



Open your mind. LUT.  
Lappeenranta University of Technology

School of Business

**A250A5000 Kandidaatintutkielma, Talousjohtaminen**

## Kandidaatintutkielma, Talousjohtaminen

Yrityksoston vaikutus ostavan yrityksen osakekurssiin

The Influence of Acquisition on the Stock Price of the Acquiring

Company

15.4.2012

## Sisällysluettelo

1. Johdanto.....	2
2. Yrityskaupat yleisesti .....	4
2.1. Yrityskaupan määritelmä .....	4
2.2. Yrityskauppojen luokittelu.....	4
2.2.1 Buy Out .....	6
2.2.2 Fuusio.....	6
2.2.3 Konsolidaatio.....	6
2.2.4 Tender Offer .....	6
2.2.5 Substanssikauppa .....	7
3. Tutkimuksen kannalta oleelliset teoriat.....	8
3.1 Markkinoiden tehokkuus.....	8
3.2 Motiivit yritysostojen takana.....	8
4. Yritysostojen vaikutus arvoon – kirjallisuus ja artikkelikatsaus .....	13
4.1 Tuotot yleisesti .....	13
4.2 Ostavan yrityksen omistajien tuotot.....	13
4.3 Ostettavan yrityksen osakkeenomistajien tuotot.....	15
5. Käytettävä aineisto ja metodologia .....	17
5.1 Käytettävä aineisto .....	17
5.2 Tapahtumatutkimus .....	18
5.3 Tapahtumatutkimuksen kulku.....	19
5.3 Tilastollinen merkitsevyys.....	21
6. Tulokset.....	23
7. Yhteenveto .....	26
Lähdeluettelo .....	28

## 1. Johdanto

Tämä kandidaatintyö on osa Lappeenrannan teknillisen yliopiston kauppatieteiden talousjohtamisen kandidaatintutkielma -kurssia. Tutkimuksen tarkoituksena on tutkia yrityskauppojen vaikutusta ostavan yrityksen osakekurssiin ja markkinoiden tehokkuutta valitulla otoksella.

Kun taloudelliset aktiviteetit palautuvat finanssikriisin jälkeisessä tilanteessa, myös yritysostojen määrä kasvaa. Juuri tämä aiheen ajankohtaisuus vaikutti aiheen valintaan.

Tutkimus alkaa aiheeseen liittyvillä määritelmillä, luokitteluilla ja teorioilla. Teoriat käyvät läpi syitä yritysostojen taustalla sekä lyhyesti kuvailevat teorian markkinoiden tehokkuudesta. Teorioista työ siirtyy kirjallisuuskatsaukseen, jossa käydään läpi aiheesta aiemmin kirjoitettuja tutkimuksia. Työn keskeisin osuus, itse tutkimus, toteutettiin tapahtumatutkimuksena. Tutkimuksen jälkeen työssä käsitellään tutkimuksen tuloksia, joista siirrytään työn johtopäätöksiin ja lopulta yhteenvetoon.

Tutkimusosuuteen on valittu Saksan pörssissä noteerattujen yritysten väliset yrityskaupat viimeisen kymmenen vuoden ajalta. Tutkimusmenetelmänä käytettiin tapahtumatutkimusta, joka on yleinen rahoituksen alan tutkimusmenetelmä. Sillä pyritään selvittämään tietyn tapahtuman vaikutusta johonkin. Tässä tutkimuksessa tätä tutkimusmenetelmää käytetään siis selvittämään yritysoston vaikutusta ostavan yrityksen osakekurssiin.

Yritysoston vaikutusta ostavan yrityksen kurssiin tutkitaan sekä itse tapahtumapäivänä, että tietyllä tarkasteluvälillä ennen ja jälkeen tapahtuman. Tutkimuskysymystä selvitetään ensin teorioilla ja sen jälkeen empiirisellä tutkimuksella. Samalla pyritään selvittämään myös toimivatko Saksan osakemarkkinat tehokkaasti yritysostojen julkaisujen suhteen.

Tätä aihetta on tutkittu aiemminkin runsaasti. Bhagat, Dong ja Noah (2005) tutkivat tutkimuksessaan onko yritysoston luonteella väliä ostavan yrityksen tuottoihin.

Moeller, Schlingemann ja Stulz (2005) tutkivat tutkimuksessaan aikaperiodin vaikutusta ostavan yrityksen tuottoon. He löysivät selkeitä eroja vuosikymmenten välillä tuotoissa.

Työstä on rajattu pois lainsäädäntö, verotus, osakkeiden arvon määrittäminen sekä vaikutus ostettavan yrityksen kurssiin.

## **2. Yrityskaupat yleisesti**

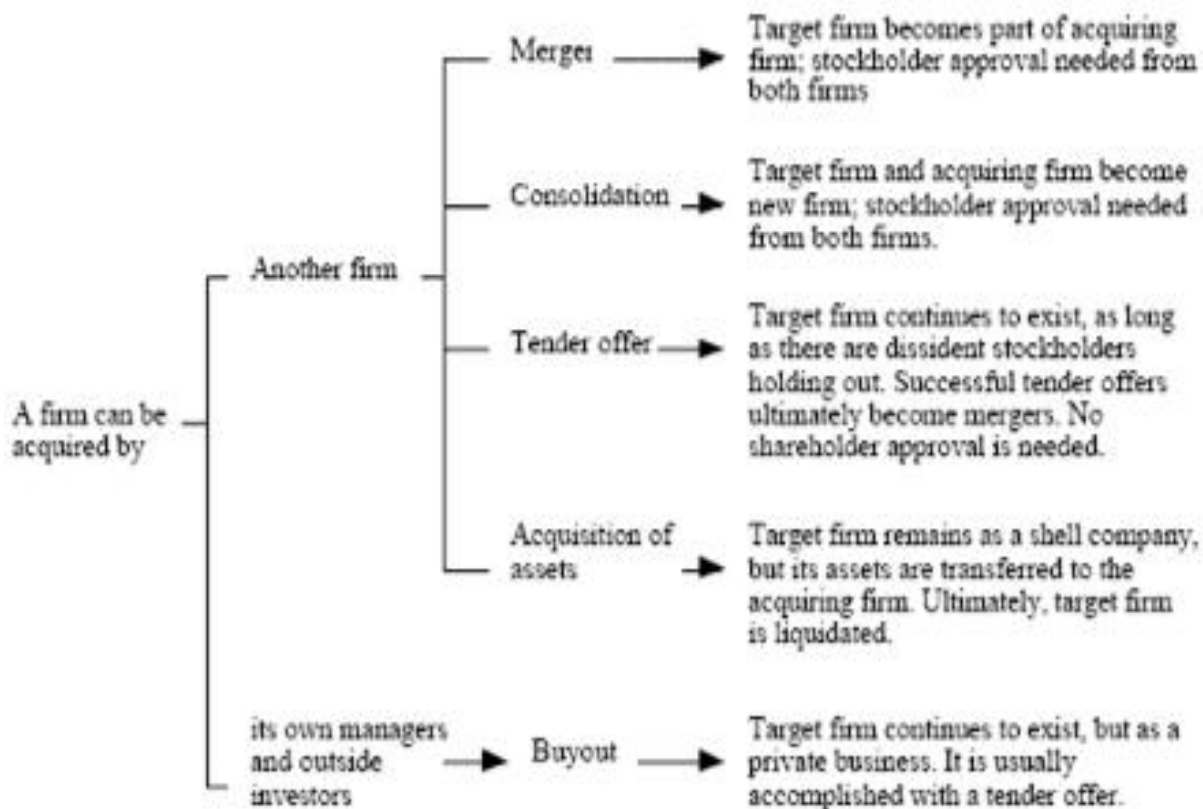
### ***2.1. Yrityskaupan määritelmä***

Yrityskauppa määritellään Kilpailulain 4 luvun 21. pykälässä seuraavasti:

- 1) Määräysvallan hankkiminen
- 2) Elinkeinonharjoittajan koko liiketoiminnan tai sen osan hankkimista
- 3) Sulautumista
- 4) Sellaisen yhteisyrityksen perustamista, joka huolehtii pysyvästi kaikista itsenäiselle yritykselle kuuluvista tehtävistä. (Finlex 2012)

### ***2.2. Yrityskauppojen luokittelu***

Yrityskaupat voidaan jakaa useaan eri kategoriaan riippuen siitä kenen toimesta ja miten yrityskauppa toteutetaan. Tässä kappaleessa esitellään lyhyesti erilaiset vaihtoehdot yritysostolle. Alla oleva kuva1 selittää yritysostojen eri vaihtoehdot. Jos ostavana yrityksenä on toinen yritys, voidaan yritysostot luokitella Damodaranin (2002, 967–968) mukaan sen alla vielä neljään luokkaan: fuusioon, yhdistymiseen, ”tender offeriin” ja substanssikauppaan.



