin seurauksena, eikä ostettavasta yhtiöstä paljastu esimerkiksi yllättäviä rakenteellisia ongelmakohtia kaupanteon jälkeen.

Toteuttamisvaiheessa projektijohdon keskeisin tehtävä on kerätä, analysoida ja jakaa tietoa kaikkien järjestelyyn osallistuvien projektiryhmien välillä sekä tehdä näiden perusteella yritysostoprosessin jatkon kannalta tärkeitä päätöksiä (Immonen, 2008). Yritysostajan puolella projektijohto antaa hallitukselle tai muulle päättävälle taholle sellaista tietoa, jonka perusteella päätös yrityskaupan toteuttamisesta voidaan tehdä.

### **2.3.3 Sopeuttamisvaihe**

Yritysoston jälkihoito ja lopullinen integraatio lienevät tärkeimmässä osassa yritysoston pitkäaikaisen onnistumisen kannalta. Integraation kannalta organisatoriset tekijät, kuten yrityksen johtajuus, nousee korkeaan arvoon. (Waldman ja Javidan, 2009) Gatesin ja Velyn (2003) mukaan haastavin työ yrityskauppaprosessissa on myös vasta yritysoston jälkeen, jolloin yritysostajan on implementoitava halutut synergiat halutun arvon saavuttamiseksi. Tutkimuksen mukaan erityisesti yrityskaupan jälkeisen integraation etenemistä seuraaviin mittareihin ja niiden oleellisuuteen olisi hyvä kiinnittää erityistä huomiota.

Projektijohdon rooli on merkittävässä osassa yrityskauppaprosessissa. Yrityskauppaan liittyvät henkilöt voivat vaihdella tapauskohtaisesti. Mukana voi olla esimerkiksi ulkopuolisia asiantuntijoita, rahoittajia ja molempien osapuolten avainhenkilöitä. Katramo et al. (2011) toteavat merkittävän tekijän yrityskauppaprosessin onnistuneelle läpiviennille piilevän osaavassa projektijohdossa.

Saralan (2010) tutkimuksen mukaan kulttuurierot organisaatioissa aiheuttavat yritysoston jälkeisen konfliktin verrattuna tilanteeseen, jossa yritysten organisaatioiden yhteiskykyisyys on jo lähtökohdiltaan parempi. Kansallisuudella ja kansainvälisyydellä ei tutkimuksen mukaan havaittu olevan vaikutuksia todennäköisyyteen yritysoston jälkeisen konfliktin ilmenemisessä.

Adamsin ja Neelyn (2000) mukaan on monia syitä minkä takia yritysostot ja fuusiot eivät suju odotusten mukaisesti. Syitä ovat esimerkiksi heikko strateginen konsepti, yritysjohton heikko sosiaalinen vaikutuskyky, kulttuurierot, heikko työntekomoraali,

yhteensopimattomat tietojärjestelmät. Suurimmaksi syyksi epäonnistumiseen on nostettu kuitenkin kahden yhteisön integroiminen keskenään ja sen mukana tuomat haasteet.

### **3 Motiivit**

#### **3.1 Agenttiteoria**

Agenttiteorian läpikäyminen ja ymmärtäminen on tarpeen erityisesti johdon ja omistajien motiivien eroavaisuuksia pohdittaessa. Agenttiteorian mukaan agenttiongelman syntyy, kun yrityksen sidosryhmien välille syntyy eturistiriitoja. Yrityksen johdon ja omistajien lisäksi muita sidosryhmiä ovat esimerkiksi vähemmistöosakkeenomistajien ja enemmistöosakkeenomistajien välinen suhde sekä velkojien ja yhtiön/osakkeenomistajien välinen suhde. Agenttiteorian mukaan voidaan erottaa kaksi pääongelmaa (Bebchuk ja Fred, 2004):

1. ongelmat jotka nousevat esiin kun sidosryhmien halutut tavoitteet ovat ristiriidassa keskenään.
2. ongelmat jotka nousevat esiin kun sidosryhmien välillä on eri riskinottohalukkuus.

#### **3.2 Yrityskaupan toteuttamisen motiivit**

Hillier et al. (2008) mukaan yrityskaupassa ostajalla on oltava ennakkokäsitys mahdollisista synergioista, jotka yrityksen myötä on mahdollisuus saavuttaa. Synergialla tarkoitetaan lähtökohtaisesti sitä, kun yrityskaupassa yhdistyvien yritysten yhteenlaskettu arvo on suurempi kuin yritysten arvo niiden toimiessa erillään. Arvoa voidaan saavuttaa esimerkiksi kustannusten vähenemisellä tai tuottavuuden paranemisella. Mahdollisimman suurien synergiaetujen saaminen motiiveista riippumatta tulisivin olla yrityskaupan ensisijainen tavoite. Yrityskaupassa maksetun

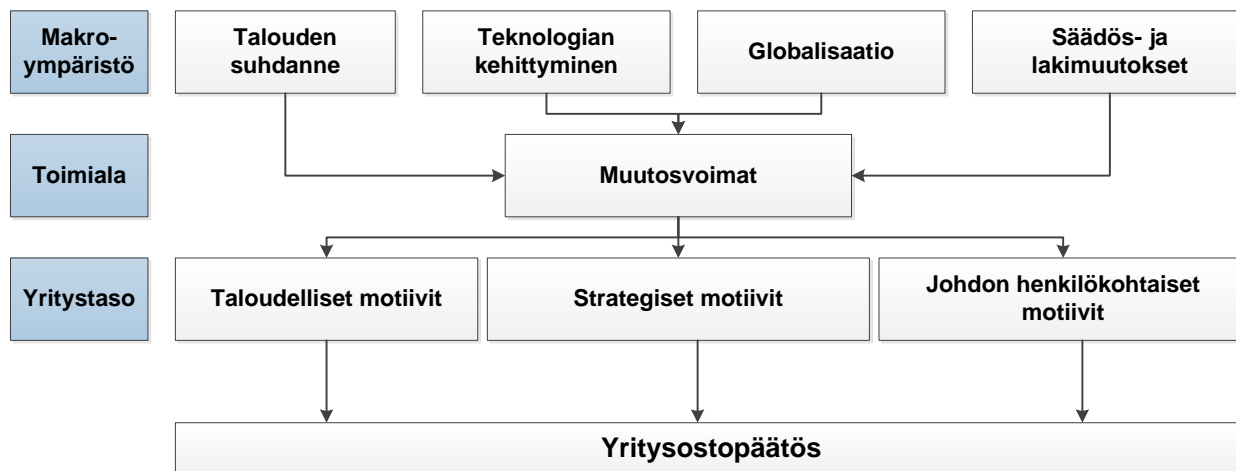
preemion tulisi myös heijastaa tulevia odotettuja synergiaetuja (Wansley, et al., 1983). Teoriatasolla osakkeen hinta indikoi yrityksen nykyarvoon diskontattuja kassavirtoja, joten osakkeen hinnan nousu peilaa odotuksia suuremmista kassavirroista tulevaisuudessa.

