

# **TEOLLINEN YRITYSOSTO JA OSTAVAN YHTIÖN ARVONKEHITYS: NÄYTTÖÄ HELSINGIN PÖRSSISTÄ**

**Jyväskylän yliopisto  
Kauppakorkeakoulu**

**Pro gradu -tutkielma**

**2018**

**Niko-Pekka Pansu  
Laskentatoimi  
Ohjaaja: Antti Rautiainen**



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO



## TIIVISTELMÄ

Tekijä Niko-Pekka Pantsu	
Työn nimi Teollinen yritysosto ja ostavan yhtiön arvonkehitys: näyttöä Helsingin pörssistä	
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu -tutkielma
Aika (kuukausi/vuosi) Lokakuu 2018	Sivumäärä 63
Tiivistelmä	
<p>Yritysostot ovat keskeinen osa yritysstrategiaa, niin maailmanlaajuisesti kuin Suomessakin. Yrityskauppojen tuomaa arvoa tai arvon menetystä on tutkittu kattavasti kansainvälisessä tutkimuskentässä, mutta Suomen markkinoilla yritysostotutkimus on jäänyt pienemmälle huomiolle. Tämän tutkimuksen tavoitteena on tutkia yrityskaupan tuomaa arvoa pörssikurssilla mitattuna sekä lyhyellä että pitkällä aikajänteellä. Tutkimus keskittyy ostajayhtiön arvonkehityksen tarkasteluun. Otoksen yleisen tarkastelun lisäksi tutkimuksesta saadut tulokset on analysoitu toimiala- ja markkinakohtaisesti.</p> <p>Tutkimusaineisto on hankittu Thomson Reuters Eikon -tietokannasta ja koostuu Helsingin pörssissä vuosien 2000–2017 aikana toimeenpannuista 132 yritysostosta. Määrätyn aikajänteen lisäksi aineistoa on rajattu kauppasumman ja hankintaosuuden mukaan. Tarkemmat rajaukset on esitelty tutkielman aineistokappaleessa. Tutkimus on toteutettu tapahtumatutkimuksena ja epänormaalien tuottojen laskentakaavoina on käytetty CAAR- ja BHAAR-metodeja. Epänormaaleja tuottoja on tarkasteltu 0–100 pörssipäivän tarkasteluikkunassa.</p> <p>Tutkimustulosten mukaan otoksen yritysostot ovat tuottaneet viiden päivän tarkasteluikkunassa (CAAR 5) keskimäärin 2,18% epänormaalia tuottoa. Pidemmällä 100 pörssipäivän aikajänteellä (BHAAR 100) epänormaali tuotto oli 2,70%. Ostajayhtiön arvonkehitys oli merkittävintä kaupan julkaisupäivänä, jolloin otoksen keskimääräinen epänormaali tuotto oli 1,2%. Markkina-aluekohtaisessa analyysissä havaittiin epänormaalien tuottojen olevan poikkeuksellisen suuria kotimaisissa, eli Suomeen keskittyneissä yritysostoissa. Toimialakohtaisessa analyysissä tuloksista kävi ilmi T&amp;K-painotteisten toimialojen saavuttavan keskimääräistä suurempia epänormaaleja tuottoja. Toimiala- ja markkinakohtaisessa analyysistä saadut tulokset eivät kuitenkaan olleet tilastollisesti merkitseviä. Regressioanalyysistä nousi kuitenkin esiin lyhyen ja pitkän aikajänteen epänormaalien tuottojen välinen tilastollisesti erittäin merkitsevä yhteys.</p>	
Asiasanat Yrityskaupat, epänormaali tuotto, tapahtumatutkimus	
Säilytyspaikka Jyväskylän yliopiston kauppakorkeakoulu	



# SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	7
1.1	Tutkimuksen aihe ja tausta.....	7
1.2	Tutkimuksen tavoite .....	9
1.3	Tutkimusaineisto ja käytetyt menetit .....	9
1.4	Keskeiset käsitteet.....	10
1.4.1	Teollinen yritysosto.....	10
1.4.2	Yrityskauppojen motiivit ja synergiaedut .....	10
1.4.3	Epänormaalit tuotot .....	11
1.5	Katsaus aiempiin tutkimuksiin.....	12
2	TUTKIELMAN TEOREETTINEN VIITEKEHYS .....	16
2.1	Resurssipohjainen teoria.....	16
2.2	Kilpailudynaaminen teoria .....	18
2.3	Evolutionäärinen teoria .....	20
2.4	Hubris-teoria .....	23
2.5	Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi.....	24
3	AINEISTO JA MENETELMÄ.....	27
3.1	Aineiston hankintamenetelmä ja rajaukset.....	27
3.2	Aineiston esittely .....	28
3.3	Tutkimusmenetelmä .....	30
3.3.1	Tapahtumatutkimuksen rakenne.....	31
3.3.2	Tuotto-odotus & CAPM .....	33
3.3.3	CAAR & BHAAR .....	35
3.4	Kontrollimuuttujat ja tulosten testaus .....	36
4	HYPOTEESIT .....	38
5	TULOKSET.....	40
5.1	Epänormaalit tuotot .....	40
5.2	Kontrollimuuttujat ja epänormaalit tuotot .....	43
5.3	Tulokset toimialoittain.....	46
5.4	Tulokset markkina-alueittain.....	48
5.5	Yhteenveto .....	50
6	JOHTOPÄÄTÖKSET .....	52
	LÄHTEET .....	56

## KUVIOT

Kuvio 1 Resurssipohjainen organisaatioteoria (Wernerfelt, 1984) .....	18
Kuvio 2 Evolutionäärinen näkemys ja muutuskynnökseen vaikuttavat tekijät (Hannan & Freeman, 1977) .....	22
Kuvio 3 Otoksen yrityskauppojen määrä ja arvo vuositasolla (Thomson Reuters, 2018) .....	28
Kuvio 4 Tapahtumatutkimuksen aikajänne (MacKinlay, 1997) .....	31
Kuvio 5 Otoksen keskimääräiset päivittäiset epänormaalit tuotot .....	41
Kuvio 6 Otoksen BHAAR-tuotot 0-100 päivää kaupan julkaisuhetkestä.....	42
Kuvio 7 AAR-tuotot toimialoittain .....	47
Kuvio 8 BHAAR-tuotot sama toimiala/eri toimiala .....	47
Kuvio 9 AAR-tuotot kotimaiset/rajat ylittävät .....	49
Kuvio 10 BHAAR-tuotot kotimaiset/rajat ylittävät .....	50

## TAULUKOT

Taulukko 1 Otoksen yrityskauppojen jakautuminen kohdeyhtiön toimialan mukaan (Thomson Reuters, 2018) .....	29
Taulukko 2 Otoksen yrityskauppojen jakautuminen kohdeyhtiön maantieteellisen sijainnin mukaan (Thomson Reuters, 2018) .....	30
Taulukko 3 Regressiomalli 1 .....	43
Taulukko 4 Regressiomalli 2 .....	44
Taulukko 5 Regressiomalli 2 korrelaatiokertoimet.....	45
Taulukko 6 Regressiomalli 2 merkitsevyytasot.....	45
Taulukko 7 BHAAR-tuotot toimialoittain .....	46
Taulukko 8 BHAAR-tuotot markkina-alueittain .....	48

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkimuksen aihe ja tausta

Tässä kappaleessa esitellään lukijalle tutkimuksen aihe ja tausta tutkimuksen viitekehityksen ymmärtämiseksi. Lisäksi luvussa esitellään lyhyesti tutkimuksen aineisto ja tavoitteet, tutkimuksessa käytetyt metodit, sekä tutkimuksen kannalta keskeiset käsitteet. Luvun lopussa paneudutaan aiheeseen liittyvään tutkimuskenttään ja aiempiin tutkimuksiin.

Tämä pro gradu -tutkielma tarkastelee Helsingin pörssissä 2000-luvulla tapahtuneita yritysostoja ostajayhtiön arvonkehityksen näkökulmasta. Suomen yritysostomarkkinat kokivat kolauksen vuoden 2008 finanssikriisin aikana eivätkä ole siitä vielä täysin palautuneet tasolle, joka vallitsi 2000-luvun taitteessa. Markkinoiden kehitys on kuitenkin ollut viime vuosina positiivista ja markkinoita ovat vauhdittaneet mm. sosiaali- ja terveysalan rakennemuutokset, jotka ovat johtaneet yritysostoaalton kyseisellä sektorilla. Saatavilla oleva edullinen rahoitus on myös osaltaan vauhdittanut markkinan kehittymistä. Vuoden 2017 kahden ensimmäisen kvartaalin jälkeen suomalaisia kohdeyrityksiä oli hankittu 5,8 miljardin euron arvosta. (Terveyden ja hyvinvoinnin laitos, 2018; The Law Reviews, 2017.) Aktiivisuudestaan huolimatta Suomen yritysjärjestelymarkkina on pienenä markkinana jäänyt yritysjärjestelytutkimuskentässä suhteellisen pienelle huomiolle, mutta kansainvälisesti katsoen yritysostoja on tutkittu aktiivisesti jo yli 40 vuoden ajan (Cartwright & Schoenberg, 2006). Yritysosto on yksi perinteisimmistä kasvustrategioista, mutta silti edelleen ajankohtainen strategia-tutkimuksen osa-alue (Christensen, Alton, Rising & Waldeck, 2011). Jokainen markkina-alue sisältää omat erityispiirteensä, mikä korostaa tämän tutkimuksen merkitystä varsinkin Suomessa.

Yrityskaupan motiivit ovat sidoksissa yritysostajan luonteeseen. Markkinoilla voidaan katsoa olevan kahden tyyppisiä ostajia, eli teollisia ostajia ja pääomasijoittajia. Teollinen yritysostaja operoi usein samalla toimialalla kohdeyhtiön kanssa ja on siten hyvin perillä kaupan kohteena olevasta liiketoiminnasta.

Kauppan tavoitteet ovat pitkälti kytköksissä synergiaetuihin, joiden johdosta teollista ostajaa kutsutaan myös synergistiseksi ostajaksi. Teollisen ostajan keskittyessä synergioihin ja kasvuun, on pääomasijoittajan fokus arvioidun sijoitusjakson kokonaistuotossa. Pääomasijoittaja on ammattimainen yritysostaja, jonka tavoitteena on rahastaa sijoituksellaan perinteisesti 3-5 vuoden aikajänteellä sijoitusajankohdasta. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman, 2011, 20-21 & 183.) Tämä tutkimus keskittyy teollisiin yritysostoihin ja pääomasijoitusyhtiöt on poistettu otoksesta.

Yrityskaupan tavoitteet ovat usein kunnianhimoisia ja kauppahinnat korkeita, jonka johdosta osakemarkkinat ovat reagoineet yrityskauppauutisiin pääsäännön mukaan skeptisesti, mikä on näkynyt julkaisuhetkellä julkisesti noteerattujen ostajayhtiöiden osakekurssissa negatiivisena kurssireaktiona (Drymbetas & Kyriazopoulos, 2014). Kauppasopimukseen päädyttyä ostajayhtiön johdolla ja omistajilla on kuitenkin vahva visio transaktion synergiaeduista ja muista hyödyistä merkittävistä kustannuksista huolimatta. Yrityskauppojen onnistumista tarkastelevat tutkimukset ovat useimmissa tapauksissa toteutettu ns. tapahtumatutkimuksena (MacKinlay, 1997). Perinteisesti tapahtumatutkimus keskittyy tapahtumahetkeä läheisesti ympäröivään aikaikkunaan ja pyrkii löytämään tarkasteltavan yhtiön kurssikehityksestä poikkeamia. Tämä tutkimus analysoi ostajayritysten kurssikehitystä 0–100 pörssipäivän aikajänteellä kaupan julkaisuhetkestä. Tavoitteena on saada käsitys siitä, miten ostajayritysten kurssikehitys suhtautuu vertailuindeksiin kurssikehitykseen ja onko otoksen ostajayritysten kurssikehityksessä havaittavissa korrelaatiota. Vertailu toteutetaan laskeamalla jokaiselle otoksen kaupalle osakkeen suoriutumista kuvaava tuotto-odotus, jota verrataan kaupan julkaisuhetken jälkeiseen toteutuneeseen kurssikehitykseen. Tässä tutkimuksessa yrityskauppatoteutuksia lähestytään neljän strategia-teorian näkökulmasta. Kyseinen teoreettinen viitekehys pitää sisällään Birger Wernfeltin (1984) resurssipohjaisen organisaatioteorian, M.-J. Chenin (1992) tutkimustyöstä syntyneen kilpailudynaamisen organisaatioteorian, Darwinin evoluutioteoriaan perustuvan evolutionäärisen organisaatioteorian, sekä Richard Rollin (1986) lanseeraaman hubris-teorian.

Tämän pro gradu -tutkielman tavoitteena ei ole todistaa aukottomasti ovatko epänormaalit tuotot täysin yritysoston ansiota. Yritystoiminta elää jatkuvassa muutoksessa mm. ympäristönsä johdosta, mikä tekee mahdottomaksi oikaista osakekurssista kaikkea informaatiota yritysostoa lukuun ottamatta. Yhtiöiden kurssikehitykseen vaikuttavat useat erilaiset tekijät ja olisi naiivia olettaa, että normaalista poikkeava kurssikehitys olisi ainoastaan yritysoston ansiota. Tästä huolimatta sitä tosiasiaa ei voida kieltää, että tutkimuksen otoksen yrityksiä yhdistää toteutunut yritysosto.