(Kuva 1. Yritystojen luokittelu, Damodaran, 2002, 969)

Yrityskaupat voidaan myös vielä jakaa neljään eri luokkaan riippuen yritysten toimialoista ja markkinoista. Silloin kun yritykset toimivat samalla alalla ja samoilla markkinoilla puhutaan horisontaalisesta yritysostosta. (Tenhunen & Werner 2000, 13) Kun taas ostetaan yritys, joka toimii eri vaiheessa toimitusketjua, mutta samalla toimialalla ja markkina-alueella se on niin kutsuttu vertikaalinen yritysosto. (Tenhunen – Werner 2000, 13–14)

Konsentrisen yritysosto on kyseessä, kun yritys ostaa yrityksen, joka ei toimi samalla toimialalla. Ostettavalla yrityksellä voi kuitenkin olla hyvin samanlaista tuotekehitystä tai muuta toimintaa. (Tenhunen & Werner 2000, 13)

Konglomeraattisesta yritysostosta puhutaan silloin, kun ostetaan yritys, joka toimii täysin eri toimialalla. Tämänlaisella yrityskaupalla tavoitteena on selkeästi markkina-alueen laajennus (Tenhunen & Werner 2000, 13)

### **2.2.1 Buy Out**

Damodaranin mukaan yritys voidaan ostaa joko toisen yrityksen toimesta tai sen omien omistajien tai ulkoisen sijoittajan toimesta. Jos yritys ostetaan sen oman johdon tai ulkoisen sijoittajan toimesta puhutaan niin sanotusta ”buy outista”. Tällaisen yritysoston jälkeen yritys jatkaa toimintaansa yksityisenä yrityksenä. Buy out tapahtuu yleensä niin kutsuttuna tender offerina (Damodaran, 2002, 968.).

### **2.2.2 Fuusio**

Fuusiossa ostettava yritys sulautuu ostavaan yritykseen. Fuusiota mietittäessä kahden tai useamman yrityksen hallitus hakee hyväksyntää osakkeenomistajilta tälle järjestelylle. Fuusiossa vaaditaan yleensä molempien yritysten yhtiökokouksen hyväksyntä fuusion toteuttamisesta. (Damodaran, 2002, 967–968.)

### **2.2.3 Konsolidaatio**

Yritysten yhdistyminen eli konsolidaatio tapahtuu silloin, kun ostava yritys ja ostettava yritys muodostavat yhdessä uuden yrityksen. Vanhat yritykset lakkaavat toimimasta ja resurssit siirtyvät uudelle yritykselle. Tämä yritysjärjestely vaatii myös molempien yritysten osakkeenomistajien suostumuksen. (Damodaran, 2002, 968.)

### **2.2.4 Tender Offer**

Tender offerissa ostava yritys tarjoaa yleensä markkinahintaa paremman hinnan ostettavan yrityksen osakkeista ja kommunikoi tämän tiedon ostettavan yrityksen osakkeenomistajille. Tender offerissa jätetään huomioimatta ostettavan yrityksen johto ja hallitus. Ostettavan yrityksen osakkeenomistajat voivat joko myydä omistuksensa tähän hintaan tai olla myymättä. Niin kauan kuin osa osakkeenomistajista ei suostu myymään, myös ostettava yritys jatkaa toimintaansa. (Damodaran, 2002, 968.)

### **2.2.5 Substanssikauppa**

Substanssikaupassa ostettava yritys säilyy olemassa olevana, mutta sen varallisuus siirtyy ostavalle yritykselle. Lopulta ostettava yritys likvidoidaan. (Damodaran, 2002, 968.)



### **3. Tutkimuksen kannalta oleelliset teoriat**

#### ***3.1 Markkinoiden tehokkuus***

Faman (1970) mukaan pääomamarkkinoiden tärkein tehtävä on allokoida pääomavarat tehokkaasti. Markkinoiden ollessa täysin tehokkaat, arvopapereiden hinnat heijastavat kaikkea olemassa olevaa informaatiota täydellisesti. Tehokkailla markkinoilla kaikilla on sama informaatio saatavilla samanaikaisesti. Tästä johtuen tehokkailla markkinoilla ei ole mahdollista saavuttaa jatkuvia ylituottoja.

Faman (1970) tutkimuksessa on markkinoiden tehokkuudelle löydetty kolme eri muotoa. Ensimmäinen näistä on heikko muoto. Heikko muoto tarkoittaa sitä, että kaikki historiallinen tieto sisältyy arvopaperin hintaan. Puolivahva muoto taas tarkoittaa Faman mukaan sitä, että arvopaperin hinta heijastaa kaikkea julkista informaatiota. Tehokas muoto puolestaan tarkoittaa sitä, että arvopaperin hinta heijastaa kaikkea arvopaperille relevanttia informaatiota, julkista tai ei.

#### ***3.2 Motiivit yritystojen takana***

Operatiivisilla synergiaeduilla tarkoitetaan tässä yhteydessä niitä etuja, joita voidaan saavuttaa ostettaessa toinen yritys. Yritystojen seurauksena ostava yritys voi saavuttaa mittakaava- sekä yhteistuotantoetuja. Tuottavuutta voidaan parantaa näillä eduilla. Näiden lisäksi tehokkuutta voidaan saavuttaa kehittyneemmällä johtamismekanismeilla. Operatiivista synergiaa voidaan saavuttaa ostamalla yritys, joka on ostavan yrityksen asiakas, toimittaja tai kilpailija (DePamphilis 2010, 6-7).

Mittakaavaeduilla tarkoitetaan sitä, että kiinteät kustannukset saadaan jaettua suuremmalle tuotannon määrälle. Kiinteillä kustannuksilla tarkoitetaan kustannuksia, joihin yritys ei voi lyhyellä ajanvälillä vaikuttaa. Tällaisia kuluja ovat muun muassa verot, korkokulut, poistot ja ylläpitokulut. Kun nämä yllämainitut kulut saadaan jaettua yrityskaupasta kasvaneelle myyntimäärälle, tuottavuus paranee. (DePamphilis 2010, 7)

Yhteistuotantoeduilla (englanniksi Economies of Scope) tarkoitetaan sitä hyötyä, joka syntyy siitä että nykyistä tuotannontekijää käytetään uuden, vanhaan liittyvän, tuotteen tai palvelun tuottamiseen. (DePamphilis 2010, 7). Esimerkkeinä yhteistuotantoetua hyödyntävistä yrityksistä DePamphilis (2010, 7) mainitsee Hondan, Procter & Gamble:n ja Sequent Technologyn. Jokaisessa esimerkissä tietty tuotannontekijä pystyy tuottamaan useampaa tuotetta ja siten kasvattamaan yrityksen voittoa.