Motiiveja yrityskaupalle voivat Katramo et al. (2011) mukaan olla esimerkiksi yrityksen markkinaosuuden vahvistaminen, kasvun tukeminen, kilpailun vähentäminen, yrityksen arvon lisääminen sekä uuden tietotaidon hankkiminen ja tuotantokapasiteetin ja reaaliomaisuuden lisääminen. Yritysostojen taustamotiivit vaihtelevat tapauskohtaisesti, mutta kuten johdantokappaleessa todetaan, yrityskaupan lopullinen tavoite tulisi rahoitusteorian mukaan olla yrityksen markkina-arvon maksimointi pitkällä aikavälillä.

Yleisellä tasolla yrityskaupan tulisi aina tukea yrityksen liiketoimintaa ja sillä pitäisi olla taloudellisesti perusteltu lopputulos. Yrityskaupan motiiveiksi voidaan erottaa erilaisia syitä ja tavoitteita. Immosen (2008) mukaan yritysjärjestelyiden syynä voi olla toiminnan tehostaminen, voimavarojen parempi allokointi, suuremman koon edut (mittakaavaedut) tai toiminnan tehostamisen edut eli synergiaedut. Eri maiden välillä näkyviä eroja yrityskauppojen lukumäärässä voidaan selittää bruttokansantuotteella, pörssin markkina-arvolla sekä listattujen yritysten lukumäärällä (Ali-Yrkkö, 2002).

Kirjallisuudessa esiintyy usein luokittelu, jossa yrityskaupan toteuttamiseen motiiveina on joko toiminnan tehostamisen motiivi, johdon motiivi tai edellä mainittujen yhdistelmä (Ali-Yrkkö, 2002). Kuva 3 havainnollistaa yleisiä yrityskaupan motiiveita. Kuvan 3 rakenne on tehty Jyrki Ali-Yrkkön (2002) artikkelin ”Mergers and Acquisitions – Reasons and Results” pohjalta ja sen tarkoituksena on hahmottaa yritysostopäätökseen johtavia motiiveita.





**Kaavio 5.** Yleiset motiivit yrityskaupoille (Lähde: Ali-Yrkkö (2002), Niemelä (2012) )

Nguyen, et al. (2012) tutkivat motiiveja yrityskauppihin ja fuusioihin liittyen Yhdysvaltojen markkinoilla. Tutkimuksessa havaittiin, että 73 % päätöksistä liittyi ajoitukseen markkinoilla, 59 % oli yhteydessä agenttimotiiveihin ja/tai röyhkeyteen ja 3 % toimialan ja taloudellisen tilanteen kehitykseen sekä synergiaan liittyviä. Tutkimuksen mukaan 80 % tapauksissa motiivit olivat peräisin useammasta eri lähteestä. Näin ollen on tehty johtopäätös, että todellista motiivia on usein hankala erottaa koska arvoa lisääviä ja arvoa vähentäviä motiiveja voi olla samaan aikaan. Tutkimuksessa ilmenee myös seikka, että moni ostavan yrityksen johtaja käyttää yliarvostettuja osakkeita hyväksi edistäessään omia tavoitteitaan yrityskauppa-aktiiviteetin avulla.

### 3.2.1 Taloudelliset motiivit

Evripidou (2012) tutki ilmailualalla ilmeneviä motiiveja fuusioiden toteuttamiselle. Tutkimuksessa kolme suurinta motiivia fuusion toteuttamiselle olivat kustannustehokkuus, mittakaavaedut ja kasvava markkinavoima. Tutkimuksessa ilmenee myös, että fuusion avulla uuden yrityksen pääomakustannus voi pienentyä.

Davos, et al. (2009) tutkivat miten fuusiot tuovat lisäarvoa yrityksille. Tutkimuksessa selittäviä muuttujia synergialle olivat verovaikutukset, fuusion tuoma lisämarkkinavoima ja tehokkuuden paraneminen. Tutkimuksessa havaittiin fuusioiden tuovan yhteensä keskimäärin 10,03 %:n synergiaedun, josta operationaalisten synergioiden osuus oli 8,38 % ja taloudellisten synergioiden 1,64 %. Operationaaliset synergiat saavutettiin enemmän investointien kustannusten pienentymisenä kuin operationaalisten tuottojen kasvuna. Artikkelissa fuusioiden synergiaedut laskettiin kassavirtojen nykyarvona ennen fuusion toteutumista yksittäisten yritysten yhteenlaskettavista kassavirroista ja fuusion jälkeen yhteenlasketusta kassavirrasta.

Majumdar et al. (2012) tutkivat fuusioiden vaikutusta taloudelliseen suorituskykyyn telekommunikaatioalalla vuosilta 1988 – 2001. Tutkimuksessa käytettiin eri mittareita synergian mittaamiseen. Löydösten perusteella tärkein mittari tutkijoiden mukaan, eli suhteellinen kassavirta, heikkeni fuusion jälkeen.

### **3.2.2 Strategiset motiivit**

Santos et al. (2012) mukaan yritysostot ja fuusiot ovat tulleet merkittäväksi strategiseksi työkaluksi monikansallisille yhtiöille, jotka tähtäävät kasvuun, suorituskyvyn parantamiseen ja pitkäaikaisiin strategisen suunnan muutoksiin.