## 1.2 Tutkimuksen tavoite

Tämän pro gradu -tutkielman tavoitteena on paneutua suomalaisten pörssiyritysten toimeksi panemisiin yrityskauppoihin ja kauppohen luomaan arvoon tai arvonmenetykseen. Tutkimuksen tutkimuskysymykset ovat seuraavat:

- 1) Ovatko teolliset yritysostot luoneet arvoa osakkeenomistajille Helsingin pörssissä?
- 2) Onko teollisen yritysoston tuoma arvo kytköksissä toimiala- ja markkina-aluesidonnaisiin tekijöihin?

Nollahypoteesin mukaan yrityskaupan ei pitäisi aikaansaada epänormaaleja tuottoja. Aiheeseen liittyvä kansainvälinen tutkimuskenttä on osoittanut yrityskaupan luoman arvon olevan sidoksissa ainakin jossain määrin tarkastelun kohteina oleviin alueisiin ja toimialoihin (Bhabran & Huang, 2013; Tao, Liu & Xia, 2016; Yilmaz & Tanyeri, 2006). Tutkimustulokset tuovat vastauksia suomalaisten yrityskauppojen 2000-luvun onnistumisesta. Tavoitteena on selvittää nouseeko otoksesta esiin tiettyjä kohdetoimialoja ja -markkinoita, jotka ovat tuoneet enemmän arvoa omistajilleen yrityskauppojen keskimääräisiin tuottoihin verrattuna.

## 1.3 Tutkimusaineisto ja käytetyt menetit

Tämän tutkimuksen tutkimusaineisto koostuu Suomessa vuosina 2000–2017 tapahtuneista yrityskaupoista. Aineisto on hankittu *Thomson Reuters Eikon* -tietokannasta seuraavin rajaehdoin:

- 1) kaupan ostajaosapuolena on Helsingin pörssiin listattu yhtiö, joka ei ole pääomasijoitusyhtiö,
- 2) yritysoston arvon on oltava vähintään \$50 milj.,
- 3) kaupan ilmoituspäivämäärän on oltava 1.1.2000, tai sen jälkeen ja
- 4) kohteena olevasta yhtiöstä on hankittu yli 50%.

Rajausten jälkeen päädyttiin 132 yrityskauppaan, jotka edustavat tässä tutkimuksessa suomalaista yritysjärjestelykenttää.

Tutkimuksen tutkimusmenetelmäksi on valittu tapahtumatutkimus, joka on yleisesti käytetty tutkimusmetodi tiettyyn tapahtumaan ja osakkeen kurssikehitykseen keskittyvässä tutkimuskentässä (MacKinlay, 1997). Epänormaalien tuottojen (*Abnormal Return*) laskentamenetelmiksi on valittu CAAR (*Cumulative Average Abnormal Return*) ja BHAAR (*Buy-and-Hold Average Abnormal Return*). Epänormaalien tuottojen tarkasteluväli on 0–100 pörssipäivää jokaisen kaupan julkaisupäivästä lähtien. BHAAR-menetelmällä paneudutaan pidemmän aikajänteen analyysiin, kun taas CAAR-menetelmä keskittyy lyhyen, muutamien päivien aikajänteseen. Jokaiselle tutkimuksen yrityskaupalle on määritetty oma

tuotto-odotus CAPM-mallia käyttäen. Vertailuindeksiksi on valittu OMX Helsinki Cap GI. Tutkimusaineistoa ja -metodeja esitellään tarkemmin tutkielman myöhemmässä vaiheessa, jolloin valintoja myös perustellaan tarkemmin.

## 1.4 Keskeiset käsitteet

Tutkittavan ilmiön ja tutkimustulosten merkityksen ymmärtämiseksi on tärkeä sisäistää tutkimuksen kannalta tärkeät käsitteet. Seuraavissa alakappaleissa on määritelty tämän tutkimuksen kannalta kriittinen, tutkimuksessa esiintyvä sanasto.

### 1.4.1 Teollinen yritysosto

Teollisessa yrityskaupassa ostaja ja kaupan kohde toimivat lähtökohtaisesti samalla toimialalla. Teollista yritysostajaa kutsutaan usein myös synergistiseksi ostajaksi, koska teollisen yrityskaupan motiivit ovat useimmiten yhdistymisestä saavutettaviin synergioihin sidottuja. Teollinen yritysostaja on lähtökohtaisesti hyvin perillä kohdeyhtiön markkinoista ja liiketoimintamalleista. Ostajalla on myös vahva näkemys liiketoiminnan yleisestä tehostamisesta, voimavarojen paremmasta ohjattavuudesta, mittakaavaeduista ja edullisemmasta kustannusrakenteesta. Teollisen yritysostajan hankinnat kuuluvat myös perinteisesti pidemmän aikajänteen strategiaan, eli hankitusta liiketoiminnasta ei olla aikeissa luopua lähitulevaisuudessa. Teollisen yrityskaupan onnistumiseen vaikuttaa vahvasti myös ns. integraatiovaihe, eli kaupan jälkeinen ajanjakso, jolloin yhtiöt yhdistetään toimimaan yhtenä ehjänä kokonaisuutena. Teollisen yritysostajan vastakohta on ns. pääomasijoittaja, joka hakee sijoitukselleen nopeaa tuottoa kaupan kohteena olevaa yhtiötä kehittämällä. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman, 2011.)

### 1.4.2 Yrityskauppojen motiivit ja synergiaedut

Suunniteltujen synergioiden toteutuminen on tärkeässä asemassa yrityskauppojen onnistumisen taustalla. Yritysjärjestelykenttä sisältää monimuotoisia projekteja, joten myös kaupan taustalla vaikuttavat kannustimet ovat luonnollisesti erilaisia. Pörssitiedotteita ja aiheeseen liittyvää tutkimuskenttää tutkiessa synergiaetujen merkitys nousee kuitenkin ylitse muiden yritysostojen motiiveja tarkastellessa. Synergiaedulla tarkoitetaan yrityskauppakontekstissa kahden yhtiön sulautumisesta syntyvää kumuloivaa vaikutusta. Yksinkertaisesti ilmaistuna synergiahyöty vastaa tilannetta, jossa yhtiöt ovat sulautuneena arvokkaampia, kuin yksittäin yhteen summattuna. Yhdistymisen aiheuttamat synergiat voivat olla myös negatiivisia, jolloin puhutaan synergiahaitoista.

Brouthers, van Hastenburg ja van der Ven (1998) tarkastelevat artikkelissaan yhtiöiden motiiveja ryhtyä yrityskauppoihin. Tutkijoiden mukaan useat tutkimukset ovat osoittaneet, että varsinkin ostavan yrityksen kohdalla kaupat ovat

perinteisesti syöneet osakkeenomistajien arvoa, jonka johdosta kaupat on tuomittu epäonnistuneiksi. Artikkelin mukaan yrityshankinnoilla on useita motiiveja, eikä kaikki hyödyt ole ainoastaan taloudellisesti mitattavissa. Tutkijat ovat jakaneet yritysostomotiivit taloudellisiin, strategisiin ja kauppvoja toimeksi panevien johtajien henkilökohtaisiin motiiveihin. Jaottelu ei kuitenkaan ole lopullinen, sillä motiivit voivat sisältyä useampaan kuin yhteen luokkaan. Strategiset ja taloudelliset motiivit ovat pitkälti päällekkäisiä. Taloudellisia motiiveja ovat mm. tuottojen kasvattaminen, hankintaa seuraavat mittakaavaedut, hajautunut liiketoimintariski ja kustannusten laskeminen. Tutkimus esittää strategiseksi eduiksi toiminnan laajentamisen uusille markkinoille, markkinavoiman lisäämisen ja uusien resurssien ja kyvykkyyksien hankkimisen. Johtajien henkilökohtaisia motiiveja ovat mm. kaupan tuoma uusi ja parempi asema organisaatiossa, sekä sitä mukaa noussut kokonaiskompensaatio. (Brouthers, van Hastenburg & van den Ven, 1999.) Poissulkien johtajien henkilökohtaiset motiivit ovat kaikki edellä mainitut tekijät sidoksissa liiketoimintojen yhdistymisestä syntyviin synergioihin. Mittakaavaedut, uusien markkinoiden haltuunotto ja uudet edullisemmat kustannusrakenteet ovat perinteisimpiä yrityskaupasta syntyviä synergiaetuja, mutta myös kaupan tuoma uusi inhimillinen pääoma voi olla avainasemassa varsinkin teknologiapainotteisilla toimialoilla. Tutkimukset ovat osoittaneet myös kaupan jälkeisen integraation onnistumisen merkityksen synergiaetujen saavuttamisessa. Hoberg ja Phillips (2010) todistavat tutkimuksessaan, miten samoilla markkinoilla operoivien yhtiöiden sulautumiset ovat lähtökohtaisesti onnistuneempia monimuotoisiin kauppoihin ja monimutkaisiin integraatioprojekteihin verrattuna. Samassa tutkimuksessa havaittiin myös viitteitä siitä, että kaupat olivat myös kannattavia, jos hankittiin uusia resursseja joita kilpailijoilla ei nähty olevan. Vaikka edellä mainitut tutkimukset pyrkivät osoittamaan yrityskauppojen tuovan muutakin, kuin taloudellista arvoa tulisi synergiaetujen ainakin teoriassa näkyä osakekursseissa tehokkailla osakemarkkinoilla. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesia tarkastellaan lähemmin tämän tutkielman teoriaosassa.

### 1.4.3 Epänormaalit tuotot

Epänormaaleista tuotoista puhuttaessa tässä pro gradu -tutkielmassa viitataan osakkeen tuotto-odotuksen ylittämiseen yleisellä tasolla. Epänormaaleja tuottoja on mahdollista laskea eri menetelmiä hyödyntäen. Tähän työhön on valittu AAR, CAAR ja BHAAR -menetelmät. Työssä käytetyt menetelmät on avattu tarkemmin tutkimusmetodeja kuvaavassa luvussa.

#### *AAR-tuotot*

AAR-tuotoista puhuttaessa tässä tutkielmassa viitataan *Average Abnormal Return* -tuottoihin. Tuotoista puhutaan myös keskimääräisinä päiväkohtaisina epänormaaleina tuottoina.

#### *CAAR-tuotot*

CAAR-tuotoista puhuttaessa tässä tutkielmassa viitataan *Cumulative Average Abnormal Return* -tuottoihin. Tuotoista puhutaan myös keskimääräisinä kumulatiivisina epänormaaleina tuottoina.

#### *BHAAR-tuotot*

BHAAR-tuotoista puhuttaessa tässä tutkielmassa viitataan *Buy-and-Hold Average Abnormal Return* -tuottoihin. Tässä työssä ei käytetä suomennettua termiä BHAAR-tuotoista.

## 1.5 Katsaus aiempiin tutkimuksiin

Varsinkin kansainvälisessä tutkimuskentässä yritysostoja on tutkittu jo vuosikymmenten ajan. Historiassa yritysoston onnistumista on mitattu sekä laskenta-toimen mittaristoilla (esim. oman pääoman tuottoaste) että markkina-arvoon perustuvilla osakeanalyysillä. Tämän tutkimuksen keskittyessä ostajayhtiön osakkeen arvonkehitykseen painottuu myös aiempien tutkimusten käsittely osakkeen markkinahintaan ja arvonkehitykseen keskittyviin tutkimuksiin.

Yritysostoihin ja epänormaaleihin tuottoihin keskittyvät tutkimukset ovat perinteisesti jakautuneet pitkän ja lyhyen aikajänteen tapahtumatutkimuksiin. Arvonkehitystä on tarkasteltu sekä ostajan että kaupankohteen näkökulmasta ja aiemman tutkimuksen valossa kaupan ilmoitushetken tuotot ovat olleet ostajayhtiön kohdalla vertailuindeksiin, tai -portfolioon nähden lähtökohtaisesti negatiivisia. Pidemmän aikajänteen tutkimusten lopputulema on ollut keskimäärin vastaava, vaikka jotkut tutkimukset ovatkin osoittaneet myös positiivista kehitystä. Tulokset eivät siten ole olleet historiallisesti yksiselitteisiä, sillä tutkimukset ovat mm. markkinasta ja otoksesta riippuen antaneet positiivisia, negatiivisia ja myös neutraaleja tuloksia. Tämän pro gradu -tutkielman aihetta vastaavia tutkimuksia haettiin Google Scholaria ja Jyväskylän yliopiston JYKDOK-tietokantaa käyttäen. Mahdollisimman kattavan kuvan saamiseksi haussa käytettiin useita hakusanoja, joiden avulla löydettiin 21 aiheeseen läheisesti liittyvää kansainvälistä artikkelia, sekä neljä suomalaista oppinnäytetyötä.