Taloudellisella synergialla tarkoitetaan sitä hyötyä, jonka yritys saavuttaa ostaessaan toisen yrityksen ja siitä johtuen sen pääomakustannukset alenevat. Tämä voi johtua esimerkiksi siitä jos ostava yritys toimii kypsällä toimialalla ja se ei pysty tekemään investointeja, joilla olisi positiivinen nettonykyarvo. Ostamalla yrityksen, joka toimii kasvavalla toimialalla, saa ostava yritys lisää investointivaihtoehtoja itselleen. Kypsällä toimialalla toimivalla yrityksellä on yleensä matalampi pääoman kustannus. (DePamphilis 2010, 7-8)

Diversifioinnilla tässä yhteydessä tarkoitetaan strategiaa, jossa yritys ostaa toisen yrityksen, joka toimii yrityksen nykyisten liiketoiminta-alueiden ulkopuolella. Diversifioinnille on kaksi eri syytä: taloudellinen synergia ja yrityksen laajeneminen. Taloudellinen synergia hyödyttää yritystä matalamman pääoman kustannuksen johdosta. Yrityksen laajeneminen tarkoittaa joko maantieteellistä laajentumista uudelle alueelle tai tuoteportfolion laajentamista uusilla tuotteilla. (DePamphilis 2010, 8). Kuvassa 2 selitetään eri diversifiointivaihtoehdot suhteessa riskin ja kasvun määrään.

		Markets	
		Current	New
Products	Current	Lower growth/lower risk	Higher growth/higher risk (related diversification)
	New	Higher growth/higher risk (related diversification)	Highest growth/highest risk (unrelated diversification)

(Kuva 2. Tuote-markkinamatriisi, DePamphilis 2010, 8)

Yrityksen diversifiointivaihtoehdot ovat uusi markkina-alue tai uudet tuotteet. Jos yrityksen kasvu on hidastunut nykyisellä markkina-alueella, se voi yritysoston kautta

laajentua uudelle markkina-alueelle ja sitä kautta nopeuttaa kasvuaan. Toinen vaihtoehto on yritysoston kautta laajentaa tuoteportfoliota uusiin tuotteisiin, jo tutulla markkina-alueella, ja sitä kautta nopeuttaa kasvua. (DePamphilis 2010, 8). Molemmissa yllä kuvatuissa vaihtoehtoissa yrityksen riski kasvaa. Riski ei kuitenkaan kasva yhtä paljon kuin siinä tapauksessa, että yritys ostaisi toisen yrityksen, joka toimii eri markkina-alueella ja tuottaa tuotteita eri tuotekategoriasta (DePamphilis 2010, 8).

DePamphiliksen (2010) mukaan empiiriset tutkimukset osoittavat, että yrityksen omistajat eivät hyödy, jos diversifiointi tapahtuu sekä uusille markkinoille että kasvattamalla tuoteportfoliota (DePamphilis 2010, 8). Tämä omistajien tuoton vähentyminen on markkinoista riippuen 0-15 % (Lins & Servaes 1995, s. 2236). Tämä vähentyminen on myös riippuvainen omistuspohjasta sekä markkinoiden ja omistuspohjan yhteisvaikutuksesta (Lins & Servaes 1995, 2236–2237).

Strategian muutos -teoria väittää, että yritykset yrittävät muuttaa strategiaansa nopeasti yritysostojen ja fuusioiden avulla. Strategian muutoksella yritetään vastata säännösten ja teknologian muutokseen. (DePamphilis 2010, 9.)

Viime vuosina fuusiot ja yritysostot ovat keskittyneet voimakkaasti aloille, joissa sääntelyä on kevennetty. Näitä toimialoja on muun muassa finanssiala, terveydenhuoltoala ja tietoliikenneala. (DePamphilis 2010, 9). Yritysostoja ja fuusioita esiintyy eniten aloilla, joissa läpikäydään sääntelyn vapautumista (Mulherin & Bonne 2000, 135).

Teknologian muuttuminen pakottaa yrityksiä yritysostoihin. Suurille yrityksille saattaa tulla halvemmaksi ostaa yritys, joka on jo tuottanut uusia tuotteita, kuin lähteä itse kehittämään alusta asti vastaavanlaisia tuotteita. Yritykset voivat myös hankkia toisia yrityksiä estääkseen teknologian siirtymisen kilpailijoilleen. Esimerkkinä tästä voi mainita yrityskaupan vuodelta 2003, jossa Ebay osti Skypen kehittääkseen verkkokauppaansa. (DePamphilis 2010, 10)

Yritysjohtajat ovat usein erittäin kilpailuhenkisiä ja joskus jopa itsekeskeisiä ja näin ollen luulevat, että heidän johdollaan kohdeyritys voisi tuottaa paremmin kuin

nykyisellään. Näin ollen ostettavasta yrityksestä maksetaan usein ylihintaa. Tätä teoriaa kutsutaan johdon ylimielisyys – teoriaksi. (DePamphilis 2010, 10)

Useasti tilanteessa, jossa yritysostokohteesta kilpailee useampi yritys ja jossa käydään tarjouskilpailu, preemio on korkeampi kuin normaalissa yritysostossa. Yritysjohdajat eivät ole tottuneet häviämään ja sen vuoksi saatetaan maksaa ylihintaa. Ylihinta voi kaduttua jälkikäteen, jos huomataan arvonmäärityksen olleen yltiöoptimistinen (DePamphilis 2010, 10).

Aliarvostettujen varojen hankkiminen -teoria tarkoittaa sitä, että yritykset pystyvät ostamaan toisen yrityksen halvemmalla kuin mitä sen kirjanpidollinen arvo on. Tällaisia yritysostoja tapahtui erittäin paljon 1970-luvulla korkean inflaation aikaan. Tuolloin yritysten markkina-arvot laskivat korkean inflaation ja korkotason vuoksi reilusti alle niiden tasearvon. Tällöin oli erittäin kannattavaa hankkia yrityksiä markkinahintaan. Korkea inflaatio aiheutti myös sen, että varojen uudelleenhankkimiskustannus oli huomattavasti suurempi kuin varojen kirjanpidollinen arvo. (DePamphilis 2010, 11)

Agenttiongelmilla tarkoitetaan tässä yhteydessä tilannetta, jossa yritysjohton ja yrityksen omistuksen välillä on eturistiriita. Jos yrityksen johto ei omista suurta osaa yrityksen osakkeista, ei heillä ole välttämättä halua toimia yrityksen omistajien hyväksi vaan omaksi hyväkseen. Jos on niin että yrityksen omistus on laajasti jakaantunut voi johdon oman edun tavoittelu jatkua pitkäänkin. Tämän teorian mukaan fuusiot ja yritysostot tapahtuvat tällaisen toiminnan korjaamiseksi. (DePamphilis 2010, 11)

Gortonin, Kahlilin ja Rosenin (2007, 36) mukaan yritykset ostavat toisia yrityksiä suojautuakseen itse yritysostolta. Isojen yritysten täytyy kasvattaa voittojaan pitääkseen osakekurssit hyvällä tasolla. Voittojen kasvatus ei ole mahdollista ostamalla pieniä yrityksiä. Tämä johtuu siitä että yritysostoon käytetty aika ylittää siitä saatavan tuoton. Tämän takia mitä suurempi yritys on ostajana, sitä suurempi on usein myös ostettava yritys. (DePamphilis 2010, 12)

Vero-optimoinnissa on kaksi asiaa, jotka pitää ottaa huomioon yritysostoihin liittyen. Ensimmäinen on tappioiden vähennysoikeus tulevien vuosien tuloista. Myös poistojen määrä kasvaa kun yritys ostaa toisen yrityksen ja siten myös verotettava tulos pienenee (DePamphilis 2010, 12). Toinen asia, joka pitää ottaa huomioon, on veroseuraamukset ostettavan yrityksen omistajille. Useasti kauppa pitää pystyä toteuttamaan ilman veroseuraamuksia ostettavan yrityksen omistajille, jotta kauppa tapahtuisi (DePamphilis 2010, 12). Ostettavan yrityksen omistajat tahtovat suuremman preemion mikäli kauppaa ei voida toteuttaa verovapaasti (Ayers et al, 2003, 2799–2800).