Boateng, et al. (2008) tutkivat yritysostojen ja fuusioiden strategisia motiiveita maan rajojen ulkopuolelle suuntautuneissa yritysostoissa ja fuusioissa vuosina 2000–2004. Tutkimuksen mukaan yrityskaupan päämotiivi on nopeampi mahdollisuus laajentua uudelle markkina-alueelle ja näin ollen myös markkinaosuuden kasvattaminen. Tämän lisäksi motivaation lähteiksi mainitaan liiketoiminnan ja tuotteiden monipuolistuminen sekä kehittyneempien teknologioiden ja muiden resurssien saaminen yrityksen käyttöön. Kiinalaisyhtiöt olivat myös onnistuneet tavoitteissaan arvonluonnin näkökulmasta.

Osakeannin avulla kerättävän pääoman on havaittu vaikuttavan vasta-noteerattujen yritysten innokkuuteen toteuttaa yrityskauppa. Celikhyurt et al. (2010) tutkimuksen mukaan uusosakeannin toteuttaneet ja julkisen kaupankäynnin kohteeksi siirtyneet yritykset toteuttivat yrityskaupan huomattavasti todennäköisemmin verrattuna aikaan

jolloin yritykset eivät olleet julkisen kaupankäynnin kohteena. Noteerauksen avulla on siis pyritty saavuttamaan kasvua keräämällä uutta pääomaa markkinoilta

### **3.2.3 Johdon henkilökohtaiset motiivit**

Grinstein ja Hribar (2004) tutkivat yritysten toimitusjohtajien saaman kompensaation ja bonuksen suhdetta yrityskaupan toteuttamiseen. Tutkimuksen havaintona on, että toimitusjohtajat joilla on enemmän vaikutusvaltaa hallituksen tekemiin päätöksiin saavat merkittävästi suurempia bonuksia. Tutkimuksessa havaitaan positiivinen yhteys bonuksen koon ja yrityskauppaan käytetyn vaivan suhteen mutta ei yhteyttä bonuksen koon ja yrityskaupan suoriutumisen suhteen. Tutkimuksen mukaan toimitusjohtajat, joilla on enemmän vaikutusvaltaa toteuttavat myös todennäköisemmin isompia yrityskauppoja suhteessa oman yrityksensä kokoon. Markkinat reagoivat tutkimuksessa isompiin kauppoihin myös negatiivisemmin verrattuna pienempiin yrityskauppoihin.

## **4 Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi**

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin on lähtöisin Eugene Faman vuonna 1970 julkaistusta tutkimuksesta, jossa käydään läpi tehokkaiden markkinoiden ominaispiirteitä (Fox, 2002). Faman (1970) mukaan tehokkailla markkinoilla yritysten olisi mahdollista tehdä päätöksiä sillä oletuksella, että kaikki saatavilla oleva tieto heijastuu investointikohteena olevan yrityksen sen hetkiseen arvoon. Tämän lisäksi markkinoilla ei saisi olla transaktiokustannuksia, informaation tulisi olla kaikkien saatavilla maksutta sekä kaikkien pitäisi ymmärtää arvopaperien nykyisiin ja tuleviin hintoihin vaikuttavan informaation merkitys. Kyseiset oletukset ovat kuitenkin lähinnä teoreettisia, joten markkinoiden vahvuuden selittämiseksi Fama (1970) kehitti kolme eri tehokkuustasoa.

**Heikkojen tehokkuusehtojen** vallitessa yritysten hinnat heijastavat kaiken historiallisiin kauppoihin liittyvän informaation sisältäen tiedot aiemmasta hinnan kehityksestä ja

volyyymista. Heikkojen tehokkuusehtojen mukaan sijoittajat eivät voi saada ylituottoja tarkastelemalla yritykseen liittyviä historiatietoja.

**Puolivahvojen tehokkuusehtojen** vallitessa yritysten hintoihin ei vaikuta mikään muu kuin täysin julkisesti saatavilla oleva tieto. Täysin julkisesti saatavaa tietoa ovat esimerkiksi osavuosikatsaukset ja tilinpäätökset.

**Vahvojen tehokkuusehtojen** vallitessa kaikki markkinoilla oleva tieto sisältyy osakkeen hintaan. Kaikella markkinoilla olevalla tiedolla tarkoitetaan niin julkisesti kuin julkaisematonta tietoa.

## 5 Aiemmat tutkimustulokset

Aiemmat tutkimukset ovat käyneet läpi yrityskauppojen onnistumista erityisesti Yhdysvaltojen ja Britannian osakemarkkinoilla. Vaikka suurin osa tutkimuksista keskittyikin näille alueille, tulisi kaikkien tutkimustulosten antaa samansuuntaisia tuloksia aiemmin läpikäydyn tehokkaiden markkinoiden hypoteesin pohjalta. Tutkimuksissa on kuitenkin näkynyt eroavaisuuksia ja vaikutuksia maantieteellisen sijainnin kannalta. Nicholson ja Salebar (2013) huomasivat tutkimuksessaan, että sijainti vaikuttaa tuottoihin rajat ylittävässä yritysostoissa. Yritysosto kehittyneen maan markkinoille todettiin tuovan suuremman tuoton osakkeenomistajille verrattuna yritysostoon kehittyvien maiden markkinoille. Suomalaisista tutkimuksista mainittakoon Jyrki Ali-Hyrkön (2002) ”Mergers and Acquisitions – Reason and Results” tutkimus, jossa käydään läpi yritysostojen onnistumista suomalaisten yritysten osalta.

Bruner (2002) tutki 130 aiemman tutkimuksen avulla yrityskauppojen kannattavuutta. Tutkimuksessa oli mukana aiempia tutkimuksia vuosilta 1971 – 2001. Tulosten mukaan suurin osa tutkimuksista päätyy johtopäätökseen että kohteena olevan yrityksen osakkeenomistajat saavat huomattavan positiivisen markkinatuoton, mutta tarjoavan yrityksen osakkeenomistajien markkinatuotto on lähellä nollaa. Sekä ostavan että myytävän yrityksen markkinatuotot yhdistettynä tulos on kuitenkin positiivinen. Näistä löydöksistä tutkimuksessa vedetään johtopäätös, että yritysostot ja fuusiot ovat kokonaisuudessaan keskimäärin kannattavia.