Lyhyen, eli n. 1-20 päivän aikajänteen tapahtumatutkimuksista on saatu sekä positiivisia että negatiivisia tutkimustuloksia. Mm. Kaplan ja Weisbach (1992) tutkivat artikkelissaan Yhdysvaltalaisen yhtiöiden vuosina 1971–1987 toimeenpanemia yritysostoja ja ostajayhtiön arvonkehitystä. Artikkelin mukaan viiden päivän kumulatiivinen keskimääräinen epänormaali tuotto (CAAR) oli -1,49%. Vuonna 2008 Hackbarth ja Morellec tutkivat yritysostojen onnistumisia, kun kaupan kohteena on Yhdysvaltalainen yhtiö. Tutkimuksen aineisto kerättiin vuosilta 1985–2002 ja otos piti sisällään peräti 1 086 transaktiota. Tulosten mukaan ostajayhtiön kolmen päivän keskimääräiset epänormaali kumulatiiviset tuotot olivat -0,52%. Negatiivista kehitystä edustaa myös Drymbetasin ja Kyriazopoulosin (2014) tekemä tutkimus, jossa tutkijat saivat kolmen päivän keski-

määräiseksi epänormaaliksi tuotoksi -0,98% tutkiessaan eurooppalaisten pankkien toimeenpanemia yritysostoja ja niiden onnistumista. Lisäksi mielenkiintoinen ostajayhtiön arvonmenetykseen viittaava tulos on saatu Ahktasin, Bodtin ja Rollin (2010) julkaisemasta tutkimuksesta. Saatujen tulosten perusteella saman hankkijayhtiön perättäisillä yritysostoilla on osakkeen arvoa tuhoava vaikutus. Tutkimuksen perusteella jokainen vuoden sisällä tehty kauppa antaa pienemmän CAAR-tuoton edelliseen kauppaan verrattuna. Kyseisen tutkimuksen aineisto pitää sisällään vuosina 1992–2007 toteutuneita transaktioita Yhdysvaltalaisilta markkinoilta. Mielenkiintoista on myös se, että kyseiset peräkkäiset transaktiot ovat toteutettu saman istuvan toimitusjohtajan toimesta. Tutkimus lähestyykin tuloksia johdon hubris-teorian näkökulmasta. Hubris-teorian mukaan yrityskauppoja toimeenpanevilla johtajilla on taipumusta yliarvioida oma strateginen osaamisensa, jonka johdosta yrityshankinnat ja -integraatiot pääsäännön mukaan epäonnistuvat. Teoriaa käsitellään tarkemmin tutkielman teoriakappaleessa.

Edellä mainittujen tutkimusten lisäksi lyhyen tapahtumaikkunan tutkimuksissa on havaittu myös positiivisia osaketuottoja. Mm. Yilmaz ja Tanyeri keräsivät vuonna 2016 globaalien aineiston vuosina 1992–2011 toteutuneista 263 461 yritysostosta ja kauppohen luomista epänormaaleista tuotoista. Tutkimuksen mukaan ostajayhtiöt ovat suoriutuneet keskimäärin 1,4% odotuksiaan paremmin kolmen päivän aikajänteellä. Tämän lisäksi tutkimustuloksista selvisi, että CAAR-tuotot olivat korkeampia kehittyneillä markkinoilla kehittymättömiin verrattuna. Positiivisia tuloksia on saatu poikkeuksetta myös Kiinan osakemarkkinoilla. Tao, Liu ja Xia (2016) tutkivat artikkelissaan Kiinan pörssiin listattujen yhtiöiden rajat ylittävien yritysostojen onnistumista. Tutkimuksesta käy ilmi, että vuosina 2000–2012 tapahtuneet yritysostot ovat tuottaneet kolmen päivän tapahtumaikkunan sisällä keskimäärin 1,22% enemmän kumulatiivista epänormaalista tuottoa Kiinan sisäisiin yrityskauppoihin verrattuna. Tämän lisäksi arvonkehityksen katsottiin olevan korkeinta sellaisten tapausten keskuudessa, joissa kohdeyhtiö sijaitsi poliittisesti tasapainoisessa valtiossa. Tämä vahvistaa myös aiemmin esitettyä hypoteesia siitä, että kehittyneisiin maihin keskittyvät yritysostot onnistuvat keskimääräistä paremmin. Toinen Kiinan markkinoiden yrityskauppojen onnistumista kuvaava tutkimus on Bhabran ja Huangin vuonna 2013 julkaisema Shanghaiin ja Shenzhenin pörsseissä vuosina 1997–2007 toimeenpantuihin kauppohen keskittyvä tutkimus. Saatujen tutkimustulosten mukaan kaupan julkaisupäivän CAR oli 1,11% ja arvonnousu oli merkittäväntä valtion omistuksessa olevien yhtiöiden keskuudessa.

Lyhyen aikajänteen tutkimuksissa esiintyneistä CAAR-tuotoista poiketen käytetään pidemmän aikajänteen tutkimuksissa perinteisesti BHAAR-, eli *Buy-and-Hold Average Abnormal Return* -menetelmää (Mitchell & Stafford, 2000). Tyyppillisesti BHAAR-menetelmää käytetään, kun tutkimuksen tapahtumaikkuna ylittää 20 päivän aikajänteen. Pisimmillään aikajänne voi ylettyä jopa useisiin vuosiin. CAAR- ja BHAAR-tuottojen välinen ero on käytännössä siinä, että BHAAR-tuottoja laskettaessa käytetään geometristä keskiarvoa aritmeettisen keskiarvon sijaan. Tapahtumatutkimukseen keskittyvien artikkelien mukaan

BHAAR-menetelmässä käytettävää geometrista keskiarvoa voidaan pitää luotettavampana menetelmänä varsinkin pidemmän tarkasteluikkunan tutkimuksissa. Tämä perustuu siihen, että pidemmän aikajakson arvonkehitys koostuu päivittäisen tuoton lisäksi ns. *compound*-efektistä, jolloin kertynyt tuotto kerryttää jatkossa tuottoa alun perin sijoitetun pääoman rinnalla (Kothari & Warner, 1997; Barber, Lyon & Tsai, 1996). Pidemmän aikajänteen tapahtumatutkimuksista on saatu myös moninaisia tutkimustuloksia, mutta pääsääntöisesti epänormaali tuotot ovat olleet pitkällä aikajänteellä negatiivisia (Dargenidou, Gregory & Hua, 2016). Saman kaltaisiin tuloksiin päätyivät myös Rau ja Vermaelen (1996), jotka tutkivat artikkelissaan 3 198 transaktion aineistoa vuosilta 1980–1991. Tutkijat saivat tutkimuksestaan kolmen vuoden BHAAR-tuotoksi -4,0%. Myös Loughran ja Vijh (1997) tutkivat yritystojen yhteyttä pidemmän aikajänteen epänormaaleihin tuottoihin. Tulosten mukaan ostajayhtiöt alittivat tuotto-odotuksensa 6,5 prosentilla. Edellisten tulosten ollessa vielä suhteellisen maltillisia päädyttiin Iso-Britannian markkinoilla jopa -16,55% BHAAR-arvoon. Otoksen yritystot keskittyivät vuosille 1985–2012 ja suoriutumista tarkasteltiin kolmen vuoden aikajänteellä (Dargenidou, Gregory & Hua, 2016). Pitkän aikajänteen tutkimuksessa positiivisia tutkimustuloksia edustaa mm. Bhabran ja Huangin (2013) tutkimus kiinalaisista yhtiöistä. Kyseisten yhtiöiden BHAAR-tuotot olivat vuodessa 49,88% ja kahdessa vuodessa peräti 72,14%.

Vaikka kurssikehitykseen johtaneita syitä on haastava arvioida, on tutkimuksissa nostettu esille tekijöitä poikkeavan kurssikehityksen taustalta. Mm. kohdeyhtiön toimiala tuntuu vaikuttavan ostajayrityksen kurssikehitykseen. Schiffbauer, Siedschlag ja Ruane (2017) argumentoivat artikkelissaan yritystojen tuottavan arvoa erityisesti silloin, kun hankittavalla yhtiöllä on vahva fokus tutkimus- ja kehitystoiminnassa (T&K-toiminta). Tutkimuksen mukaan havainto pätee lähtökohtaisesti tuotantopainotteisissa yhtiöissä, eikä niinkään palveluyhtiöiden keskuudessa. Vastaavaan lopputulokseen päätyivät myös Harris ja Ravenscraft (1991). Kyseisen tutkimuksen tulosten perusteella ulkomaiset ostajat maksavat Yhdysvaltain yritystomarkkinoilla kohteista keskimäärin n. 10% enemmän, mutta onnistuvat tästä huolimatta kaupoissaan kotimaisia, eli Yhdysvaltalaisia ostajia paremmin. Tutkijat argumentoivat eron juontuvan pääasiassa siitä, että ulkomaiset ostajat keskittävät ostonsa T&K-toimintaa suosiviin yhtiöihin. Myös Alhenawi ja Krishnaswami (2015) ovat tutkimustuloksissaan korostaneet uusien teknologioiden ja innovaatioiden merkitystä yritystojen onnistumisen taustalla puhtaasti markkinavoimaan keskittymisen sijasta. Mielenkiintoisiin tuloksiin päätyivät myös Dutordoir, Roosenboom & Vascelos (2013), jotka tutkivat yhtiöiden julkaisemien synergiaestimaattien vaikutusta ostajayhtiön arvonkehityksen selittäjänä. Tutkimuksen mukaan yhtiöt, jotka julkaisevat vapaaehtoisen estimaatin yritystojen synergiaeduista nauttivat korkeammasta osakkeen arvonnoususta. Tutkimuksessa käytettiin seitsemän päivän tarkasteluikkunaa, jonka aikana saadut CAAR-tuotot olivat n. 5%. Lisäksi yritystojen kasvun ja osakehintojen positiivisen kehityksen välillä on todistettu olevan kausaalisuutta ja yritystot on nähty jopa selittäväksi tekijäksi osana

Yhdysvaltalaisen markkinoiden kokonaiskasvua (Hsueh, Tsao, Tu, Chiu & Liu, 2014; Xu, 2017).

Kattavasta kansainvälisestä tutkimuskentästä huolimatta Helsingin pörssiin keskittyvä yritysostotutkimus on kuitenkin jäänyt vähemmälle huomiolle ja artikkeleita yritysostoihin liittyvistä tapahtumatutkimuksista ei ole saatavilla. Aiheesta löytyy kuitenkin muutamia opinnäytteitä ja yksi väitöskirja. Timo Hänninen (2014) tutki väitöskirjassaan *Investor Reactions to Corporate Merger and Acquisition Announcements* Helsingin pörssissä vuosina 2006–2010 annettuja yrityskauppätiedotteita ja tiedotteiden vaikutusta ilmoittavan yhtiön kurssikehitykseen. Tutkimuksen mukaan otoksen yhtiöiden keskimääräinen epänormaali tuotto oli kaupan julkaisupäivänä 0,8%. Myös Antti Repo (2009) on tutkinut pro gradu -tutkielmassaan suomalaisten pörssiyritysten tekemien yrityskauppojen ja osakkeen kurssikehityksen välistä suhdetta. Tutkielmassa on yhdistelty sekä lyhyen että pitkän aikajänteen tapahtumatutkimuksen elementtejä. Tutkimustulosten mukaan ostajayhtiöiden kurssireaktio on ollut lyhyellä aikajänteellä positiivinen ja pitkällä aikajänteellä negatiivinen epänormaaleja tuottoja tarkasteltaessa. Tutkimuksen aikajänne oli kymmenestä päivästä viiteen vuoteen. Myös Mikael Norri on vuonna 2016 julkaisemassaan diplomityössä tutkinut yritysostojen vaikutusta osakkeen arvoon pohjoismaisilla osakemarkkinoilla (Suomi, Ruotsi & Tanska) käyttäen kolmen päivän aikajännettä. Tutkimuksen perusteella otoksen osakkeet ylittivät tuotto-odotuksensa epänormaalin tuoton jäädessä kuitenkin suhteellisen maltillisiksi. Aiheesta on tehty myös kandidaatintutkielma. Peltolan (2012) työn perusteella oston julkaisupäivänä otoksen yhtiöiden kurseissa on havaittavista tilastollisesti merkitsevä positiivinen epänormaali tuotto.

Yhteenvedon voidaan todeta, että yritysostojen tarkastelevista tutkimuksista on saatu moninaisia tuloksia. Tähän pro gradu -tutkielmaan valikoitujen artikkelien perusteella epänormaalit tuotot ovat kuitenkin olleet keskimäärin negatiivisia. Tutkimusten perusteella vaikuttaisi myös siltä, että markkina-alueella ja tuotoilla näyttäisi olevan merkitystä kauppojen menestyksen kannalta. Tästä hyviä esimerkkejä ovat Kiinassa ja Yhdysvalloissa tehdyt yritysostot. Useissa tutkimuksissa on myös korostettu kohdeyhtiön tutkimus- ja kehitystoiminnan merkitystä kaupan onnistumisessa. Myös kaupan tuomalla riskillä näyttäisi olevan vaikutusta epänormaaleihin tuottoihin, sillä tutkijat ovat löytäneet eroavaisuuksia kehittyneille ja kehitymättömille markkinoille kohdistuneista ostoista. Nämä seikat ovat mielenkiintoisia ja ne tullaan ottamaan huomioon tutkimustulosten analysointivaiheessa.

## 2 TUTKIELMAN TEOREETTINEN VIITEKEHYS

### 2.1 Resurssipohjainen teoria

Tämä luku sisältää työn teoreettisen viitekehysten. Ensimmäiset neljä kappaletta sisältävät yrityskauppojen tavoitteita ja onnistumista kuvaavia olennaisia teorioita. Tähän pro gradu -tutkielmaan valitut organisaatioteoriat ovat resurssipohjainen, kilpailudynaaminen, ja evolutionäärinen organisaatioteoria, sekä yhtiön ylimmän johdon motiiveja tarkasteleva hubris-teoria. Lisäksi luvun viimeisessä kappaleessa esitellään teoria tehokkaista osakemarkkinoista. Osakemarkkinoiden tehokkuus on avainasemassa tutkimuksen onnistumisen kannalta, sillä tässä tutkimuksessa yrityskaupan onnistumista mitataan case-yhtiöiden markkina-arvon kehityksen kautta.