Teoria markkinavoiman kasvattamisesta viittaa siihen, että yritykset fuusioituvat saadakseen määräävän markkina-aseman ja pystyäkseen hinnoittelemaan tuotteet korkeammin kuin kilpailuilla markkinoilla. Tätä teoriaa ei kuitenkaan ole pystytty empiirisesti todentamaan. (DePamphilis 2010, 12)

Misvaluaatioteoria usein jätetään usein pois tarkastelusta sillä olettamuksella, että markkinat ovat tehokkaat. Tämä ei kuitenkaan aina pidä paikkaansa. Empiirisesti on voitu todeta osakkeen arvon heijastavan yrityksen oikeaa arvoa pitkällä aikavälillä. Tämä ei kuitenkaan ole aina tilanne lyhyellä aikavälillä (DePamphilis 2010, 12).

Yritysten, joiden oma osake on yliarvostettu, kannattaa käyttää omia osakkeitaan maksuvälineenä yritysostossa niin kauan kun ostettava yritys ei ole yhtä yliarvostettu. Luonnollisesti tällaisessa tilanteessa ostava yritys hyötyy yritysostotilanteesta (Ang & Cheng 2006, 199). Muun muassa tässä syystä yritykset yrittävät saada osakkeensa yliarvostetuiksi. (Shleifer & Vishny, 2003, 309)

## **4. Yritystosten vaikutus arvoon – kirjallisuus ja artikkelikatsaus**

Tässä kappaleessa käydään läpi aiemmin aiheesta kirjoitettua kirjallisuutta sekä aiheesta kirjoitettuja tutkimuksia.

### **4.1 Tuotot yleisesti**

Keskimäärin sekä ostavan yrityksen että ostettavan yrityksen osakkeenomistajat hyötyvät yrityskaupan julkistamispäivänä. Kuitenkin nämä hyödyt painottuvat voimakkaasti ostettavan yrityksen osakkeenomistajille. Yritystosta seuraavan 3-5 vuoden aikana monet näistä yritystoston toteuttaneista yrityksistä kuitenkin tuhoavat osakkeenomistajien varallisuutta tai alisuoriutuvat suhteessa kilpailijoihinsa. (DePamphilis, 2010, 30)

Positiivinen vastaanotto markkinoilla yritystostoilmoitukseen voi tarkoittaa odotettuja tulevia synergiaetuja, joita ostava yritys voi saada ostettuaan yrityksen. Tämä positiivinen tuotto osakkeenomistajalle lasketaan seuraavasti: normaalituotto tietyn riskisestä osakkeesta on esimerkiksi 10 % ja yrityskaupan julkistamisen jälkeen tämä toteutunut tuotto on 25 %, ylituotoksi jää näiden erotus, 15 %. Nämä ylituotot ovat tulevaisuuteen katsovia siten, että osakkeen arvo yleensä heijastelee tulevaisuuden tuottoja. (DePamphilis 2010, 30)

Ostettavan yrityksen osakkeenomistajille nämä ylituotot eivät välttämättä tarkoita samaa kuin se preemio minkä he saavat osakkeistaan ostohetkellä. Normaalituotolla osakkeesta tarkoitetaan sitä tuottoa mitä oletetaan saatavan sillä riskitasolla olevasta sijoituksesta. Ostajan maksama preemio on siis lisänä tähän normaalituottoon. (DePamphilis 2010, 31)

### **4.2 Ostavan yrityksen omistajien tuotot**

Bhagat et al (2005, 33) löytävät työssään empiiriset todisteet sille, että vihamielisissä yritystostoissa tuotot ovat suuremmat sekä ostavan yrityksen osakkeenomistajille että ostettavan yrityksen osakkeenomistajille. He päätyvät myös tulokseen, että

vihamielisen yritysoston tehneen yrityksen osakkeenomistajat saavat pienemmän tuoton kuin ei vihamielisessä yritysostossa. (Bhagat et al 2005, 33)

Keskimäärin ostavan yrityksen osakkeenomistajien tuotot ovat matalat tai hieman negatiiviset sekä fuusioissa että ystävällismielisissä tarjouksissa. Nämä tuotot ovat laskeneet hieman ajan myötä johtuen yrityksistä maksettavien preemioiden noususta. (DePamphilis 2010, 33). Myös ostettavan yrityksen koolla on väliä siihen miten paljon tuottoa ostavan yrityksen osakkaille tulee. Bhagat et al (2005, 42) toteavat tutkimuksessaan, että tilanteessa jossa ostava yritys on iso suhteessa ostettavaan yritykseen, on ostavan yrityksen osakkeenomistajien tuotot selkeästi pienempiä.

Moeller et al (2005, 781) toteavat tutkimuksessaan yritysostojen tuottojen olleen positiivisia ostavan yrityksen osakkeenomistajille 90-luvun alusta vuoteen 1997 asti. Kuitenkin vuosina 1998–2001 tapahtuneet yritysostot vetivät koko ajanjakson tuotot yritysostoista ostavan yrityksen osakkeenomistajalle negatiivisiksi. Nämä tappiot johtuivat vähäisestä määrästä yritysostoja. Tämä voidaan todeta siitä, että mikäli kaikki julkaistut yritysostot, ajanjaksolla 1998–2001, painotettaisiin yhtä suuriksi, ostavan yrityksen osakkeenomistajat olisivat keskimäärin hyötäneet yrityskaupoista (Moeller et al 2005, 781)

Ostavan yrityksen omistajat hävisivät keskimäärin 0,12 dollaria yhtä yritysostoon sijoitettua dollaria kohden aikavälillä 1998–2001. Kahdeksankymmentäluvulla vastaava luku oli 0,016 dollaria. 1990–1997 välisenä aikana yritysostot olivat kuitenkin kannattavia (Moeller et al 2005, 757).

Ainoastaan yksittäiseen yritysostoon keskittyminen ostavan yrityksen osakkeenomistajan tuottojen kannalta voi olla harhaanjohtavaa. Ainoastaan yhden yksittäisten yritysostojen tutkimisen sijasta pitäisi keskittyä useampiin toisiinsa liittyviin yritysostoihin, joita tehdään yrityksen strategian mukaisesti (Barkema & Schijven 2008, 716). DePamphilis (2010, 33) antaa aiheesta esimerkiksi Bank of America:n, joka investoi sata miljardia dollaria ostaessaan luottokorttiyritys MBNA:n vuonna 2005, asuntolainoittaja Countrywiden vuonna 2007 ja sijoitusyritys Merrill

Lynchin vuonna 2008. Näiden ostojen myötä toteutettiin yrityksen strategiaa ja suurin synergia saatiin vasta viimeisimmän hankinnan toteuduttua.