Kiyamaz ja Baker (2008) tutkivat vuosien 1989–2003 välillä tapahtuneiden yritysostojen ja fuusioiden vaikutusta sekä ostavan yrityksen arvoon että ostettavan yrityksen arvoon. Tutkimuksen mukaan ostavan yrityksen tilastollisesti merkitsevä normaalista poikkeava tuotto on -0,49 %. Ostettavan yrityksen normaalista poikkeava tuotto oli puolestaan tutkimuksessa 5,10 %. Tutkimuksen tulos on lähellä Brunerin (2002) tutkimuksesta vedettyä yhteenvetoa.

Morresi ja Pezz (2011) tutkivat miten Italian keskisuurten yritysten yritysostojen avulla tapahtuvaan kansainvälistymiseen on reagoitu markkinoilla. Tutkimuksessa todetaan, että yritykset ovat saavuttaneet positiivisen markkinareaktion yritysostoihin liittyvissä tiedotteissa, joissa on ilmoitettu kansainvälistymisstrategiasta kotimaan ulkopuolelle. Laajentumisen taloudellisesti edistyneempiin maihin todetaan aiheuttavan vahvemman positiivisen reaktion markkinoilla verrattuna tilanteeseen, jossa yritysosto oli toteutumassa kehittyvien markkinoiden maassa.

Yritysostojen koon ja maksettujen preemioiden suhdetta koskevan tutkimuksen mukaan suurempi maksettu yrityskauppahinta ei indikoi suurempaa yritysostosta maksettua preemiota. Alexandridis et al. (2013) tutkimuksen mukaan yritysoston kohteen koon ja maksettavan preemion välillä esiintyy selvä käänteinen yhteys. On huomioitu myös, että liian suuren preemion maksamisen todennäköisyys pienenee yritysoston kohteen koon kasvaessa.

Neelam et al. (2013) tutkivat Intiassa tapahtuneita yritysostoja vuosilta 2003–2008 tapaustutkimuksen avulla. Otos sisälsi yhteensä 623 yritysostoa ja fuusiota. Tutkimustulosten mukaan Intialaisten yhtiöiden tekemät yritysostot olivat arvoa nostattavia ainakin lyhyellä aikavälillä ostavien yhtiöiden osakkeenomistajille. Kumulatiivinen keskimääräinen normaalista poikkeava tuotto Intialaisille yhtiöille yritysostoissa oli 2 prosenttia tapahtumaikkunan ollessa 11 päivää (viisi päivää tapahtumapäivää ennen ja viisi päivää tapahtumapäivän jälkeen). Tulosten mukaan voidaan vetää johtopäätös, että markkinat ovat nähneet yritysoston parantavan kokonaistehokkuutta eli luovan synergiaetuja.

Amit, et al. (1989) jakoivat yrityskaupat ja fuusiot kolmeen eri kategoriaan, joiden avulla osakkeenomistajien toteutuneita tuottoja tutkittiin. Kolme kategoriaa tutkimuksessa olivat: yritykset jotka valitsivat yrityskaupan tai fuusion konkurssin estämiseksi, erittäin vakavaraiset yritykset (Current Ratio – tunnusluvun mukaan) ja näiden välimaastossa olevat yritykset. Tutkimuksessa havaittiin, että konkurssin partaalla olevien yritysten osakkeenomistajat saivat matalimmat tuotot normaaliin odotettuun tuottoon verrattuna. Vakavaraisten yritysten osakkeenomistajat taas saivat korkeimman tuoton normaaliin odotettuun osaketuottoon verrattuna. Tulokset olivat linjassa Jensenin (1986) vapaiden kassavirtojen hypoteesin kanssa, jossa johtajat sijoittavat vapaat kassavirrat mieluummin negatiivisiin investointeihin kuin maksavat osinkoa osakkeenomistajille. Jensenin määritelmän mukaan vapaat kassavirrat muodostuvat sitten, kun yritys on sijoittanut kaikki ylimääräiset käytössä olevat varat positiivisen nettonykyarvon sisältäviin sijoituksiin.

Craninckx ja Huyghebaert (2011) vertailivat onko listattujen ja listaamattomien yritysten tekemien yritysostojen välillä eroavaisuuksia. Tutkimuksen mukaan listattujen yritysten ostaessa listattuja yrityksiä esiintyy suurempi todennäköisyys yritysoston epäonnistumiselle ja pidempiaikaisille tappioille. Listatun yrityksen ostaessa listaamattoman yrityksen samanlaista suhdetta epäonnistumiseen ei ollut tutkimuksen mukaan havaittavissa. Vertailussa käytettiin yhteensä 267 listattuja yritystä ja 336 listaamatonta yritystä Eurooppalaisilta markkinoilta.

## **6 Tutkimuksen aineisto ja tutkimusmetodologia**

Tutkimuksen aineistona on 25 suomalaista julkista osakeyhtiötä, jotka ovat toteuttaneet yrityskaupan vuosien 2000 – 2013 välisenä aikana. Tutkimukseen valitut yritykset on haettu Thomson One – tietokannasta. Tapahtumatutkimusta varten tarvittava yritysten kurssidata ja Helsinki OMXH25 – indeksin kurssidata on saatu Datastream tietokannasta. Valitun aineiston määrään vaikutti kappaleessa 2 mainitut rajaukset, joiden avulla pyrittiin tutkimukseen löytämään mukaan isot yrityskaupat joiden ympäriltä olisi löydettävissä pohdintaa myös vanhojen uutisten kautta.

Tutkielmassa tutkimusmetodologiana on tapahtumatutkimus. Tapahtumatutkimus on rahoitusalan tutkimuksen yleisesti käytetty menetelmä, jonka tarkoituksena on tarkastella jonkun tietyn tapahtuman vaikutusta tiettyyn muuttujaan (Vaihekoski, 2004). Tietyn tapahtuman seurauksena voidaan laskea, onko saatavilla ollut normaalista poikkeavia tuottoja tai ylituottoja (Peterson, 1989). Normaalista poikkeavalla tuotolla tai ylituotolla tarkoitetaan toteutuneen tuoton ja odotetun tuoton välistä erotusta.