Resurssipohjainen näkemys *Resource-Based View (RBV)* tarkastelee organisaatiota ja sen kilpailukykyä käytettävissä olevien resurssien näkökulmasta. Vielä 1980-luvulla, jolloin näkemys resurssipohjaisesta organisaatioteoriasta alkoi vasta yleistyä, pidettiin kilpailukyvyn lähteenä yhtiön tuottamia tuotteita. Toisin sanoen yhtiön prosesseihin ja henkilökuntaan ei kiinnitetty suurta huomiota, vaan toimintaa ja markkinavoimaa mitattiin puhtaasti yhtiön tuoteportfolion menestyksen perusteella. Wernerfelt (1984), joka oli yksi resurssipohjaisen näkemyksen uranuurtajista, näki tuotepohjaisessa ajattelussa kuitenkin paradoksaalisuuden ja argumentoi resurssien ja tuotteiden olevan saman kolikon kääntöpuolia. Yksinkertaistettuna väitteen takana vallitsee ajatus siitä, että tuotantoprosessi vaatii aina resursseja, jonka johdosta mm. yhtiön tulevaisuutta ei ole järkevää ennustaa pelkkään nykyiseen tuoteportfolioon perustuen. Wernerfeltin mukaan resurssit voivat olla mitä vain, mikä toimii yhtiön vahvuutena tai heikkoutena. Artikkelissaan *A Resource-Based View of the Firm* hän lukee resursseiksi mm. yhtiön hallinnassa olevat brändit, teknologian, inhimillisen osaamisen, kauppasopimukset, koneet, pääoman ja liiketoimintaprosessit.

Wernerfeltin keskittyessä yhtiön käytössä olevien resurssien luokitteluun vei Barney (1991) resurssipohjaisen ajattelun tutkimustyöllään vahvemmin yh-



tion kilpailukyvyyn selittäjäksi. Kuuluisassa artikkelissaan *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage* hän tutki resurssien ominaispiirteitä kilpailukyvyyn näkökulmasta. Barney luokittelee työssään yhtiön resurssit niiden arvon, harvinaisuuden, jäljitettävyyden ja substitutionaalisuutensa mukaan. Barney avasi tutkimuksessaan luokittelua seuraavasti. Resurssit:

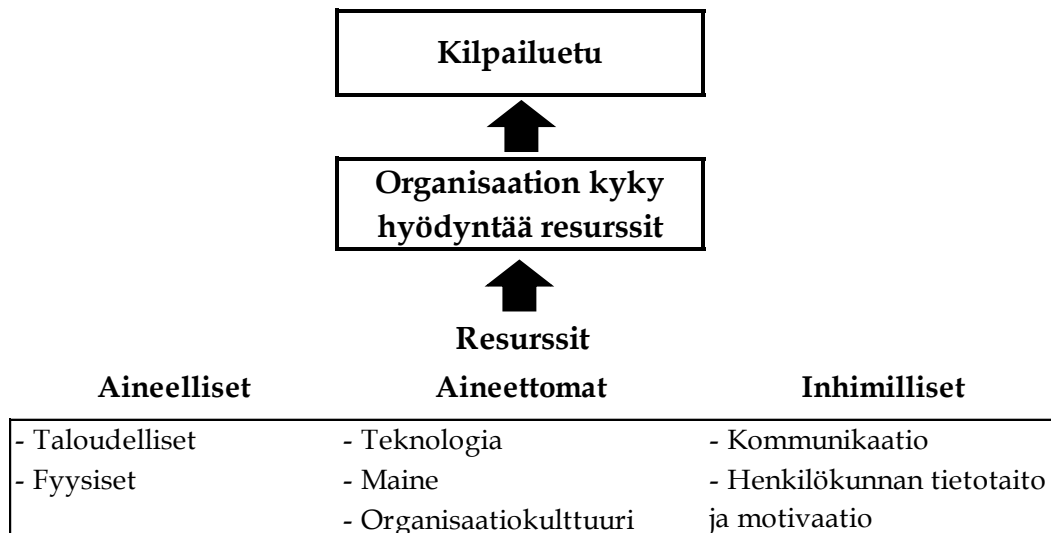
- a) ovat arvokkaita, kun ne tuottavat mahdollisuuksia ja neutralisoivat uhkia,
- b) ovat harvinaisia, kun nykyisillä ja potentiaalisilla kilpailijoilla ei ole niitä hallussaan,
- c) ovat vaikeasti jäljitettäviä, kun niitä on vaikea tai mahdotonta kopioida, ja
- d) eivät ole substitutionaalisia, kun niitä ei ole helppo korvata korvaavilla resursseilla.

Tämän lisäksi yhtiön resursseja tulisi yhdistää niiden luonteesta riippumatta heterogeenisyys ja stabiliteetti. Monimuotoiset yhtiön sisäiset resurssit nostavat kilpailukykyä ja niiden stabiili luonne taas heikentää kopioimisen vaaraa. Mm. rekisteröity patentti on havainnollistava esimerkki stabiilista resurssista. Resursseilla on myös ns. vaihtokustannuksia, jotka syntyvät esim. uusien prosessien käyttöönotosta syntyvistä ponnisteluista. Mitä suuremmat vaihtokustannukset ovat sitä suurempi on myös yhtiön kynnys lähteä jäljittelemään muiden resursseja (Peteraf, 1993).

Kilpailukyvyyn kannalta ideaalitapauksessa yhtiön resurssit sisältävät kaikki edellä mainitut ominaisuudet. Tämä on kuitenkin nyky-yhteiskunnan kilpailullisilla markkinoilla harvinaista, ellei jopa mahdotonta. Helfat ja Peteraf esittelivät vuonna 2003 julkaisemassa artikkelissaan ajatuksen dynaamisesta resurssipohjaisesta näkemyksestä, jonka mukaan organisaatiot elävät jatkuvassa muutoksessa, jonka myötä resurssit ja kyvykkyydet elävät muutoksen mukana. Artikkelin perusteella ei ole ns. pysyvän kilpailuedun tilaa, vaan resurssien muuttuessa elävät myös markkinatasapaino ja kilpailuetu. He esittelevät ajatuksen kyvykkyyksien elinkaaresta, joka pitää sisällään kyvykkyyden löytämisen, kehittämisen ja kypsyttämisen. Resurssit ja kyvykkyydet eivät siten ole luonteeltaan staattisia, vaan niitä täytyy jatkuvasti kehittää elinkaarensa loppuun asti kilpailukyvyyn säilyttämiseksi.

Vaikka Wernerfelt nosti jo vuonna 1984 julkaisemassaan artikkelissa esiin henkilöstön ja inhimillisen pääoman merkityksen kilpailuedun mahdollistajana, on henkilöstön merkitystä alettu korostamaan vasta myöhemmässä vaiheessa (Wright, Dunford & Scott, 2001; Wright, McMahan & McWilliams, 1993). Fyysiset resurssit ovat helpommin havaittavissa ja siten myös jäljiteltävissä. Henkilöstön hiljainen tieto ja asiantuntijuus ovat lähtökohtaisesti ns. näkymätöntä osaamista, jota on vaikea kopioida, mikä ilmenee mm. korkean teknologian aloilla. Tämä näkemys on vahvasti esillä nykypäiväisessä resurssiajattelussa ja siten myös yhtiöiden M&A-strategioissa. Tämä on mielenkiintoinen näkemys, mihin tullaan

pureutumaan tämän tutkielman tuloksia analysoitaessa. Seuraava kaavio havainnollistaa resurssipohjaisen näkemyksen ajatusta resurssien muuttamisesta kilpailueduksi:



Kuvio 1 Resurssipohjainen organisaatioteoria (Wernerfelt, 1984)

Wernerfelt avasi alkuperäisessä artikkelissaan myös yritysostojen roolia resurssipohjaisessa ajattelussa. Hänen mukaansa yrityskaupassa kaupan kohteena on paketti resursseja. Ostajaosapuoli arvioi kaupan hyötyjä neljän kysymyksen välityksellä:

- mitä kaupan kohteena olevat resurssit ovat,
- mitä näistä resursseista on mahdollista hyödyntää,
- mitä hyödyntäminen tulee maksamaan ja
- mitä resursseista pystytään maksamaan.

Resurssipohjaisen näkemyksen mukaan yrityskaupparätkkinat ovat epätäydelliset. Rajallinen määrä ostajia ja myyjä vaikeuttaa asianmukaisen markkinahinnan määräytymistä, mikä taas johtaa kauppahintojen volatilitettiin. Ilmiötä vahvistaa kaupankohteen läpinäkymättömyys, joka vaikeuttaa kaupankohteena olevan liiketoiminnan analysointia (Wernerfelt, 1984).

## 2.2 Kilpailudynaaminen teoria

Resurssipohjaisen näkemyksen keskittyessä yhtiön sisäisiin voimavaroihin lähtee kilpailudynamiikan organisaatioteoria lähestymään kilpailukykyä markkinoiden ja kilpailijoiden näkökulmasta. Kilpailudynaamisen näkemyksen mukaan johtajat eivät voi tehdä päätöksiä pelkästään oman yhtiön näkökulmasta, sillä vähintäänkin yhtä tärkeää on pyrkiä ottamaan huomioon se, miten kilpailijat

tulevat reagoimaan tehtyihin päätöksiin. Kilpailudynaamisen teorian tutkimuskenttä on lähestynyt yhtiöiden välistä kilpailua mm. vastareaktioiden ja "kosto-toimenpiteiden" näkökulmasta, mistä on ajan kuluessa siirrytty markkinajohtajien tekemien strategisten siirtojen tutkimiseen. (Ketchen, Snow & Hoover, 2004.)

Kuten edellä asiaa jo sivuttiin johtavat yhtiöiden tekemät strategiset siirrot kilpailijoiden tekemiin vastatoimenpiteisiin. Kilpailudynaamisen näkemyksen mukaan kyseisten vastatoimenpiteiden laajuuteen vaikuttaa pitkälti kolme asiaa, jotka ovat: 1) yhtiön tietoisuus kilpailijan liikkeistä, 2) motivaatio toimia ja 3) mahdollisuus toimia. Motivaatiolla viitataan siihen, että kilpailevan yhtiön tehdessä siirtojaan, vaatii vastareaktio selvän insenttiivin, jotta siihen tullaan ylipäättään ryhtymään. Kyseisen tutkimuksen mukaan tämä ilmenee erityisesti erittäin monialaisia ja erittäin fokuoituneita yhtiöitä tarkastellessa. Monialayhtiön kasvavirrat rakentuvat useista eri liiketoiminnoista, kun taas fokuoitunut yhtiö kerää kassavirtansa suppea-alaisesti. Monialayhtiön menettäessä markkinaosuuttaan yhdellä useista toimialoistaan ei tutkimuksen mukaan pidetä kriittisenä, mutta fokuoidun yhtiön kohdalla tilanne on päinvastainen. Mahdollisuudella toimia viitataan lähinnä käytettävissä oleviin resursseihin ja vastatoimenpiteiden toteuttamisen realiteettiin. (Chen, 1996; Chen & MacMillan, 1992.) Kilpailudynaamiseen organisaatioteoriaan viitaten fokuoituneiden ja monialaisten yhtiöiden välillä saattaa siten olla eroavaisuuksia myös yrityskauppojen onnistumisessa. Ilmiötä voidaan tutkia mm. toimialarajat ylittävien ja samalle toimialalle suuntautuvien yrityskauppojen luomaa arvoa vertaamalla. Tämä seikka tullaan huomioimaan tutkimustuloksia analysoitaessa.

Markkinat ja markkinoilla operoivat yhtiöt eivät ole identtisiä, jonka johdosta Porter lähestyy kilpailudynamiikkaa jaottelemalla yhtiöt ns. strategisiin ryhmiin (Porter, 1979; Porter, 1981). Hänen mukaansa yhtiöt eroavat toisistaan mm. vertikaalisen integraatioasteen, kustannusrakenteiden, tuoteportfolion syvyyden, mainonnan, T&K-panostusten, markkinoiden, jakelukanavien ja ulkoistettujen palveluiden suhteen. Strategisen ryhmän sisällä yhtiöillä on yhteiset markkinoille tulon esteet, kuten skaalaedut, pääomavaatimukset ja kustannusedut. Saman strategisen ryhmän sisällä yhtiöt käyttävät lähtökohtaisesti samoja liiketoimintastrategioita, jolloin vastareaktiot kilpailijoiden liikkeisiin ovat yleisempiä. Tämä näkyy myös yritysostokentässä, sillä ostoilla saattaa olla tapana painottua tietyille toimialoille, kuten esim. 2010-luvun Suomessa sosiaali- ja terveysalalle.

Kilpailudynamiikkaa on tutkittu myös strategisten siirtojen onnistumisen näkökulmasta. Esim. Ferrier ja Lee (2002) ovat artikkelissaan *Strategic Aggressiveness, Variation, and Surprise: How the Sequential Pattern of Competitive Rivalry Influences Stock Market Returns* tutkineet strategisten siirtojen onnistumista neljän dimension kautta. Kyseiset dimensiot ovat strategisten siirtojen intensiteetti, monimutkaisuus, ennalta-arvaamattomuus ja heterogeenisuus. Tutkimustulosten perusteella varsinkin strategisten toimenpiteiden monimutkaisuudella näyttäisi olevan selvä yhteys osaketuottoihin. Kyseiset tuotot ovat korkeimmillaan yksinkertaisten ja monimutkaisten toimenpiteiden kohdalla. Tutkijat selittävät tulosta

sillä, että yksinkertaisten toimenpiteiden vahvuutena on ketteryys, kun taas monimutkaiset strategiset toimenpiteet ovat haastavasti imitoitavissa, mikä taas nostaa kilpailukykyä. Tämä tulos tukee myös Barney'n (1991) näkemystä resursien luokittelusta, mitä käsiteltiin tarkemmin edellisessä kappaleessa. Saman tyyppiin tuloksiin päädyttiin myös toimenpiteiden heterogeenisyyden kohdalla, missä arvonnousua aiheuttivat pääasiassa erittäin homogeeniset ja erittäin heterogeeniset strategiat. Ferrier ja Lee perustelevat tulosta sillä, että toimialoilla vallitsee ns. yleisesti hyväksytyjä käytäntöjä, jotka nauttivat osakemarkkinoiden arvostusta. Toisaalta myös hyvin poikkeukselliset strategiset toimenpiteet nähdään kilpailukykyä edistävinä. Edellisen lisäksi kilpailevan yhtiön osakekurssin on katsottu korreloivan negatiivisesti strategisten toimenpiteiden intensiteetin kanssa. Saman suuntaisia tuloksia ovat saaneet myös Chen ja Miller (1994), joiden mukaan onnistunut strateginen toimenpide on samanaikaisesti sekä yllättävä että monimutkainen. Korkea intensiteetti laskee ainakin lähtökohtaisesti toimenpiteen yllätysmomenttia. Lisäksi on olemassa myös näyttöä siitä, että usealla samanaikaisella strategisella toimenpiteellä on positiivinen vaikutus yhtiön arvoon (Rindova, Ferrier & Wiltbank, 2010).