Myös epäonnistuneista yritysostoista seuraa usein ylituottoa ostettavan yrityksen osakkeenomistajille yritysoston julkaisupäivän läheisyydessä. Osa tästä tuotosta kuitenkin voi kadota, jos kilpailevaa ostajaa ei löydy. Suurin osa tästä ylituotosta katoaa vuoden sisällä ilmoituksesta, jos yritysosto ei toteudu. (DePamphilis 2010, 33)

### **4.3 Ostettavan yrityksen osakkeenomistajien tuotot**

Ostettavan yrityksen osakkeenomistajat saavat suuremman preemion osakkeistaan, kun ostettavan yrityksen menestyksen odotetaan laskevan tulevaisuudessa (Ghosh & Lee, 2000, 51). Tämä voi johtua DePamphiliksen (2010, 33) mukaan siitä, että ostavat yritykset näkevät saavansa parhaan tuoton ostamalla huonosti johdettuja yrityksiä. Ostettavan yrityksen osakkeenomistajat saavat korkean tuoton sekä onnistuneissa että epäonnistuneissa yritysostoissa. (DePamphilis 2010, 33).

Bradley et al (1988, 3) toteavat tutkimuksessaan, että onnistunut ystävällismielinen yritysosto nostaa ostettavan ja ostavan yrityksen yhteisarvoa keskimäärin 7,45 %. Bradley et al (1998, 13) toteavat tutkimuksessaan myös, että onnistuneet ystävällismieliset yritysostot aiheuttavat selkeitä synergiaetuja ja johtavat tehokkaampaan resurssien jakoon yrityksen sisällä. He toteavat myös sekä ostavan, että ostettavan yrityksen osakkeenomistajien saavan yrityskaupasta ylituottoa. Suurin osa tästä ylituotosta suuntautuu kuitenkin ostettavan yrityksen osakkeenomistajille.

Harrison et al (2008, 171) toteavat työssään, että markkinat eivät ole aina tehokkaat yritysostotilanteissa ja näin ollen saattavat vääristää tapahtumatutkimuksen tuloksia. He toteavat myös että jos markkinoiden reaktio horisontaaliseen yritysostoon on positiivinen, niin se korjautuu pitkällä aikavälillä negatiiviseksi. Heidän mukaansa lyhyen aikavälin markkinareaktiot, myös muihin kompleksisiin ja harvoin tapahtuviin tapahtumiin, ei välttämättä kuvaa täydellisesti näiden tapahtumien taloudellisia vaikutuksia.



Lopuksi DePamphilis (2010, 34) toteaa ylituottojen positiivisuuden tai negatiivisuuden riippuvan ostajan, kohteen ja kaupan yksityiskohdista.

## 5. Käytettävä aineisto ja metodologia

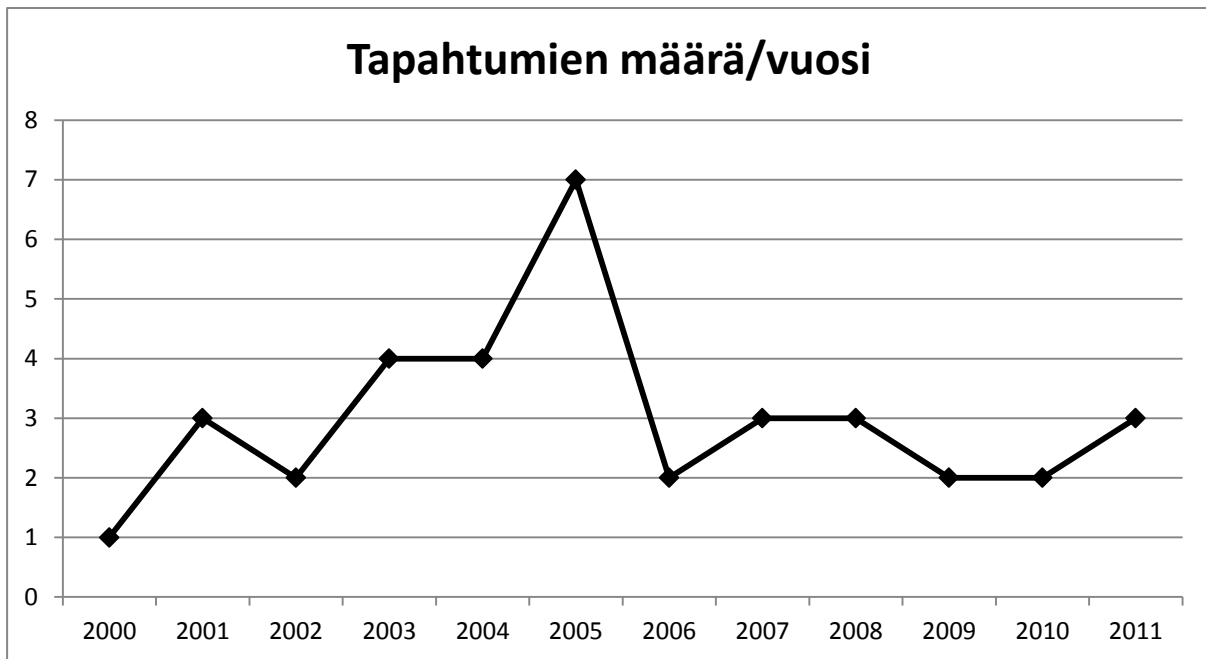
### 5.1 Käytettävä aineisto

Käytettynä aineistona toimii Saksan osakemarkkinoilla noteeratut yritykset, jotka ovat olleet ostavana osapuolena yritysostossa. Ostettujen yritysten kurssitietoja ei saatu tähän tutkimukseen hankittua ja näin ollen ne on rajattu ulos tutkimuksesta. Tutkimusperiodi käsittää ajanjakson marraskuusta 2000 vuoden 2011 loppuun asti. Tutkimuksesta jouduttiin rajaamaan muutamia yrityksiä pois sen vuoksi, että niille ei löytynyt tarvittavia kurssinoteerauksia tapahtumatutkimuksen suorittamiseksi.

Saksan osakemarkkinoita kuvaava DAX-indeksi toimii tutkimuksessa markkinaindeksinä ja riskitöntä tuottoa kuvaa kolmen kuukauden Euribor. Tiedot tapahtumista haettiin Thomson One Banker -tietokannasta, taulukko tapahtumista löytyy liitteenä (Liite 1). Tapahtumiksi valittiin sellaiset tapahtumat, joissa seuraavat ehdot täyttyivät:

- Sekä ostavan, että ostettavan yrityksen täytyi olla julkisessa kaupankäynnissä
- Molempien yritysten tuli olla noteerattuja Saksan pörsseissä.
- Kaupassa ostettiin vähintään 50 % yrityksen osakkeista.

Näiden rajausten jälkeen tutkimuksen aineistoksi jäi 36 tapahtumaa, jotka jakautuivat vuosille kuvan 3 mukaisesti.



(Kuva 3. Tapahtumien määrä/vuosi, Thomson One Banker)

Kuvasta näkee, että tässä aineistossa eniten tapahtumia osui vuodelle 2005 (7 kpl). Vuosille 2002, 2006, 2009 ja 2010 osui vaan kaksi tapahtumaa per vuosi. Vuonna 2000 mukaan osui vaan yksi tapahtuma aineiston rajauksesta johtuen.