Klassisin ja merkittävin tapahtumatutkimukseen liittyvä tutkimus lienee Ballin ja Brownin vuonna 1968 julkaistu artikkeli, jossa tutkittiin tilinpäätöstietojen ja yrityksen osakekurssin välistä suhdetta. Ballin ja Brownin julkaisema tutkimus osoitti tilinpäätöstiedoissa ja vuosikertomuksessa sisällä olevan tiedon vaikuttavan olennaisesti osakkeen hintaan markkinoilla.

Tässä tutkielmassa tarkastelun kohteena on 25 tapausta, jossa mitataan yritysoston julkistamistiedon vaikutusta yrityksen osakekurssiin tietyllä ajanhetkellä. Tapahtumatutkimuksen rakenne on Elton et al. (2008) mukaan varsin standardisoitu prosessi ja menee kokonaisuudessa seuraavia vaiheita noudattaen:

1. Yritysten kerääminen tutkimusta varten, joissa on tapahtunut jokin yllättävä julkistus (tapahtuma). Elton et al. (2008) mukaan hintojen muutoksen aiheuttaa sellainen tietojulkistus, joka on yllätys sijoittajille. Monet yritysten julkistukset, kuten myös yritysostot, voidaan nähdä yllätyksinä.
2. Yritysoston julkistamispäivämäärän selvittäminen
3. Päättäminen miltä ajanjaksolta tapahtumaa tutkitaan. Yleisin tapahtumatutkimuksissa käytetty aikaväli on 60 päivää tapahtuman ympärillä, eli 30 päivää ennen tapahtumajulkistamista ja 30 päivää julkistamisen jälkeen (yhteensä 61 päivää)
4. Laske tutkimuksessa mukana olevien yritysten päivittäiset tuotot.
5. Laske normaalista poikkeavat tuotot jokaiselle päivälle jokaiselta tutkimukseen valitulta yritykseltä.

6. Laske keskimääräiset normaalista poikkeavat tuotot jokaiselle päivälle kaikille tutkimuksessa olevalle yritykselle.

7. Yleensä jokaisen yksittäisen päivän normaalista poikkeavat tuotot on laskettu yhteen joista lasketaan kumulatiivinen normaalista poikkeava tuotto tutkimuksen aikajaksolle.

8. Tutki ja keskustele tuloksista

CAPM – mallia (capital asset pricing model) käytetään rahoituksen tutkimuksessa osakkeen odotetun tuoton laskemiseen. Vaihtoehtoisia malleja on myös paljon, yksinkertaisempi tapa on vähentää markkinoiden kehitys (eli olettaa beeta ykköseksi) tai laskea osakkeen historiallisen kehityksen keskiarvo. Muita vaihtoehtoja ovat multifaktorimallit tai ehdolliset mallit. (Vaihekoski, 2004) Tässä tutkimuksessa käytetty tutkimusmetodologia sekä tämän kappaleen lopussa näkyvät kaavat on toteutettu Mika Vaihekosken (2004) kirjan ”Excel ja rahoitusalan sovellukset” tapahtumatutkimusta koskevan ohjeistuksen mukaisesti.

Tapahtumatutkimuksen ensimmäisessä vaiheessa lasketaan käytettävästä estimointi-ikkunan datasta CAPM -mallin alfa ja beeta. Alfa ja beeta saadaan laskettua käyttämällä historiallista dataa. Tässä tutkimuksessa estimointi-ikkuna alfan ja beetan laskemiselle on 250 päivää. Tämän vaiheen jälkeen normaalista poikkeavat tuotot saadaan laskettua käyttäen seuraavaa kaavaa:

$$\varepsilon_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt} \quad (1)$$

Kaavassa (1) alfa sekä beeta on laskettu estimointiperiodilta käyttäen ylituottojen markkinaregressiota. Kun normaalista poikkeavat tuotot on laskettu kaikille tutkimuksessa mukana oleville osakkeille, voidaan laskea keskimääräinen normaalista poikkeava tuotto jokaiselle tutkimuksen tapahtumaikkunassa olevalle päivälle.

$$\mu_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \varepsilon_{it} \quad (2)$$



Kaavassa (2)  $N$  on tapahtumien lukumäärä. Koko suureen varianssi muodostuu seuraavanlaisesta kaavasta käyttäen nollihypoteesin vallitessa ja estimointiperiodin ollessa riittävän pitkä:

$$\sigma^2(\mu) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_{it}^2 = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma^2(e_i) \quad (3)$$

Kaavassa (3)  $\sigma^2(e_i)$  on markkinaregression residuaalin varianssi eli toisin sanoen se on estimointiperiodin normaalista poikkeavien tuottojen varianssi. Seuraavassa vaiheessa testataan sitä hypoteesia, että tapahtumalla ei ollut vaikutusta osakkeen hintaan. Yksinkertaisin testisuure tämän suorittamiseen on seuraavanlainen:

$$\frac{\mu_t}{\sqrt{\sigma^2(\mu_t)}} \sim t(N) \quad (4)$$

Usein halutaan tarkastella tuottojen käyttäytymistä tietyllä aikavälillä yksittäisten päivien lisäksi. Tätä varten tuotot on summattava yli ajan. Tällöin tarkastellaan kumulatiivista normaalista poikkeavaa tuottoa eli CAR:ia (cumulative abnormal returns). CAR on tarkasteltavien hetken  $t_1$  ja  $t_2$  välisen ajan tuottojen summa. Keskimääräinen CAR on kaikkien otoksessa olevien tapahtumien kumulatiivisten normaalista poikkeavien tuottojen keskiarvo. Kaavan avulla ilmaistuna tämä on:

$$CAR(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2) \quad (5)$$

Kun ensin on saatu laskettua keskimääräinen CAR, voidaan testata sellaista nollihypoteesia, ettei keskimääräinen CAR poikke nollasta eli toisin sanoen tapahtumalla ei ole ollut vaikutusta osakkeen hintaan. Tähän voidaan käyttää useita eri testisuureita kun tehdään oletus, että eri yhtiöiden tapahtumat eivät ole keskenään korreloituneita.