Yrityksoston näkökulmasta kilpailudynamiikka tarjoaa markkinalähtöisen näkemyksen yritysoston motiiveihin. Yrityksosto voi olla markkinoille suuntaa antava liike tulevista markkinatrendeistä, tai vastaavasti vastareaktio kilpailijan tekemään strategiseen siirtoon markkinoilla. Joka tapauksessa oston motiivit eivät kumpua teorian mukaan yrityksen sisältä vaan markkinoiden paineen myötä.

### 2.3 Evolutionäärinen teoria

Evolutionäärinen organisaatioteoria lähtee lähestymään yritysstrategiaa sen pysyvyyden ja halutun muutoksen haasteellisuuden näkökulmasta. Teorian taustalla vallitsee päällimmäisenä inertian käsite, jolla tarkoitetaan kappaleen liikeenergiaa ja kyseisen energian pysyvyyttä ympäristössä tapahtuvista muutoksista huolimatta. Evolutionäärisen organisaatioteorian uranuurtajia ovat olleet Hannan ja Freeman (1977), jotka artikkelissaan *The Population Ecology of Organizations* istuttivat ensimmäistä kertaa perinteisen evoluutionäkemyksen organisaatiokontekstiin. Teoria on vastakohta ns. mukautuvalle ajattelulle, jolla on ollut vahva jalansija yritysstrategiakentässä. Esim. edellisessä kappaleessa esitellyn kilpailudynamiikan teorian lähtökohta yrityksen menestyksen taustalla on kyky mukautua kilpailijoiden siirtoihin. Hannanin ja Freemanin (1977) mukaan mukautuvat organisaatiostrategiat lähtevät ns. SWOT-ajattelusta (*strengths, weaknesses, opportunities & threats*), jossa tarkoituksena on ensin analysoida yhtiön sisäisiä vahvuuksia ja heikkouksia, sekä ulkoisia mahdollisuuksia ja uhkia. Tämän jälkeen toiminta optimoidaan analyysistä saatujen tulosten mukaisesti. Tutkijoiden mukaan yhtiöt eivät kuitenkaan lähtökohtaisesti pysty tekemään ketteriä muutoksia, sillä prosessien struktuureja rasittaa sisäinen inertia, joka ajaa yhtiötä tiettyyn suuntaan halutuista muutoksista huolimatta. Teoria perustuu ajatukseen,

että mitä raskaampia yhtiön käytössä olevat prosessit ovat, sitä suurempaa on sisäinen inertia ja sitä haasteellisempaa taas haluttujen muutosten toteuttaminen.

Hannan ja Freeman (1977) jaottelevat inertiaa aiheuttavat seikat sisäisiin ja ulkoisiin tekijöihin. Sisäisiä inertiaa aiheuttavia tekijöitä ovat:

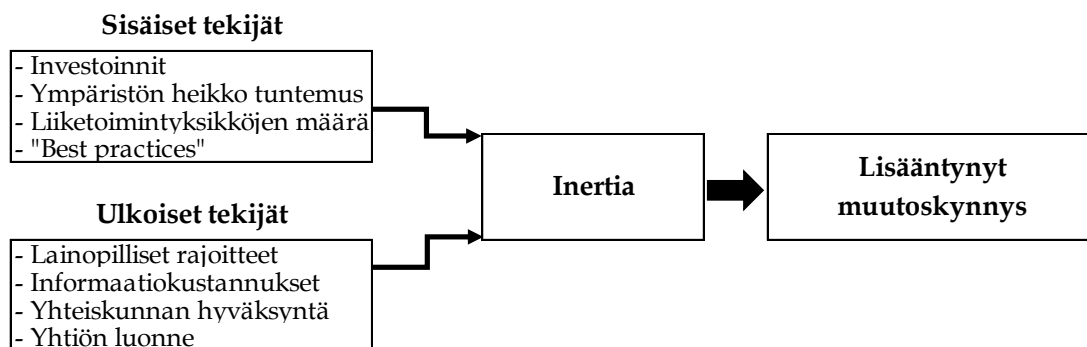
- a) investoinnit koneisiin, kalustoon ja henkilöstöön,
- b) johtajien puutteellinen tietotaito liiketoimintaympäristöstä,
- c) liiketoimintayksiköiden määrä ja
- d) vanhat hyväksi todetut käytännöt, eli ns. *best practices*.

Investoinnit sitovat resursseja vaikeuttavat muutosta. Vaikka esim. erilaiset leasing-järjestelyt ovat viime vuosikymmenten aikana tarjonneet joustavuutta investointeihin niin koneiden, kaluston, kuin henkilöstönkin osalta rajoittavat investoinnit yleisesti yhtiön mahdollisuuksia muuttua ympäristönsä mukana. Johtajien puutteellinen osaaminen vaikuttaa muutoksen mahdollisuuteen ja raskaat organisaatorakenteet liiketoimintayksikköineen vaikeuttavat muutosten läpivientä mm. liiketoimintayksiköiden johdon ja henkilöstön muutosvastarinnan myötä. Lisäksi organisaatioilla on käytössään paljon ns. standardoituja prosesseja, jotka suoritetaan systemaattisesti samoja rutiineja noudattaen. Kyseiset historian muokkaamat prosessit ovat usein yhtiön sisällä itsestäänselvyksiä, jolloin kynnys niiden muuttamiseen on suuri. Hannan ja Freeman (1977) luokittelivat artikkelissaan ulkoiset inertiaa aiheuttavat tekijät seuraavasti:

- a) lailliset rajoitteet,
- b) informaatiokustannukset,
- c) yleinen yhteiskunnan hyväksyntä ja
- d) yhtiön luonne ja spesifit ominaisuudet.

Lailliset rajoitteet asettavat yhtiöiden toiminnalle kehyksen, jonka sisällä on toimittava. Mm. yhtiön kotipaikan poliittinen järjestelmä rajoittaa yhtiön toimintaa ja mahdollisuutta muuttua. Vapaa markkinatalous tarjoaa laajat mahdollisuudet strategiseen uudistumiseen, mutta esim. kommunistinen järjestelmä voi tapauskohtaisesti rajoittaa yhtiön toimintaa raskaasti. Informaatiokustannuksilla viitataan markkinadatan hintaan ja tiedon hankinnasta syntyneisiin kustannuksiin. Esim. kilpailijatietojen hankinta on avainasemassa strategiaa muutoksia suunniteltaessa, mutta yhtiön taloudelliset resurssit ja yhtiökohtaiset linjaukset resursien käytöstä vaikuttavat hankitun informaation laatuun ja tehtyihin päätöksiin. Yleisellä yhteiskunnan hyväksynnällä tarkoitetaan taas nyky-yhteiskunnassamme yleisesti hyväksytyjä toimintamalleja, joihin on haasteellista tehdä muutoksia. Jos yhteiskunnassa on totuttu siihen, että tietty asia toimitetaan poikkeuksetta samalla kaavalla voi olla haastavaa lanseerata uutta toimintamallia, vaikka se olisikin entistä tehokkaampi. Yhteiskunta vaatii aikaa uuden toimintamallin hyväksymiseen, mikä nostaa muutospäätöksen tekemisen kynnystä. Neljäs yhtiön ulkopuolelta inertiaa aiheuttava tekijä on Hannanin ja Freemanin (1977) mukaan yhtiön luonne. Yhtiön luonteella tutkijat viittaavat siihen, että jokainen yhtiö on ominaisuuksiltaan uniikki, mikä tarkoittaa, että ei ole olemassa strategiaa,

joka toimii jokaisen yhtiön kohdalla. Muutospäätöstä vaikeuttaa siten myös oikean strategian löytäminen ja implementointi. Strategiset linjaukset ovat organisaatiotasolla usein suuria, mikä nostaa osaltaan päätöksenteon kynnystä ja kannustaa pysymään vanhassa toimintamallissa. Alla havainnollistava kuvaaja inertia aiheuttavista tekijöistä:



Kuvio 2 Evolutionäärinen näkemys ja muutoskynnykseen vaikuttavat tekijät (Hannan & Freeman, 1977)

Kun Hannan ja Freeman tarkastelivat evolutionääristä organisaatioteoriaa 1977 julkaisemassaan artikkelissa puhtaasti organisaation näkökulmasta, lähestyivät he vuonna 1984 aihetta artikkelissa *Structural Inertia and Organizational Change* sijoittajien näkökulmasta. Artikkelin mukaan sijoittajien odotukset aiheuttavat noidankehän, joka vahvistaa organisaation sisäistä inertiaa. Käytännössä ajatus lähtee sijoittajien motiiveista saada sijoitukselleen luotettavaa vähäriskistä tuottoa. Analysoidessaan sijoituskohteita sijoittajat arvostavat yritystoiminnan jatkuvuutta, sekä ennustettavuutta. Käytännössä tämä on organisaation kannalta mahdollista standardoiduilla itseään toistavilla prosesseilla, jotka kasvattavat inertiaa. Tutkimuksen mukaan stabiilit itseään toistavat prosessit lisääntyvät monotonisesti ajan kuluessa yhtiön sisäisen integraation kehittyessä. Täten julkisesti noteeratulla yhtiöllä voidaan katsoa olevan myös osakemarkkinoiden paine pitää toiminta ennallaan ja vastustaa suuria muutoksia. Yrityskauppakontekstissa tämä voisi tarkoittaa sitä, että sijoittajat suhtautuvat monimutkaisia kauppastrategioita suopeammin yksinkertaisiin ja läpinäkyviin yritysostoihin. Väite tullaan ottamaan huomioon tutkimustuloksia analysoitaessa.

Hannan ja Freeman (1977) kiteyttävät evolutionäärisen teorian teesin erinomaisesti seuraavassa sitaatissa: *"Kirkosta ei saa ruokakauppaa, eikä ruokakaupasta kirkkoa."* Teoria näkee muutoksen mahdollisena, mutta mahdollisuuden rajallisena. Yritystoston näkökulmasta evolutionäärinen organisaatioteoria tarkastelee transaktiota organisaation sisäisen kehityksen jatkumona, eikä niinkään strategisena vastaiskuna. Toisin sanoen organisaatio on kehittymässä tiettyyn suuntaan ja tätä suuntausta halutaan tukea ja vahvistaa yritysoston keinoin.

## 2.4 Hubris-teoria

Toisin kuin edelliset organisaatioteoriat, on johdon hubris-teoria puhtaasti yritystojen motiiveihin ja kauppojen hinnoitteluun keskittyvä teoria. Teoria perustuu hypoteesiin, jonka mukaan yritystot ovat pääasiassa ylihinnoiteltuja, jonka johdosta ne tuhoavat yhtiön arvoa ja ovat osakkeenomistajien etujen vastaisia. Hubris-teorian oppi-isänä pidetään Richard Rollia, joka vuonna 1986 julkaisi artikkelin yritysjohdon ylimielisyydestä ja ylenpalttisesta itseluottamuksesta yrityskauppakontekstissa. (Roll, 1986.) Teoria perustuu seuraavaan hypoteesiin; jos voidaan olettaa, että tehty tarjous on 1) ennalta-arvaamaton ja 2) tarjous ei anna lisäinformaatiota tarjouksen tekijästä tulisi tehdyn ostotarjouksen vaikuttaa kohteen markkinahintaan seuraavasti:

- a) hinnan lasku, kun tarjous julkaistaan,
- b) hinnan nousu, kun tarjousta ei hyväksytä, tai se hävitään ja
- c) hinnan lasku, kun tarjous hyväksytään.

Lisäksi Roll todistaa, että tutkimuksessaan käytetyssä otoksessa olevien ostajayhtiöiden arvo laskee tarjousajankohtana, mikä viittaa markkinahintaa korkeampaan tarjoukseen. Näiden oletusten vallitessa hubris-teoria ennustaa, että:

- a) ostajan ja kauppankohteen yhteenlaskettu markkina-arvo laskee tarjouksen julkistamisen ajankohtana,
- b) ostajayhtiön markkina-arvo tulee laskemaan ja
- c) kauppankohtena olevan yhtiön markkina-arvo nousee.

Taloustieteen teorioitten valossa ostajayhtiön hinnan laskun ja kauppankohteen arvonnousun tulisi olla yhteenlaskettuna neutraali, mutta käytännössä eroon vaikuttavat mm. kauppaan liittyvät transaktiokustannukset. Rollin mukaan ero ei kuitenkaan ole selitettävissä pelkkien transaktiokustannusten voimin, jonka johdosta hän näkee yritystojen olevan lähtökohtaisesti ylihinnoiteltuja.