## 5.2 Tapahtumatutkimus

Tapahtumatutkimus on yksi yleisimmin käytetyistä analyyttistä työkaluista rahoituksen tutkimuksessa (Peterson 1989, 36). Tapahtumatutkimuksessa tarkastellaan jonkun tietyn ulkoisen tapahtuman vaikutusta valittuun muuttujaan. Tässä tapahtumatutkimuksessa valittu muuttuja on ostavan yrityksen osakekurssi. Lähtökohtana tapahtumatutkimuksessa on tunnistaa tietyn tapahtuman tarkka ajankohta ja tutkia arvopaperin hinnan käyttäytymistä tämän ajankohdan ympärillä. (Vaihekoski 2004, 230)

Tapahtumatutkimusta voidaan käyttää moneen eri tarkoitukseen. Rahoituksen ja laskentatoimen tutkimuksissa tapahtumatutkimusta on käytetty muun muassa selvittämään fuusioiden ja yritysostojen vaikutusta yritysten arvopapereiden hintaan (MacKinlay 1997, 13). MacKinlayn mukaan tapahtumatutkimuksella voidaan selvittää myös makrotaloudellisten tapahtumien vaikutusta markkinoihin. Markkinoiden

tehokkuuteen tapahtumatutkimus liittyy siten, että markkinoiden reagoiessa tapahtumiin hitaasti tai ennustettavasti niin sijoittaja voi hyötyä tästä ja tällöin markkinat eivät ole tehokkaat. (Vaihekoski 2004, 230)

### **5.3 Tapahtumatutkimuksen kulku**

Ensimmäisenä tehtävänä tapahtumatutkimuksessa on määrittää tutkittava tapahtuma ja tunnistaa ajanjakso jolloin valittujen yritysten osakkeiden arvoja tutkitaan (MacKinlay 1997, 14). Tätä aikaväliä kutsutaan tapahtumaikkunaksi ja se kattaa kymmenen päivää ennen tapahtumaa, itse tapahtumapäivän ja kymmen päivää sen jälkeen (Vaihekoski 2004, 231).

Tässä tutkimuksessa tapahtumiksi on valittu yritystojen julkaisupäivämäärät, jotka kuvastavat siis itse tapahtumapäivää. Kurssitietoja analysoidaan kymmenen päivää ennen tapahtuman julkistusta, julkistuspäivänä sekä kymmenen päivää sen jälkeen. Aikavälit ennen tapahtumapäivää ovat mukana sen vuoksi, että jos markkinat eivät ole tehokkaat on tieto tapahtumasta voinut vaikuttaa arvopaperin hintaan jo ennen itse julkaisua.

Tapahtumatutkimuksen seuraava vaihe on valita sopivat kriteerit tapahtumien hyväksymiseen tutkittavien tapahtumien joukkoon. Tällaisina kriteereinä voi toimia muun muassa toimiala tai yhtiömuoto. (MacKinlay 1997, 15) Tässä tutkimuksessa käytetyt kriteerit on kuvattu kappaleessa 5.1.

Seuraavana vuorossa on aineiston perusteella tehtävä alustava työ ylituoton arvioimiseksi. Tapahtuman tuoton arvioiminen vaatii ylituoton mittaamista. Ylituotto mitataan vähentämällä normaalituotto toteutuneesta Ex Post -tuotosta tapahtumaikkunan ajalta. Ylituotto on määritelty normaalituottona ilman tapahtuman huomioimista. (MacKinlay 1997, 15) Epänormaalin tuoton kaava on esitetty seuraavaksi (1):

$$(1) \quad AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}|X_t)$$

Kaavassa  $AR_{it}$  kuvastaa ylituottoa,  $R_{it}$  toteutunutta tuottoa ja  $E(R_{it}|X_t)$  normaalituottoa ajanjaksolle  $t$ .  $X_t$  on normaalituoton mallin mahdollistava informaatio.

Normaalituoton mallintamiseksi voidaan käyttää kahta eri mallia. Vakiokeskiarvotuottomallissa  $X_t$  pysyy vakiona, kun taas markkinamallissa, joka on toinen vaihtoehto,  $X_t$  on markkinatuotto. Tässä tutkimuksessa käytetään markkinamallia. Markkinamalli olettaa lineaarisen suhteen markkinatuoton ja arvopaperin tuoton välille (MacKinlay 1997, 15).

Alfa sekä Beeta, jotka molemmat vaaditaan CAPM-malliin, saadaan laskettua käyttämällä regressioanalyysiä. Kun sekä Alfa että Beeta on estimoitu, voidaan markkinamallin mukaiset normaalituotot laskea osakkeille. Alfa sekä Beeta lasketaan käyttämällä hyväksi estimointi-ikkunan dataa.

CAPM-mallin mukainen arvopaperin odotettu tuotto lasketaan seuraavalla kaavalla (2):

$$(2) \quad (E)R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

Tässä kaavassa  $R_{it}$  kuvastaa odotettua tuottoa arvopaperille ja  $R_{mt}$  kuvastaa markkinaportfolion tuottoa.  $\alpha_i$  sekä  $\beta_i$  ovat aiemmin regressioanalyysillä estimoidut parametrit.  $E_{it}$  sen sijaan on virhetermi, jonka varianssin, keskiarvon ja odotusarvon oletus on nolla. Käytettäessä markkinamallia normaalituottojen laskennassa niin ylituottoja kuvaa seuraava kaava (3):

$$(3) \quad AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt}$$

Kun epänormaalit tuotot on saatu laskettua jokaiselle osakkeelle, voidaan laskea keskimääräinen epänormaali tuotto. Keskimääräinen epänormaali tuotto (AAR) lasketaan seuraavalla kaavalla (4):

$$(4) \quad AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

Kaavassa 4 AR kuvastaa jo kaavassa 3 laskettuja epänormaaleita tuottoja, N on tapahtumien lukumäärä. AAR tarkoittaa taas keskimääräisiä epänormaaleita tuottoja.

Seuraavaksi lasketaan CAR eli keskimääräinen kumulatiivinen epänormaali tuotto. Keskimääräinen kumulatiivinen epänormaali tuotto lasketaan kaavalla (5):

$$(5) \quad CAR_{T_0}^{T_1} = \sum_{t=T_0}^T AAR_t$$

Kaavassa on laskettu yhteen keskimääräiset epänormaalit tuotot ja tuloksena saadaan kumulatiivinen epänormaali tuotto. Tämä on tehtävä, jos halutaan tarkastella tuottoja yli ajan (Vaihekoski 2004, 233).

### 5.3 Tilastollinen merkitsevyys

Testisuure T-testiä varten saadaan laskettua seuraavan kaavan mukaisesti (6):

$$(6) \quad \frac{AR_t}{\sqrt{\sigma^2(AR_t)}} \sim t(N)$$

Kaavassa 6  $AR_t$  on epänormaali tuotto ajanhetkellä  $t$ . Varianssi  $\sigma^2$  puolestaan voidaan laskea kaavalla 7:

$$(7) \quad \sigma^2(AR_t) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma^2(\varepsilon_i)$$

Kun epänormaalien tuottojen varianssi on saatu laskettua, voidaan sen jälkeen laskea keskimääräisen kumulatiivisen epänormaalien tuoton t-arvo. Laskeminen

tapahtuu kaavalla 8. Kaavassa 8  $CAR_{T_0}^{T_1}$  on kumulatiivinen epänormaali tuotto hetkestä  $t_0$  hetkeen  $t_1$ .

$$(8) \quad \frac{CAR_{T_0}^{T_1}}{\sqrt{\sum_{t=T_0}^{T_1} \sigma^2(ARt)}} \sim N(0,1)$$

## 6. Tulokset

Käyttäen hyväksi kappaleessa viisi esiteltyjä menetelmiä on saatu yritysostoilmoituksen aiheuttamat markkinareaktiot ostaville yrityksille. Tapahtumien lukumäärä on 36 kappaletta, ja näitä tuloksia tutkittaessa havaitaan, että tapahtumapäivänä  $T_0$  on havaittavissa viiden prosentin varmuustasolla tilastollisesti merkitsevä epänormaali tuotto. Ylituotto ajanhetkelle  $T_0$  on 1,17 %. Seuraavasta taulukosta (taulukko 1) selviää myös muiden päivien reaktiot, vaikka ne eivät olekaan tilastollisesti merkitseviä.