$$J_1 = \frac{CAR(t_1, t_2)}{\sqrt{\sigma^2(t_1, t_2)}} \sim N(0, 1) \quad (6)$$

Kaavan nimittäjässä oleva varianssi voidaan laskea seuraava kaavaa käyttäen:

$$\sigma^2(t_1, t_2) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N (t_2 - t_1 + 1) \sigma_i^2(t_1, t_2) = (t_2 - t_1 + 1) \sigma_t^2(t_1, t_2) \quad (7)$$

Tapahtumatutkimuksen lähtökohtana on oletus, että tutkittavat tapahtumat vaikuttavat arvopaperin hintaan. Tässä tutkimuksessa tutkittavina tapahtumina ovat yrityskauppojen julkistamistiedot ja niiden vaikutus arvopaperien hintaan.

## 7 Tulokset

Tutkimuksen rajauksen avulla tutkittavien tapausten joukoksi muodostui yhteensä 25 kappaletta. Edellä olevan kappaleen mukaisia menetelmiä käyttäen saatiin lopputulos, jossa ylituotto yrityskaupan julkistamispäivänä  $T_0$  on 0,26 %, joka ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä. Tilastollisena merkitsevyystasona tutkimuksessa käytettiin 5 %:n rajaa. Alla olevasta taulukosta 3 selviää normaalista tuotosta poikkeavat tuotot kolme päivää ennen tapahtumaa, tapahtumahetkellä ja kolme päivää tapahtuman jälkeen. Päivä ennen yrityskaupan julkistamista on havaittavissa marginaalinen 0,19 % negatiivinen tuotto sekä päivä yrityskaupan julkistamistiedon jälkeen on havaittavissa marginaalinen 0,46% ylituotto. Tuotot tapahtumapäivän ympärillä eivät tosin myöskään ole tilastollisesti merkitseviä lukuun ottamatta poikkeusta kolme päivää julkistamistietoa edeltävänä päivänä, jolloin on havaittavissa 0,16 % ylituotto 10 % merkitsevyystasolla.

**Taulukko 2.** Normaalista poikkeavat tuotot tapahtuman ympärillä.

Päivät	Tuotto	J1	p-arvo
-3	0,0016	-2,01	0,056
-2	-0,0003	0,57	0,575
-1	-0,0019	1,16	0,255
0	0,0026	0,58	0,568
1	0,0046	1,59	0,124
2	0,0002	-0,56	0,581
3	-0,0070	-0,74	0,469

Tutkimuksen tuloksista ei voida suoraan päätellä, ovatko markkinat toimineet tehokkaasti yrityskaupan julkistamistietoon liittyen vai eivät. Tilastollisesti merkitsevä

ylituotto kolme päivää ennen julkistamisajankohtaa indikoi siitä, että markkinoilla on havaittavissa todella marginaalinen poikkeama normaaliin odotettuun tuottoon verrattuna. 0,16 % ylituotto ei kuitenkaan anna tarpeeksi vahvaa näyttöä siitä, että tieto tulevasta yrityskaupasta olisi vuotanut laajalti markkinoille ennen julkistamisajankohtaa. Mikäli markkinoille olisi vuotanut tieto tulevasta yrityskaupasta ennen varsinaista julkistamisajankohtaa suuren yleisön tietouteen, olisi odotettavissa huomattavasti suurempi normaalista poikkeama tuotto kuin 0,16 %. Myöskään julkistamisajankohdan jälkeen markkinoilla ei ole nähtävissä tilastollisesti merkitsevää normaalista odotetusta tuotosta poikkeavaa tuottoa, joten markkinoiden ei voida sanoa reagoineen julkistamistietoon liittyen ”myöhässä”.

**Taulukko 3.** Kumulatiiviset normaalista poikkeavat tuotot

$[t_1, t_2]$	CAR	Varianssi	$J_1$	p-arvo
[-10,-1]	-0,00913	0,00021	-0,64	0,263
[-5,-1]	0,00258	0,00010	0,25	0,600
[-1,+1]	0,00530	0,00006	0,67	0,749
[0,0]	0,00263	0,00002	0,58	0,718
[0,+1]	0,00724	0,00004	1,13	0,870
[+1,+5]	-0,00255	0,00010	-0,25	0,599
[+1,+10]	-0,00335	0,00021	-0,23	0,592

Taulukko 3 osoittaa, että huomattavan suurien kumulatiivisten normaalista poikkeavien tuottojen ei ole havaittavissa. Suurin kumulatiivinen tuotto on kertynyt ajanjaksolle joka on tapahtumapäivänä sekä päivä tapahtuman jälkeen, jolloin CAR lukema on 0,72 %. Tulokset eivät myöskään  $J_1$  testisuureen mukaan ole tilastollisesti merkitseviä. Kumulatiiviset tuotot eivät anna aihetta vetää johtopäätöstä, että osakkeenomistajat olisivat hyötäneet suomalaisten yritysten toteuttamista yrityskaupoista. Markkinat eivät siis ole nähneet yrityskaupoista maksetun kauppahinnan ja yrityskaupasta odotettavien tulevien synergioiden olevan juurikaan ristiriidassa keskenään. Tutkimustulosten

mukaan tämä osoittaa markkinoiden (eli yritysten omistajien) näkevän yrityskaupasta maksettavan kauppahinnan ja tulevien synergioiden olevan samansuuruiset.

## 8 Johtopäätökset

Tässä tutkielmassa tutkittiin tapahtumatutkimuksen avulla, ovatko suomalaisten yritysten toteuttamat yrityskaupat hyödyttäneet osakkeenomistajia. Tämän lisäksi tapahtumatutkimuksen avulla tutkittiin markkinoiden tehokkuutta. Tutkielmassa pyrittiin löytämään myös päämotiivit yrityskaupan toteuttamiselle. Lähtöhypoteesina motiivien etsimisessä oli, että yrityskauppojen päämotiivi on operatiivisten synergioiden tavoittelu. Artikkelikatsauksen pohjalta lähtöhypoteesi voidaan kuitenkin osittain hylätä, sillä motiiveja yrityskaupan toteuttamiselle löytyi johdon henkilökohtaista motiiveista ja strategisista yhtiöiden kilpailutilanteeseen liittyvistä tekijöistä.