Rollin urauurtavan artikkelin jälkeen hubris-teoriaa on hyödynnetty laajasti yritystotutkimuskentässä. Teorian näkökulmasta yritystoja on lähestytty mm. toimitusjohtajien motiivien, transaktiopreemioiden (tehty tarjous - kohteen markkina-arvo ennen tarjousta), oppimisen ja osakkeen arvonkehityksen näkökulmista. Hayward ja Hambrick (1997) tutkivat artikkelissaan *Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris* toimitusjohtajien ominaisuuksia ja motiiveja, sekä niiden vaikutusta maksettuihin kauppahintoihin. Tutkimuksen mukaan toimitusjohtajien käyttäytymistä ohjaavat vahvasti henkilökohtaiset ominaisuudet, kuten osaaminen, harhat ja rajoitukset. Konkreettisia syitä ylihinnan maksamiselle ovat toimitusjohtajan: 1) mediahypeyty, 2) omahyväisyys, 3) aiemmat saavutukset, sekä 4) yhtiön heikko hallitustyöskentely. Kolme ensimmäistä tekijää liittyvät läheisesti toisiinsa, sillä ne ruokkivat toimitusjohtajan itseluottamusta. Tutkimustulosten mukaan vahva itseluottamus johtaa korkeampiin transaktiopreemioihin ja ylihintaan. Esim. yhtiöt, joiden

toimitusjohtajat olivat saaneet kehuja medialta juuri ennen tarjouksen julkaisemista, maksoivat keskimäärin 1,6% enemmän transaktiopreemiota muihin yhtiöihin verrattuna. Heikolla hallitustyöskentelyllä tutkimuksessa viitataan hallituksen taipumukseen valvoa yhtiön ylimmän johdon toimia. Yhtiöissä, joissa ylimmät johtajat istuivat myös hallituksessa, olivat maksetut transaktiopreemiot korkeampia. Hayward ja Hambrick (1997) selittävät ilmiötä kyseisten johtajien yli-itsevarmuutena omiin taitoihinsa ja ulkopuolisen näkemyksen puutteena, mitä ulkopuoliselta ja itsenäiseltä hallitukselta on saatavissa.

Transaktiopreemiot eivät kuitenkaan ole ainut kaupan ylihinnottelua mittaava tekijä. Suomalainen yritysstrategian professori Tommi Laamanen (2007) tutki artikkelissaan *On the Role of Acquisition Premium in Acquisition Research* teknologiayritysten transaktiopreemioiden suhdetta kaupan onnistumiseen. Tutkimuksesta saatujen tulosten mukaan transaktiopreemiot eivät ole ainut selittävä tekijä yhtiöiden tulevan arvonkehityksen taustalla, sillä markkinat reagoivat vähintään yhtä vahvasti kaupan kohteena olevan yhtiön markkina- ja kirjanpitoarvon (*market-to-book value*) väliseen suhteeseen. Preemion avulla on mahdollista vivuta matalaa markkinahintaa, mutta sen laskeminen ei ole luonnollisesti mahdollista. Tutkimustulos viittaa siihen, että korkean markkina-arvon omaavan yhtiön osakekurssissa on jo olemassa tietty määrä transaktiopreemiota. Tutkimusten perusteella transaktiopreemiot ovat tavanomaisesti n. 30%–60% osakkeen hinnasta (Mahendra & Forsyth, 2003; Aktas, De Bodt & Roll, 2005).

Hubris-teorian pitävyyden puolesta puhuvat myös toimitusjohtajien oppimiseen keskittyneet tutkimukset. Vaikka Aktasin, De Bodtin ja Rollin (2010) mukaan toimitusjohtajat maksavat perättäisissä yrityshankinnoissa johdonmukaisesti joko korkeaa tai matalaa transaktiopreemiota, on havaittavissa merkkejä siitä, että toimitusjohtajat suhteuttavat uudet tarjouksensa edellisiin tarjouksiin ja sijoittajien markkinareaktioon. Saadut tulokset ovat johdonmukaisia saman tutkimusryhmän vuonna 2005 saamiin tuloksiin siitä, että yritystoston jälkeiset epänormaalit tuotot laskevat perättäisten ostojen suhteessa. Tutkijoiden mukaan tämä viittaa siihen, että toimitusjohtajat ottavat maltillisemmin riskejä ensimmäisen yrityshankinnan jälkeen, mikä taas viittaa suhteettoman korkeaan kauppahintaan ensimmäisen hankinnan kohdalla (De Bodt & Roll, 2005).

## 2.5 Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi

Osakemarkkinoiden tehokkuus liittyy olennaisesti yrityskaupan tuoman arvon heijastumiseen yhtiön osakekurssissa. Jotta kaupan tuoma arvo tai arvonmenetyt voidaan ylipäättään havaita, on osakemarkkinoiden toimittava tehokkaasti. Fama (1970) on rantauttanut käsitteen tehokkaista osakemarkkinoista ja tehokkaiden osakemarkkinoiden vahvoista, keskivahvoista ja heikoista ehdoista. Teorian mukaan markkinoiden tehokkuus voidaan jakaa sen mukaan, miten tehokkaasti uusi informaatio heijastuu arvopaperien hintoihin. Heikot, keskivahvat ja vahvat ehdot sisältävät seuraavia erikoispiirteitä:



- a) Heikot ehdot – arvopaperin hintaan heijastuu ainoastaan historiallinen kurssikehitys ja kaupankäynnin volyyymi.
- b) Keskivahvat ehdot – arvopaperin hintaan heijastuu edellisen lisäksi kaikki yhtiön julkaisema informaatio (esim. tilinpäätökset, osavuositarkastukset ja yrityskauppailmoitukset).
- c) Vahvat ehdot – arvopaperin hintaan heijastuu kaikki arvopaperin hintaan vaikuttava informaatio pitäen sisällään myös sisäpiiritiedon.

Faman (1970) tutkimustulosten mukaan heikot ja keskivahvat ehdot pitävät lähtökohtaisesti, mutta vahvojen ehtojen täyttyminen on käytännössä miltei mahdotonta. Vahvojen ehtojen tarkoituksena olikin toimia lähinnä vertailuarvona heikkojen ja keskivahvojen ehtojen määrittelyssä. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi perustuu ns. *random walk* -teorian pohjalle, jonka mukaan osakkeen tulevaa hintakehitystä on lähtökohtaisesti mahdotonta ennustaa. Tämä juontaa juurensa siihen, että osakekurssit kehittyvät päivittäisten uutisten ja maailman tapahtumien perusteella. Faman mukaan maailman päivittäiset tapahtumat eivät ole ennustettavissa, joten eivät ole osakekurssitkaan. (Fama, 1970.) Tehokkaiden markkinoiden hypoteesilla (*Efficient Markets Theory*) on edelleen vahva jalansija osakemarkkinoiden tehokkuutta tarkastelevassa tutkimuskentässä, mutta mm. behavioristinen näkemys (*Behavioral Economics*) on viime vuosien aikana noussut teorian rinnalle (Shiller, 2003).

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi on saanut kritiikkiä pääasiassa hypoteesin testaamiseen kohdistuvien ongelmien ja sijoittajien epärationaalisuuden johdosta. Hypoteesin testaamiseen liittyvät ongelmat linkittyvät pitkän aikajänteen tapahtumatutkimuksessa vaaditun tuotto-odotuksen määrittämiseen. Tapahtumatutkimuksen aikajänteen noustessa yli 20 päivään kasvaa samalla virhemarginaali tuotto-odotusta määriteltäessä. Metodien välillä on eroja ja erojen suuruus korostuu aikahorisonttia venytettäessä. Lyhyen (alle 20 päivää) aikajänteen tutkimuksessa tuotto-odotusten määrittämisessä esiintyvät eroavaisuudet eivät ehdi korostumaan. (Fama, 1997.) Tuotto-odotukseen ja sen taustalla vaikuttavaan riskitasoon liittyy myös olennaisesti käsite *post-earnings-announcement drift*, jolla tarkoitetaan pörssiyhtiön tiedonannosta seuraavaa systemaattista epänormaalia kurssikehitystä. Ilmiön lanseerasivat Ball ja Brown (1968), jotka havaitsivat tutkimuksessaan, että osakkeilla on tapana jatkaa hyvien uutisten jälkeen poikkeuksellisen positiivista kurssikehitystä ja huonojen uutisten jälkeen poikkeuksellisen negatiivista kurssikehitystä, vaikka tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan tuoreen tiedon tulisi heijastua välittömästi arvopaperien osakekurssiin. Epänormaalien tuottojen kehittyminen ei siten aina välttämättä rajoitu ainoastaan ilmoituspäivään. Ilmiötä ja ilmiön taustalla vaikuttavia syitä tutkivat myöhemmin myös Bernard ja Thomas (1989), joiden mukaan sijoittajat eivät toimi täysin tehokkaasti saatavilla olevan informaation puitteissa. Ilmiötä on pyritty selittämään tapahtumasta/ilmoituksesta johtuvalla riskitason muutoksella, mutta Bernard & Thomas (1989) eivät aineistonsa puitteissa löytäneet mer-

kitsevää yhteyttä nousseen/laskeneen riskitason ja epänormaalien tuottojen väliltä. Tutkijoiden mukaan ilmiön selittää paremmin ns. *delayed price response*, eli markkinoiden viivästynyt reaktio annettuun informaatioon. Yrityskauppakontekstissa on siten täysin mahdollista, että sijoittajat eivät onnistu estimoimaan kaupan tuomia synergiaetuja tai -haittoja riittävän tehokkaasti, jonka johdosta anomaliaa voi olla havaittavissa vielä ilmoitusajankohdan jälkeenkin. Edellisten haasteiden lisäksi tutkimuksissa on havaittu viitteitä muustakin epärationaalista toiminnasta (Malkiel, 2003; Shiller, 2003). Tutkimuksissa on havaittu sijoittajien seuraavan markkinoiden trendejä ja muiden sijoittajien toimia, jotka eivät välttämättä edusta rationaalista lähestymistapaa. Malkielin (2003) mukaan markkinat ovat jopa jossain määrin ennustettavissa. On havaittu, että tammikuiset osaketuotot ovat olleet poikkeuksellisen suuria. Samoja tuloksia on saatu myös päiväkohtaisesti tarkasteltuna maanantaipäivän kohdalla. Hyvä esimerkki sijoittajien behavioristisesta käytöksestä on havaittavissa historiassa esiintyneitä pörssikuplia tarkasteltaessa. Pörssikupla ja sen puhkeaminen havainnollistaa hyvin markkinoiden tehokkuuden puutetta, jolloin arvopaperien hintakehitys ei ole suhteessa niiden todellisen arvon kanssa (Shiller, 2003). Tehokkaiden markkinoiden hypoteesia pidetään kaikesta huolimatta edelleen arvossa ja historia on osoittanut pörssikuplien muodostumisen olleen enemmänkin poikkeuksellista.

## 3 AINEISTO JA MENETELMÄ

### 3.1 Aineiston hankintamenetelmä ja rajaukset

Tutkimusaineisto on hankittu *Thomson Reuters Eikon* -tietokannasta, jonka jälkeen sitä on muokattu *Microsoft Excel* -taulukkolaskentatyökalun avulla. Regressio- ja varianssianalyysit on suoritettu *IBM SPSS* -ohjelmistolla. Thomson Reutersista haettiin Helsingin pörssissä toteutuneita yritysostoja seuraavin rajaehdoin:

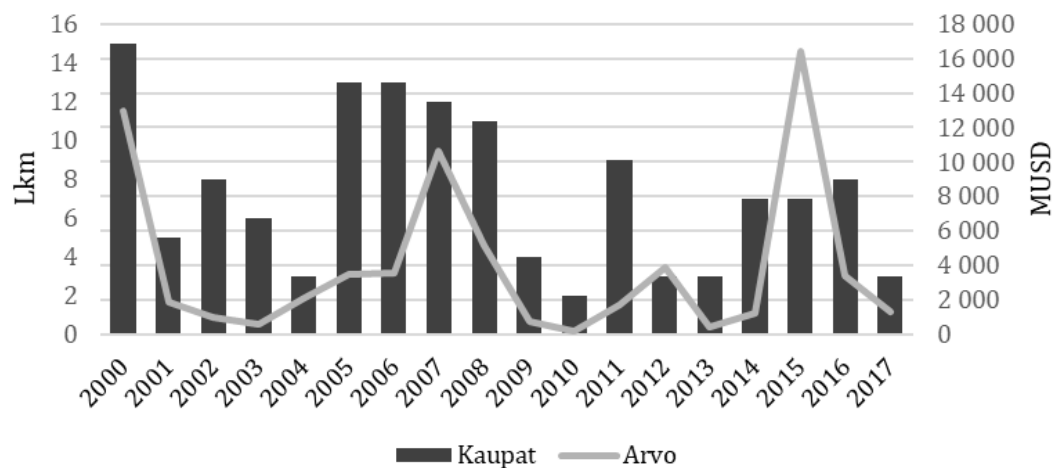
- 1) kaupan ostajaosapuolena on Helsingin pörssiin listattu yhtiö, joka ei ole pääomasijoitusyhtiö,
- 2) yritysoston arvon on oltava vähintään \$50 milj.,
- 3) kaupan ilmoituspäivämäärän on oltava 1.1.2000, tai sen jälkeen ja
- 4) kohteena olevasta yhtiöstä on hankittu yli 50%.