t	Myy	t-ratio	p-value
-10	0,45	0,842	0,405
-9	-0,78	-1,464	0,152
-8	0,51	0,950	0,348
-7	-0,32	-0,607	0,548
-6	-0,02	-0,032	0,975
-5	-0,18	-0,344	0,733
-4	-0,20	-0,379	0,707
-3	0,13	0,235	0,815
-2	0,53	0,999	0,325
-1	0,42	0,779	0,441
0	<b>1,117</b>	<b>2,094</b>	<b>0,043</b>
1	-0,46	-0,859	0,396
2	0,02	0,029	0,977
3	0,49	0,927	0,360
4	-0,16	-0,295	0,769
5	-0,27	-0,497	0,622
6	0,23	0,430	0,670
7	-0,02	-0,037	0,971
8	-0,60	-1,127	0,267
9	-0,05	-0,096	0,924
10	0,25	0,469	0,642

(Taulukko 1. Keskimääräiset epänormaalit tuotot)



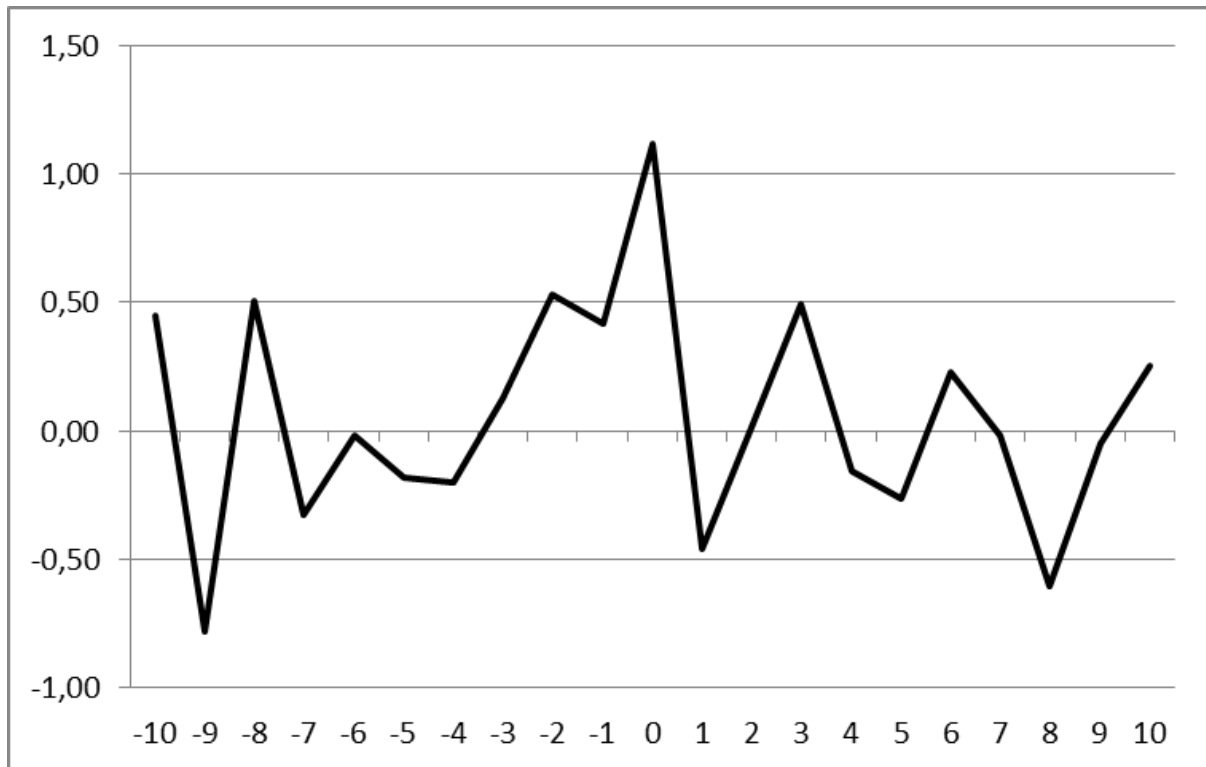
Tuloksista voi päätellä sen, että ainakin aineistoon poimitun otoksen osalta markkinat toimivat tehokkaasti, koska tilastollisesti merkitseviä ylituottoja ennen tapahtumapäivää ei ole. Arvopaperin hinnat myös reagoivat informaatioon tapahtumapäivänä. Tapahtumapäivän tuottojen positiivisuus tukee osaa aiemmista tutkimuksista, joita on käsitelty kappaleessa 4.2. Moeller et al (2005, 781) toteavat tutkimuksessaan yritysostojen olleen positiivisia ostavan yrityksen osakkeenomistajille 90-luvun alusta vuoteen 1997 asti.

Myös vastakkaisia tutkimustuloksia on saatu. DePamphilis (2010, 33) toteaa että keskimäärin ostavan yrityksen osakkeenomistajien tuotot ovat matalat tai hieman negatiiviset sekä fuusioissa että ystävällismielisissä tarjouksissa. Nämä tuotot ovat laskeneet hieman ajan myötä yrityksistä maksettavien preemioiden noustessa.

Tarkasteltaessa kumulatiivisia epänormaaleita tuottoja, tilastollisesti merkitseviä ylituotot ovat ainoastaan aikaväleillä -1,+1 ja itse tapahtumapäivänä. Päivää ennen, tapahtumapäivää ja päivä tapahtuman jälkeen on havaittavissa keskimääräinen 1,07 % ylituotto, joka on tilastollisesti merkitsevä 5 %:n riskitasolla. Myös tapahtumapäivän 1,12 %:n ylituotto on tilastollisesti merkitsevä 5 %:n riskitasolla. Tarkempi erittely tuloksista löytyy alla olevasta taulukosta.

<b>[t<sub>1</sub>,t<sub>2</sub>]</b>	<b>CAAR</b>	<b>Varianssi</b>	<b>J1</b>	<b>p-value</b>
<b>[-10,-1]</b>	0,52	2,84680	0,31	0,378
<b>[-5,-1]</b>	0,69	1,42340	0,58	0,282
<b>[-1,+1]</b>	1,07	0,28468	2,01	<b>0,022</b>
<b>[0,0]</b>	1,12	0,28468	2,09	<b>0,018</b>
<b>[0,+1]</b>	0,66	0,56936	0,87	0,191
<b>[+1,+5]</b>	-0,37	1,42340	-0,31	0,378
<b>[+1,+10]</b>	-0,56	2,84680	-0,33	0,369

(Taulukko 2. Keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot)



(Kuva 4. Keskimääräiset epänormaalit tuotot)

Yllä oleva kuva esittää keskimääräisen kumulatiivisen epänormaalien tuoton kymmenen päivää ennen tapahtumaa, tapahtumapäivänä sekä kymmenen päivää tapahtuman jälkeen. Tässä on kuitenkin huomioitava se tosiasia, että ainoastaan tapahtumapäivän ylituotto on tilastollisesti merkitsevä.

## 7. Yhteenveto

Tässä tutkielmassa on vastattu tutkimuskysymykseen yritystoston vaikutuksesta ostavan yrityksen kurssin. Tulos on saatu käyttäen tapahtumatutkimusta tutkimusmenetelmänä. Tutkimuksessa on pyritty siis selvittämään mitä tapahtuu yritystostoilmoituksen vaikutuksesta ostavan yrityksen kurssiin, vai tapahtuuko mitään. Tutkimuksen toinen kysymys on toimivatko Saksan osakemarkkinat tehokkaasti vai vuotaako tieto jo etukäteen markkinoille.