Päämotiivit jaettiin käytössä olleen kirjallisuuden ja artikkelikatsauksen perusteella kolmeen eri luokkaan: taloudellisiin motiiveihin, strategisiin motiiveihin ja johdon henkilökohtaisiin motiiveihin. Artikkelikatsauksen perusteella suurimmaksi taloudelliseksi motiiviksi yrityskaupan toteuttamiselle nousi suorituskyvyn nostaminen sekä kustannusten leikkaaminen. Strategisista motiiveista esiin nousi halu laajentua uudelle markkina-alueelle, kilpailuedun saavuttaminen suhteessa kilpailijoihin tai uuden resurssin saaminen yrityksen käyttöön. Johdon henkilökohtaisista motiiveista esiin nousi yrityskaupan toteuttaminen suurempien palkkioiden toivossa. Erityisesti johtajat, joilla on paljon vaikutusvaltaa yrityksessä, toteuttavat isoja yrityskauppoja suhteessa johtajiin joiden suhteellinen vaikutusvalta yhtiössä ei ole yhtä suuri.

Tapahtumatutkimuksessa mitattiin yrityskaupan julkistamistiedon vaikutusta ostavan yrityksen osakkeen arvoon. Tutkimuksessa oli mukana 25 tapahtumaa (yrityskaupan julkistamistietoa) vuosilta 2000 – 2013. Tutkimuksessa havaittiin, että tilastollisesti merkitseviä epänormaaleja tuottoja viiden prosentin merkitsevyystasolla tuottoja ei otosryhmän osalta ollut havaittavissa. Mikäli tutkimustuloksia tarkistellaan ilman tilastollista merkitsevyyttä, ei ostavan yrityksen ole nähty saavuttavan juurikaan positiivista synergiaa markkinoiden arvioiden mukaan. Tutkimustulosta selittää osaltaan

tapahtumien rajallinen lukumäärä. Toinen selittävä tekijä voi olla se, että tutkimuksen  $J_1$  – testisuureella on suhteellisen heikko kyky havaita tilastollisesti epänormaaleja tuottoja. Tämä johtuu myös rajallisesta otoskoosta. Toivottavana otoskokona tapahtumatutkimukseen pidetäänkin vähintään noin sadan tapahtuman otosta (Vaihekoski, 2004). Markkinoiden tehokkuutta koskevaan tutkimuskysymykseen 2 ei myöskään tilastollisesti merkitsevää vastausta ollut saatavilla viiden prosentin riskitasolla. Tutkimustulosten mukaan kuitenkin päivä tapahtuman jälkeen on havaittavissa 0,46 % ylituotto, joka kertoisi markkinoiden reagoineen tapahtumiin hieman viiveellä. Huomiota herättäviä normaalista poikkeavia tuottoja ei ole tutkimustuloksista havaittavissa. Tämä kertoo lähinnä siitä, että suomalaiset osakemarkkinat toimivat suhteellisen tehokkaasti, kuten oletuksena myös pitäisi olla. Tutkimustulosten ”heikkous” onkin siis lähinnä suomalaisten markkinoiden tehokkuutta ja varsinainen huolenaihe olisi, mikäli tuloksista jotain yllättävää olisi paljastunut.

Tässä tutkimuksessa otoskoon pienuuteen vaikutti myös se tekijä, että tutkimukseen haluttiin mukaan erityisesti sellaiset tapahtumat, joista julkisuudessa (vanhojen uutisten muodossa) olisi löydettävissä tietoa Thomson ONE ja Datastream – tietokantojen lisäksi. Jatkotutkimuksen kannalta rajauksia olisi mahdollista muuttaa suuntaan, joka mahdollistaisi suuremman otoskoon ottamisen tutkimukseen mukaan.

## Lähdeluettelo

Adams, C. ja Neely, A., 2000. The performance prism to boost M&A success. *Measuring Business Excellence*, 4(3), pp. 19-23.

Ahern, K. R. ja Weston, F. J., 2006. *M&As: The Good, the Bad, and the Ugly*, University of California, Los Angeles: Journal of Applied Finance.

Alexandridis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L. ja Travlos, N. G., 2013. Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Journal of Corporate Finance*, Issue 20, pp. 1-13.

Ali-Yrkkö, J., 2002. *Mergers and Acquisitions - Reasons and Results*, Helsinki: The Research Institute of the Finnish Economy.

Ball, R. ja Brown, P., 2013. *Ball and Brown (1968): A Retrospective*, Chigaco, New South Wales: Social Science Research Network.

Bebchuk, L. ja Fried, J., 2004. *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Massachusetts, and London, England: Harvard University Press.

Boateng, A., Qian, W. ja Tiangle, Y., 2008. Cross-Border M&As by Chinese Firms: An Analysis of Strategic Motives and Performance. *Thunderbird International Business Review*, 50(4), pp. 259-270.

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

Celikyurt, U., Sevilir, M. ja Shivdasani, A., 2010. Going public to acquire? The acquisition motive in IPOs. *Journal of Financial Economics*, Issue 96, pp. 345-363.

Craninckx, K. ja Huyghebaert, N., 2011. Can Stock Markets Predict M&A Failure? A Study of European Transactions in the Fifth Takeover Waveth. *European Financial Management*, 17(1), pp. 9-45.

DePamphilis, D., 2011. *Mergers and Acquisitions Basics*. London: Elsevier Inc.

DePamphilis, D., 2011. *Mergers and Acquisitions Basics - All You Need to Know*. 5 toim. Burlington: Academic Press.

Devos, E., Kadappakam, P.-R. ja Krishnamurthy, S., 2008. *How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies*, Oxford: Oxford University Press.