Valintoja on argumentoitu seuraavasti. Pörssiyrityksiin päädyttiin, jotta osakkeella on olemassa markkinahinta ja arvonkehitystä voidaan ylipäättään seurata. Kaupan arvo haluttiin pitää merkittävänä, jotta kaupalla voidaan katsoa olevan merkitystä yhtiön arvonkehityksen ja toiminnan näkökulmasta. Toisaalta kauppahintaa ei voida myöskään nostaa liian korkeaksi, jotta otos pysyy riittävän koisena. Lähes 20 vuoden aikajänteellä taas haluttiin varmistaa, että tarkasteluajanjakso pitää sisällään sekä nousu- että laskusuhdanteita. Yritysjärjestelykentässä on havaittavissa tietynasteista kausaliteettia taloudellisiin suhdanteihin nähden, koska yhtiöt investoivat lähtökohtaisesti enemmän noususuhdanteiden aikana. Ilmiötä selittää mm. rahoituksen haasteellinen saatavuus laskusuhdanteiden aikana (Gaiotti, 2013). Yli 50% hankintaosuus takaa ostajaosapuolelle määräysvallan, mikä on kriittistä uusien strategioiden ja synergioiden konkretisoinnin kannalta. Tehtyjen rajausten jälkeen päädyttiin 132 yritysostoon, jotka ovat tapahtuneet vuosien 2000–2017 välillä. Aineiston keskimääräiseksi kauppahin-

naksi asettui 517 miljoonaa dollaria ja kauppoja tapahtui keskimäärin 7,3 vuodessa. Aineistoa käydään tarkemmin läpi seuraavassa kappaleessa. Tutkimusaineiston case-yhtiöt on eritelty tutkimuksen liitetiedoissa.

### 3.2 Aineiston esittely

Suhteellisen pienestä koostaan huolimatta Helsingin pörssissä on toimitettu vuosien 2000–2017 aikana 132 edellä mainitut reunaehdot täyttävää yrityskauppaa, joiden yhteenlaskettu arvo on 70,6 miljardia Yhdysvaltain dollaria. Tämä tarkoittaa, että pelkästään tämän tutkimuksen rajausten puitteissa Helsingin pörssissä tapahtuvan yritysostomarkkinan arvo vuositasolla on ollut keskimäärin n. 4 miljardia dollaria. Seuraava kuvaaja havainnollistaa otokseen valikoituneiden yhtiöiden yritysostoaktiivisuutta aikajänteellä 2000–2017:



Kuvio 3 Otoksen yrityskauppojen määrä ja arvo vuositasolla (Thomson Reuters, 2018)

Kuten kuvaajasta ilmenee, ovat suomalaiset yritysostomarkkinat käyneet kuumana 2000-luvun taitteessa, jonka jälkeen IT- (2000-luvun alku) ja asuntomarkkinakuplan (2010-luvun vaihde) puhkeamiset ovat vaikuttaneet yhtiöiden aktiivisuuden yritysostomarkkinoilla. Vuosien 2007 ja 2015 piikit kauppojen yhteenlasketussa arvossa ovat selitettävissä Nokia Oyj:n poikkeuksellisen suurina yksittäisinä kauppoina. Vuonna 2007 Nokia osti yhdysvaltalaisen NAVTEQ Corp:in (kauppahinta 8,0 miljardia dollaria) ja vastaavasti vuonna 2015 kauppankohteena oli ranskalainen Alcatel Lucent SA (kauppahinta 13,8 miljardia dollaria). Viimeimpinä vuosina markkinat ovat osoittaneet ainakin kappalemääräistä kasvua vuotta 2017 lukuun ottamatta.

Pelkkien arvojen ja lukumäärien tarkastelu ei ole tutkimuksen kannalta merkityksellistä. Kaupoista on pyritty hankkimaan mahdollisimman monipuolista tietoa. Otoksen yrityskaupoista on ollut saatavilla seuraavia tietoja:

- a) ostajayhtiön nimi,
- b) kohdeyhtiön nimi,
- c) kaupan julkaisupäivä,
- d) kauppahinta,
- e) ostaja- ja kohdeyhtiön toimiala ja
- f) kohdeyhtiön kotipaikka.

Yhtiöiden ja kaupan julkaisuajankohdan lisäksi saatavilla on tietoa kohdeyhtiön toimialasta ja kotipaikasta. Nämä ovat mielenkiintoisia tekijöitä, sillä aiemmissa tutkimuksissa on käynyt esimerkiksi ilmi, että mm. T&K-toimintaan painottuneilla ostoilla on havaittu suurempia epänormaaleja tuottoja muihin kaappoihin verrattuna. Seuraava taulukko kuvaa otoksen kauppajen kohdeyhtiön toimialakohtaista jakautumista vuosina 2000–2017:

Taulukko 1 Otoksen yrityskauppojen jakautuminen kohdeyhtiön toimialan mukaan (Thomson Reuters, 2018)

MUSD	2000-2005			2006-2011			2012-2017			Yht.		
	Lkm.	Arvo	Osuus	Lkm.	Arvo	Osuus	Lkm.	Arvo	Osuus	Lkm.	Arvo	Osuus
Materiaalit	13	11 415	52,0 %	8	2 355	10,7 %	7	4 987	18,7 %	28	18 757	26,6 %
Korkea teknologia	11	1 991	9,1 %	4	8 296	37,9 %	1	78	0,3 %	16	10 365	14,7 %
Energiateollisuus	3	2 380	10,8 %	2	3 648	16,6 %	2	1 052	3,9 %	7	7 080	10,0 %
Teollisuustuotteet	9	1 154	5,3 %	11	1 830	8,3 %	5	2 786	10,4 %	25	5 770	8,2 %
Kiinteistöala	0	0	0,0 %	11	2 441	11,1 %	6	2 652	9,9 %	17	5 093	7,2 %
Päivittäistavarakauppa	2	690	3,1 %	5	643	2,9 %	2	519	1,9 %	9	1 851	2,6 %
Kuluttajatuotteet ja -palvelut	4	610	2,8 %	4	835	3,8 %	1	70	0,3 %	9	1 515	2,1 %
Muut	8	3 722	16,9 %	6	1 869	8,5 %	7	14 534	54,5 %	21	20 125	28,5 %
Yht.	50	21 961	100 %	51	21 917	100 %	31	26 680	100 %	132	70 557	100 %

Otoksen datasta ilmenee, että vuosina 2000–2017 suurin osa yritysostoista (n. 51%) on kaupan arvolla mitattuna painottunut materiaalien, korkean teknologian ja energiateollisuuden aloille. Taulukkoa tarkastellessa täytyy muistaa, että edellä mainitut Nokian suorittamat yritysostot nostavat korkean teknologian sijoitusta toimialakohtaisessa vertailussa. Huomionarvoista on kuitenkin se, että toimiala *materiaalit* on tarkastelujaksosta huolimatta ollut yksi suurimmista yritysostokeskittymistä. Kyseisiä ostoja ovat toimeenpanneet mm. Metsä-Serla, Outo-kumpu, Kemira ja Stora Enso. Maksettujen kauppahintojen näkökulmasta tarkastelujakson nousijatoimialoja ovat olleet *kiinteistöala* ja *teollisuustuotteet*, jotka ovat tasaisesti kasvattaneet osuuttaan kauppajen kokonaisarvossa tarkastelujakson edetessä. Kauppamääriä tarkasteltaessa suurin yritysostokeskittymä on niin ikään toimialalla *materiaalit*. Muut kauppamääräisesti eroavat toimialat ovat olleet *teollisuustuotteet*, *kiinteistöala* ja *korkea teknologia*. Kauppamääriä tarkasteltaessa ei ole havaittavissa selviä positiivisia trendejä, mutta datan perusteella kauppamäärät ovat laskeneet merkittävimmin korkean teknologian alalla. Otoksen 132 yritysostosta 91 kappaletta keskittyy samalle toimialalle ja vastaavasti 41 ostoa ylittää toimialakohtaiset rajat. Toisin sanoen otoksen yrityskaupoista n. 69% on samalle toimialalle keskittyneitä, eli kohdeyhtiö toimii samalla toimialalla ostajayhtiön kanssa. Tämä seikka on myös mielenkiintoista nostaa tarkastelun kohteeksi tulosten analysointivaiheessa. Kohdeyhtiön toimiala *muut* pitää sisällään

luokat *terveydenhuolto, media ja viihde, vähittäiskauppa, rahoitus ja televiestintä*. Ryhmittely tuli suorittaa, jotta jokaisesta toimialaluokasta saatiin riittävän laaja ja tilastollinen analyysi oli ylipäättään mahdollinen. Energiateollisuuden (n = 7), päivittäistavarakaupan (n = 9) ja kuluttajatuotteiden ja -palveluiden (n = 9) otoskoot ovat melko vaatimattomia, joten näiden toimialojen kohdalla saadut tulokset ovat suuntaa antavia.

Maantieteellisesti katsoen otoksen yritysostot ovat jakautuneet seuraavasti:

Taulukko 2 Otoksen yrityskauppojen jakautuminen kohdeyhtiön maantieteellisen sijainnin mukaan (Thomson Reuters, 2018)

MUSD	2000-2005			2006-2011			2012-2017			Yht.		
	Lkm.	Arvo	Osuus	Lkm.	Arvo	Osuus	Lkm.	Arvo	Osuus	Lkm.	Arvo	Osuus
Muu Eurooppa	20	4 665	21,2 %	16	2 902	13,2 %	14	21 490	80,5 %	50	29 057	41,2 %
Pohjois-Amerikka	12	7 365	33,5 %	6	8 778	40,1 %	3	1 410	5,3 %	21	17 553	24,9 %
Suomi	7	3 097	14,1 %	12	3 556	16,2 %	10	3 136	11,8 %	29	9 789	13,9 %
Ruotsi	11	6 834	31,1 %	8	2 205	10,1 %	2	218	0,8 %	21	9 257	13,1 %
Muut	0	0	0,0 %	9	4 477	20,4 %	2	425	1,6 %	11	4 901	6,9 %
Yht.	50	21 961	100 %	51	21 917	100 %	31	26 680	100 %	132	70 557	100 %

Tutkimuksen tarkastelujakson aikana ja asetettujen rajoitusten puitteissa suomalaiset yritysostot ovat painottuneet pitkälti Eurooppaan ja Pohjois-Amerikkaan. Markkina-alueittain tarkasteltuna on havaittavissa, että suurin osa kauppojen yhteenlasketusta arvosta on kohdistunut alueelle *muu Eurooppa* (n. 41%). Tässä on kuitenkin taas huomioitava Nokian *Alcatel Lucent* -kauppa, joka nostaa ostojen yhteenlaskettua arvoa merkittävästi. Lisäksi aineistosta ilmenee, että Pohjois-Amerikkaan keskittyneiden ostojen kauppahinta on keskimääräistä suurempi. Suomeen ja muihin Pohjoismaihin kohdistuneet kaupat ovat taas keskimääräistä pienempiä. Otoksen perusteella Suomen välittömään läheisyyteen kohdistuneet kaupat ovat keskimäärin pienempiä ja maantieteellisesti kauemmaksi tehdään määrällisesti vähemmän kauppia, mutta kauppojen arvo on lähtökohtaisesti keskimääräistä suurempi. Trendejä tarkasteltaessa päällimmäisenä aineistosta nousee esille Suomeen kohdistuneiden ostojen tasaisuus niin lukumäärässä kuin arvossakin. Ruotsiin ja Pohjois-Amerikkaan keskittyvien ostojen trendi taas on negatiivinen. Myös aluekohtaisesti tarkasteltuna jouduttiin ryhmiä luokittelemaan, jotta ryhmistä saatiin riittävän suuria tilastollista analyysia varten. Ryhmään *muut* summattiin Etelä-Amerikkaan, Afrikkaan ja Aasiaan kohdistuneet yritysostot. Kyseisten maanosien osuus (n. 7%) on kokonaisuuteen nähden marginaalinen. Kyseisen ryhmän kohdalla tästä tutkielmasta saadut tulokset ovat suuntaa antavia vähäisestä havaintomäärästä (n = 11) johtuen.

### 3.3 Tutkimusmenetelmä

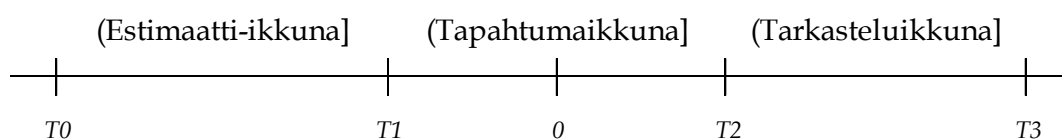
Tämän tutkimuksen tutkimusmenetelmäksi on valittu tapahtumatutkimus (*event study*), joka on hyvin yleinen tutkimusmenetelmä yrityskauppoihin keskitty-

vässä tutkimuskentässä. Tapahtumatutkimukset keskittyvät pääasiassa yhtiöiden tekemien sisäisten valintojen onnistumisen mittaamiseen, mutta menetelmällä on myös mitattu ulkoisten tekijöiden, kuten lainsäädännön muutosten vaikutusta tarkastelun kohteena olevien yhtiöiden toimintaan. Tapahtuman vaikutusta selitetään yhtiön osakekurssin kehityksen avulla. Osakkeelle määritetään tuotto-odotus (*expected return*), jonka tavoitteena on kuvata yhtiön ”normaalista” suoriutumista mahdollisimman tarkasti. Toisin sanoen tuotto-odotuksen avulla pyritään tilanteeseen, jossa tapahtumaa ei olisi koskaan tapahtunutkaan. Toteutunutta kurssikehitystä verrataan lopuksi tuotto-odotukseen. Toteutuneen tuoton ja mallinnetun tuotto-odotuksen välistä erotusta kutsutaan ns. epänormaalisti tuotoksi, jonka katsotaan pelkistetysti olevan tutkitun tapahtuman vaikutus yhtiön pörssikurssin kehitykseen. (Barber & Lyon, 1997; MacKinlay, 1997.) Tässä tutkimuksessa epänormaaleja tuottoja tarkastellaan AAR (*Average Abnormal Return*) BHAAR (*Buy-and-Hold Average Abnormal Return*) ja CAAR -metodeja (*Cumulative Average Abnormal Return*) käyttäen. Tunnuslukuja tarkastellaan tarkemmin seuraavissa kappaleissa.