Aikaisemmissa tutkimuksissa on ollut ristiriistaista tietoa ostavan yrityksen kurssin reagoinnista yritystostoilmoitukseen. Esimerkiksi DePamphiliksen (2010) mukaan keskimäärin sekä ostavan yrityksen että ostettavan yrityksen osakkeenomistajat hyötyvät yrityskaupan julkistamispäivänä. Moeller et al (2005, 757) toteaa taas, että ostavan yrityksen omistajat hävisivät keskimäärin 0,12 dollaria per yritystoston sijoitettu dollari aikavälillä 1998–2001. Kahdeksankymmentäluvulla vastaava luku oli 0,016 dollaria.

Tässä tutkielmassa saatujen tuloksien mukaan itse tapahtumapäivänä ostavan yrityksen kurssiin on kohdistunut 1,117 %:n tilastollisesti merkitsevä ylituotto. Tutkimuskysymykseen voidaan siis vastata tämän tutkimuksen perusteella siten, että ostavan yrityksen kurssi nousee yritystostosta johtuen tapahtumapäivänä. Tätä tietoa tulkittaessa täytyy kuitenkin olla kriittinen. DePamphilis (2010, 34) toteaa ylituottojen positiivisuuden tai negatiivisuuden riippuvan ostajan, kohteen ja kaupan yksityiskohdista. Eli ei voida yleistää siten, että ostavan yrityksen kurssi nousisi riippumatta kaupan yksityiskohdista.

Tutkimuksen toinen kysymys käsitteli markkinoiden tehokkuutta. Tuloksista voidaan päätellä Saksan markkinoiden toimineen tehokkaasti ainakin tämän aineiston osalta. Aineiston perusteella ei voitu havaita tilastollisesti merkitseviä ylituottoja ennen tapahtumapäivää eikä myöskään tapahtumapäivän jälkeen eli markkinat reagoivat tietoon heti julkistuksen jälkeen.

Työn teoriaosuuden puolella pyrittiin hakemaan syitä näille ylituotoille. Teoriapuolella käytiin läpi yksitoista eri syytä yrittäjien taustalla. Osa näistä syistä voi kuitenkin selittää myös markkinoiden reaktiota yrittäjien julkistamiseen.

Tutkimusta olisi hyvä jatkaa tästä eteenpäin laajemmalla aineistolla ja tuloksia voisi käsitellä myös eri aikaperiodeittain. Aikaisemmissa tutkimuksissahan on löydetty tuloksia nimenomaan vuosikymmenen vaikutuksesta näihin kurssireaktioihin (Moeller et al 2005, 757).

## Lähdeluettelo

Allen, M.R., Harrison, J.S. & Oler, D.K. 2008. The danger of misinterpreting short-window event study findings in strategic management research: An empirical illustration using horizontal acquisitions. *Strategic Organization* vol.6 (2) s.151-184

Ang, J.S & Cheng, Y. 2006. Direct evidence on the market-driven acquisition theory. *Journal of Financial Research* vol. 29(2) s. 199–216

Ayers, B.C. Lefanowicz, C.E. & Robinson J.R. 2003. Shareholder Taxes in Acquisition Premiums: The Effect of Capital Gains Taxation. *The Journal of Finance* vol. 58(6). S.2783-2801

Barkema, H.G. & Schijven, M. 2008. Toward unlocking the full potential of acquisitions: The role of Organizational Restructuring. *Academy of Management Journal* vol.51 (4) s. 696-722

Bhagat, S., Dong, M., Hirshleifer, D. & Noah, R. 2005. Do tender offers create value? New methods and evidence. *Journal of Financial Economics* vol. 76. S.3-60

Bradley, M., Desai, A. & Kim, E.H. 1988. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics* vol. 21 s. 3-40

Damodaran, A. 2002. *Investment Valuation: Tools and techniques for Determining the Value of Any Asset*, Second Edition. New York, John Wiley & Sons, Inc.

DePamphilis, D. 2010. *Mergers, Acquisitions, and other restructuring activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, Fifth Edition. London, Elsevier Inc.

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

Finlex. 2012. Kilpailulaki. [Verkköjulkaisu]. Saatavissa:  
<http://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2011/20110948> [viitattu 15.4.2012]

Ghosh, A. & Lee, C-W. J. 2000. Abnormal returns and expected managerial performance of target firms. *Financial Management* vol. 29 s.40-52

Gorton, G., Kahl, M. & Rosen, R.J. 2009. Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Firm Size. *The Journal of Finance* vol. 64(3) s. 1291-1344

Lins, K. & Servaes, H. 1999. International Evidence on the Value of Corporate Diversification. *Journal of finance* vol. 54(6) s. 2215-2239.

MacKinlay, A. C. 1997. Event Studies in Economics and Finance". *Journal of Economic Literature*, Vol. 35 (1) s.13–39

Moeller, S.B., Schlingemann, F.P. & Stulz, R.M. 2005. Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *Journal of Finance* vol.60 (2) s.757-782.

Mulherin, H.J. & Boone, A.L. 2000. Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of corporate finance* vol. 6 2000. s. 117-139.

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

Shleifer, A. & Vishny, R.W. 2003. Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics* vol. 70. s.295-311

Tenhunen, L. & Werner, R. 2000. *Yrityskaupan käsikirja*. Helsinki, Tietosanoma.

Vaihekoski, M. 2004. *Rahoitusalan sovellutukset ja Excel*. Helsinki, WSOY

## LIITTEET

### LIITE 1. Yritysosotapahtumat

<b>Julkaisupäivämäärä</b>	<b>Kohteen nimi</b>	<b>Ostavan yrityksen nimi</b>
15.11.2011	Bankverein Werther AG	net mobile AG
12.7.2011	Flavus Beteiligungen AG	NYH AG
2.5.2011	Gesellschaft fuer Information	QSC AG
15.11.2010	Solarparc AG	SolarWorld AG
6.5.2010	FranconoWest AG	TAG Immobilien AG
11.3.2009	COR AG Financial Technologies	FJA AG
10.2.2009	GERRY WEBER International AG	GERRY WEBER International AG
19.12.2008	eteleon e-solutions AG	Drillisch AG
2.7.2008	Deutsche REIT AG	Vivacon AG
19.2.2008	klickTel AG	telegate AG
23.7.2007	Parsytec AG	ISRA Vision AG
30.4.2007	Kloeckner-Werke AG	Salzgitter AG
28.3.2007	Mueller Weingarten AG	Schuler AG
7.6.2006	Broadnet AG	QSC AG
23.3.2006	Schering AG	Bayer AG
15.11.2005	Eurohypo AG	Commerzbank AG
6.11.2005	Steag HamaTech AG	Singulus Technologies AG
25.10.2005	tiscon AG	ARQUES Industries AG
10.8.2005	Circel Grundstuecks- und	ARQUES Industries AG
22.3.2005	BHW Holding AG	Deutsche Postbank AG
10.2.2005	Grammer AG	Deutsche Bank AG
20.1.2005	Wuerzburger Hofbraeu AG	Kulmbacher Brauerei AG
15.12.2004	Wire Card AG	InfoGenie Europe AG
12.8.2004	Senator Entertainment AG	Deutsche Bank AG
29.3.2004	Phoenix AG	Continental AG
18.3.2004	Kleindienst Datentechnik AG	Beta Systems Software AG
22.5.2003	BinTec Communications AG	Funkwerk AG
1.4.2003	Cycos AG	Siemens AG
25.3.2003	PSB AG	Bechtle AG
23.1.2003	Gebhard & Schuster AG	Baader Wertpapierhandelsbank
5.8.2002	Zeag Zementwerk Lauffen AG	EnBW Energie Baden-
6.6.2002	Rheinhold & Mahla AG	Bilfinger Berger AG
17.12.2001	JUMPtEC Industrielle Computer	Kontron Embedded Computers AG
27.11.2001	Mediascape Communications	Mediascape Communications
1.4.2001	Dresdner Bank AG	Allianz AG
22.11.2000	Kloeckner-Werke AG	WCM Beteiligungs