Evripidou, L., 2012. M&As in the airline industry: motives and systematic risk. *International Journal of Organizational Analysis*, 20(4), pp. 435-446.

Fama, E. F., 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), pp. 383-417.

Finlex, 2014. *Kilpailulaki*. [Online]

Saatavilla:

[http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2011/20110948?search\[type\]=pika&search\[pika\]=yryityskauppa](http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2011/20110948?search[type]=pika&search[pika]=yryityskauppa) [Haettu 11.4.2014].

Fox, J., 2002. *Fortune*. [Online]

Saatavilla:

[http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune\\_archive/2002/12/09/333473/index.htm](http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2002/12/09/333473/index.htm) [Haettu 15.4.2014].

Gates, S. ja Very, P., 2003. Measuring Performance During M&A Integration. *Long Range Planning*, 36, pp. 167-185.

Grinstein, Y. ja Hribar, P., 2004. CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses. *Journal of Financial Economics*, 73(1), pp. 119-143.

Hillier, D., Girnblatt, M. ja Titman, S., 2008. *Financial Markets and Corporate Strategy*. European toim. New York: McGraw-Hill Education.

Huang, Q., Jiang, F., Lie, E. ja Yang, K., 2014. *The role of investment banker directors in M&A*, s.l.: Journal of Financial Economics.

Huyghebaert, N. ja Luypaert, M., 2010. Antecedents of growth through mergers and acquisitions: Empirical results from Belgium. *Journal of Business Research*, Issue 63, pp. 392-403.

Immonen, R., 2008. *Yritysjärjestelyt*. 4 toim. Helsinki: Talentum Oyj.

Jensen, M. C., 1986. Agency costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329.

Katramo, M. ym., 2011. *Yrityskauppa*. 1 toim. Espoo: WSOYpro Oy.

Kilpailulaki, 2014, *luku 4: 21§*: Finlex.

Kilpailuvirasto, 2011. *Kilpailuviraston suuntaviivat yrityskauppavalvonnasta*. [Online] Saatavilla: <https://www.kilpailuvirasto.fi/tiedostot/Suuntaviivat-1-2011-Yrityskauppavalvonta.pdf> [Haettu 11.4.2014].

Kiyamaz, H. ja Baker, H. K., 2008. Short-Term Performance, Industry Effects, and Motives: Evidence from Large M&As. *Quarterly Journal of Finance & Accounting*, 47(2), pp. 17-44.

Majumdar, S. K., Yaylacicegi, U. ja Moussawi, R., 2012. Mergers and synergy: Lessons from contemporary telecommunications history. *Telecommunications policy*, 36(2), pp. 140-154.

Morresi, O. ja Pezz, A., 2011. 21 years of international M&As and joint ventures by Italian medium-sized listed firms: Value creation or value destruction?. *Research in International Business and Finance*, Issue 25, pp. 75-87.

Mäntylä, J.-M., 2010. Näin yrityskauppa sulatellaan. *Talouselämä*, 74(34), pp. 71.

Neelam, R., Suredra S., Y., P.K ja Jain, 2013. *Market Response to The Announcement of Mergers and Acquisitions: An Empirical Study from India*, Los Angeles, London, New Delhi, Singapore, Washington DC: SAGE Publications.



Nguyen, H. T., Yung, K. ja Sun, Q., 2012. Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39, pp. 1357-1375.

Nicholson, R. R. ja Salebar, J., 2013. The motives and performance of cross-border acquirers from emerging economies: Comparison between Chinese and Indian firms. *International Business Review*, 22(6), pp. 963-980.

Niemelä, J., 2012. *Omistaja-arvon kehittäminen yritysostoilla - onko brändiarvo usein vain mielikuvitusta?* [Online]  
Saatavilla: [http://www.taloussanomat.fi/files/Omistaja-arvon\\_kehittaminen130312\\_ACF\\_SanomaPro.pdf](http://www.taloussanomat.fi/files/Omistaja-arvon_kehittaminen130312_ACF_SanomaPro.pdf) [Haettu 1.4.2014].

Osakeyhtiölaki 2006, luku 16:1§: Finlex.

Peterson, P. P., 1989. Event Studies: A Review of Issues and Methodology. *Quarterly Journal of Business & Economics*, 28(3), pp. 36-66.

PricewaterhouseCoopers, 2014. *Yrityskaupan vaiheet*. [Online]  
Saatavilla: [https://www.pwc.fi/fi/palvelut/tiedostot/yrityskaupan\\_vaiheet.pdf](https://www.pwc.fi/fi/palvelut/tiedostot/yrityskaupan_vaiheet.pdf)  
[Haettu 11.4.2014].

Santos, J. C., Ferreira, M. P., Reis, N. ja Almeida, M., 2012. *Mergers & acquisitions research: A bibliometric study of top strategy and international business journals*, Leiria: globADVANTAGE, Polytechnic Institute of Leiria.

Sarala, R. M., 2010. The impact of cultural differences and acculturation factors on post-acquisition conflict. *Scandinavian Journal of Management*, Osa 26, pp. 38-56.

Siikarla, P. J., 2006. *Osakeyhtiölaki & käytäntö*. 1st toim. Helsinki: Yrityskirjat Oy.

Stephen, P. F., Narayanan, J. ja Sanjiv, S., 2013. CEO Overconfidence and International Merger and Acquisition Activity. *Journal of Financial and Quantative Analysis*, 48(1), pp. 137-164.

Tenhunen, L. ja Werner, R., 2000. *Yrityskaupan käsikirja*. 3 toim. Helsinki: Tietosanoma.

Vaihekoski, M., 2004. *Excel ja rahoitusalan sovellukset*. 1st toim. Helsinki: WSOY.

Waldman, D. A. ja Javidan, M., 2009. Alternative forms of charismatic leadership in the integration of mergers and acquisitions. *The Leadership Quarterly*, 20(2), pp. 130-142.

Wansley, J. W., Lane, W. R. ja Yang, H. C., 1983. Abnormal Returns To Acquired Firms By Type of Acquisition and Method of Payment. *The premium paid to an acquired firm in a merger*, 12(3), pp. 16-22.