Tapahtumatutkimuksen onnistumisen kannalta kriittisessä asemassa on tapahtuma-ajankohta ja tiedotetun informaation ajallinen symmetria. On tärkeää, että tietoa tapahtumasta ei ole vuotanut julkisuuteen ennen tiedotusta, jotta voidaan olla varmoja siitä, että tapahtuma heijastuu osakekurssiin juuri ilmoitusajankohtana. Laskentatoimen ja rahoituksen tutkimuskentässä tutkimusmenetelmää on käytetty yrityskauppojen tutkimisen lisäksi mm. osingonjaon, osakejakautumisten, tulosvaroitusten, osavuositarkastusten ja pörssilistautumisten vaikutusten tutkimiseen. Tapahtumatutkimus oli luonnollinen valinta tutkimusmenetelmäksi määrällisen tutkimusaineiston ja vallitsevan tutkimuskysymyksen puitteissa. Seuraavissa kappaleissa käydään läpi tapahtumatutkimuksen keskeisiä käsitteitä ja tämän pro gradu -tutkielman erityispiirteitä.

### 3.3.1 Tapahtumatutkimuksen rakenne

Tapahtumatutkimuksen aikajanalla tarkoitetaan tapahtumaa ympäröivää aikajännettä, joka sisältää tuotto-odotuksen määrittämiseen vaadittavan estimaattiikkunan (*estimation window*), tapahtumaikkunan (*event window*) ja tapahtuman jälkeisen tarkasteluajanjakson, eli tarkasteluikkunan (*post-event window*). Jokaiselle otoksen yrityskaupalle on määritetty luonnollisesti oma aikajana, jotta tuotto-odotukset ja realisoituneet tuotot kuvaavat kauppaa ympäröivää aikaa ja markkinatilannetta. Seuraava kuvio kuvaa yleisesti tapahtumatutkimuksen aikajännettä:



Kuvio 4 Tapahtumatutkimuksen aikajänne (MacKinlay, 1997)

Estimaatti-ikkuna kuvaa ajanjaksoa, jolta osakkeen tuotto-odotus määritetään. MacKinlayn (1997) mukaan estimaatti-ikkuna tulee määritellä siten, että se kuvaa mahdollisimman tarkasti osakkeen normaalia suoriutumista. Estimaatti-ikkunaa määriteltäessä on tärkeää, että se ei sisällä tapahtuma-ajankohtaa, sillä tapahtuman sisällyttäminen estimaattiin laskee tutkimuksen selitysvoimaa. Tutkija voi määritellä estimaattiajanjakson vapaasti, kunhan se on riittävän pitkä oikean kuvan antamiseksi. Tässä tutkimuksessa estimaatti-ikkunaksi ( $T_0 - T_1$ ) on määritetty 250 kansainvälistä pörssipäivää tapahtumaa edeltävästä pörssipäivästä taaksepäin.

Estimaatti-ikkunan pituuden ollessa satoja päiviä määritetään tapahtumatutkimuksen tapahtumaikkuna tyypillisesti tapahtuman välittömään yhteyteen. Tyypillisesti tapahtumaikkuna on +/- 1 päivää tapahtumapäivästä, mutta se voi yhtä hyvin olla myös tunteja tai minuutteja tutkimuksen luonteesta ja tavoitteesta riippuen (MacKinlay, 1997). Tehokkaiden markkinoiden vallitessa tapahtuman, eli tässä tapauksessa yrityskaupan vaikutuksen tulisi heijastua välittömästi tarkasteltavan yhtiön osakekurssiin. Tämän kurssimuutoksen tulisi teoriassa näkyä heti tapahtumaikkunassa. Tämän pro gradu -tutkielman tapahtumaikkunaksi "0" on valittu yrityskaupan julkaisupäivä.

Tapahtumatutkimukset ovat perinteisesti jaettu pitkän ja lyhyen aikajänteen tapahtumatutkimuksiin. Lyhyen aikajänteen tutkimukset keskittyvät tutkimuksen kohteena olevan tapahtuman välittömään läheisyyteen, kun taas pitkän aikajänteen tutkimukset tarkastelevat tapahtuman vaikutuksia kymmenistä päivästä useisiin vuosiin asti. Tapahtumatutkimuksen tarkasteluikkuna on tapahtuman jälkeinen ajanjakso, jonka ajalta epänormaaleja tuottoja lasketaan. Toisin sanoen tarkasteluikkuna määrittää sen sijoittuuko tutkimus lyhyttä vai pitkää aikajännettä edustavaan tutkimuskenttään. Yleisesti ottaen voidaan todeta, että mitä lyhemmästä aikajänteestä on kysymys, sitä todennäköisemmin tutkimustuloksina saadut epänormaalit tuotot juontuvat tutkitusta tapahtumasta. Mm. Kothari, Jerold & Warner (1997) havaitsivat tutkimuksessaan, että tuotto-odotusten laskentakaavojen väliset eroavaisuudet korostuvat sitä mukaan, mitä pidemmästä aikajänteestä on kysymys. Havaintoa ei tule väheksyä, sillä tuotto-odotus on koko tutkimuksen kannalta merkittävässä asemassa. Tämä juontaa juurensa siihen, että tuotto-odotuksen suuruus heijastuu suoraan tutkimustuloksena saatuihin epänormaaleihin tuottoihin. Tämän lisäksi pidemmän aikajänteen tutkimustulosten luotettavuutta rasittaa myös yhtiöiden jatkuvasti muuttuva toimintaympäristö ja uudet sisäiset muutokset. Yhtiöt tekevät jatkuvasti erilaisia päätöksiä, jotka vaikuttavat yhtiöiden tulevaisuuteen, kannattavuuteen ja siten myös yhtiön markkina-arvoon. Tämän johdosta ei ole perusteltua olettaa yrityskaupan vaikuttavan yhtiön menestykseen ikuisesti. Tämän tutkimus sisältää sekä lyhyen että pidemmän aikajänteen piirteitä. Epänormaaleja tuottoja tarkastellaan 0–100 pörssipäivän tarkasteluikkunassa ( $T_2 - T_3$ ) yrityskaupan tapahtumapäivästä. Toisin kuin estimaatti-ikkunan tapauksessa voi tapahtuma- ja tarkasteluikkuna sisältää samoja päiviä aiheuttamatta ongelmia.



### 3.3.2 Tuotto-odotus & CAPM

Epänormaaleja tuottoja laskettaessa keskeiseksi tekijäksi nousee määritetty tuotto-odotus. Tämän tutkimuksen kontekstissa tuotto-odotuksella tarkoitetaan tarkastelun kohteena olevan osakkeen odotettavissa olevaa tuottoa kaupan julkaisemisen jälkeen, eli ns. tarkasteluikkunassa. Tuotto-odotuksen tehtävänä on kuvata mahdollisimman tarkasti tilannetta, jossa yrityskauppaa ei olisi koskaan tapahtunutkaan. Kuten voi olettaa on tuotto-odotuksen määrittäminen haastavaa, sillä markkinoiden kehityksen luotettava ennustaminen on käytännössä mahdotonta. Kirjallisuus osoittaa, että tuotto-odotus on määritelty perinteisesti keskiarvo- (*average model*), markkina- (*market model*) tai riskimallien (*risk adjusted market model*) avulla (Brown & Warner, 1980; MacKinlay, 1997). Yksinkertaisimmillaan tuotto-odotus on määritettävissä keskiarvomallien kautta. Käytännössä keskiarvomallit laskevat tuotto-odotuksen suoraan osakkeen historiallisista tuotoista halutun ajanjakson ajalta. Keskiarvomallien heikkous piilee yleisten markkinaheilahtelujen laiminlyönnissä. Koska tuotto-odotus lasketaan pelkästään kurssihistorian perusteella se ei ota markkinoiden yleisiä muutoksia, kuten esim. mahdollista taantumaa lainkaan huomioon. Markkina- ja riskimallien vahvuus liittyy nimenomaan siihen, että ne huomioivat markkinoiden yleiset muutokset eivätkä pääse siten vääristämään saatuja tuloksia. Esimerkkejä puhtaista markkinamalleista ovat benchmark-portfoliot ja markkinaindeksit. Tarkoituksena on löytää osakeportfolio tai -indeksi, joka kuvaa mahdollisimman hyvin tarkastelun kohteena olevan yhtiön suoriutumista. Markkinoiden heilahtelun tulisi teoriassa näkyä tutkimuksen kohteena olevan yhtiön benchmark-portfolioissa ja markkinaindekseissä, jonka johdosta markkinoiden muutokset on huomioitu lasketussa tuotto-odotuksessa. Todellisuudessa yhtiöt ovat yksilöllisiä, joten benchmark-portfolioit ja markkinaindeksit kuvaavat vain osittain yhtiön todellista suoriutumista. Jokainen liiketoiminta sisältää omat riskinsä, jotka ovat omiaan vaikuttamaan yhtiöiden markkina-arvoon. Riskimallien vahvuus piilee siinä, että mallit on suunniteltu ottamaan huomioon liiketoimintaan linkittyvää yksilöllistä riskiä. Laskentatoimen ja rahoituksen tapahtumatutkimuskentässä riskimalleista käytetyimpiä ovat olleet Rollin ja Rossin (1980) *Arbitrage Pricing Theory (APT)* ja Sharpen (1964) *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

Edellä mainitut mallit sisältävät vahvuutensa ja heikkoutensa. APT on ns. faktorimalli, eli mallin avulla voidaan mallintaa useampaa kuin yhtä makrotaloudellista muuttujaa. Jokaiselle faktorille on määritetty beeta, eli ns. riskikerroin, jonka tehtävänä on kuvata kyseisen osakkeen individuaalista riskiä. APT:n vahvuutena voidaan pitää sitä, että malli sisältää CAPM-malliin verrattuna vähemmän rajoituksia (Roll & Ross, 1980). APT:n ongelmat ilmenevät faktoreiden valitsemisessa. Hyvien makrotaloudellisten muuttujien löytäminen voi olla haasteellista ja faktorien oikeasta lukumäärästä on kiistelty. APT:sta poiketen CAPM-malli sisältää ainoastaan yhden riskikertoimen eli beetan, jonka tehtävänä on kuvata arvopaperin volatilitteettia. Rajoituksistaan huolimatta CAPM-malli on ollut arvopaperien hinnoittelussa erittäin suosittu menetelmä yksinkertaisuutensa ja

toimivuutensa ansiosta. Soveltuvuutensa johdosta CAPM-malli on valittu myöskin tämän pro gradu -tutkielman metodiksi tuotto-odotuksia määriteltäessä.

Jotta CAPM-mallin mukainen tuotto-odotus saadaan laskettua, on osakkeelle määriteltävä riskitön korko ( $R_f$ ), beeta ( $B_i$ ) ja markkinatuotto ( $E(R_m)$ ). Kun edellä mainitut muuttujat ovat määritelty saadaan tuotto-odotus laskettua seuraavan kaavan avulla:

$$E(R_i) = R_f + B_i(E(R_m) - R_f)$$

Tässä tutkimuksessa riskittömäksi koroksi on valittu 3 kuukauden EURIBOR. Päiväkohtainen korkokurssi on ladattu Suomen Pankin www-sivuilta, jonka jälkeen siitä on otettu 365 juuri päivittäisen korkotason selvittämiseksi. Markkinatuoton kuvaajaksi on valittu OMX Helsinki Cap GI -indeksi. Tutkimuksen keskittyessä Helsingin pörssissä tapahtuneisiin yrityskauppoihin on Helsingin pörssin indeksin valitseminen luonnollinen vaihtoehto. Indeksillä on laskettu 10% painorajoituksella (*Cap*). Painorajoitus varmistaa, että indeksi ei seuraa liikaa yksittäisten osakkeiden liikkeitä, mikä ei antaisi todellista kuvaa markkina-arvoltaan pienempien osakkeiden liikkeistä. Lisäksi tutkimukseen haluttiin valita *Gross Index*-tyyppinen osakeindeksi (*GI*), jotta maksetut osingot näkyvät myös osakkeen arvonkehityksessä ja siten lasketuissa epänormaaleissa tuotoissa. Käytännössä tämä tarkoittaa, että indeksillä on oikaistu irronneen osingon määrällä havainnollista hypoteettista tilannetta, jolloin osinkoa ei olisi koskaan irronnutkaan. Aineiston case-yhtiöiden toteutuneet tuotot ovat myös oikaistuja, joten osingot ja osakejakautumiset on otettu huomioon myös toteutuneiden tuottojen kohdalla. Toteutuneisiin tuottoihin paneudutaan tarkemmin tulevissa kappaleissa.

Kuten asiaa jo edellä riskimallien yhteydessä sivuttiin kuvaa CAPM-malli osakkeen yksilöllistä riskiä Beeta-kertoimen avulla. Beeta saadaan laskettua, kun otetaan toteutuneen osaketuoton ja markkinatuoton kovarianssi, joka tämän jälkeen jaetaan markkinatuoton varianssilla (Sharpe, 1964). Osakekohtainen beeta lasketaan seuraavan kaavan avulla:

$$B_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

Tässä tutkimuksessa beeta on määritetty jokaiselle osakkeelle erikseen 0–250 pörssipäivää yrityskaupan ilmoittamisesta edeltäneistä päivittäisistä tuotoista. Tässäkin tapauksessa on hyödynnetty samaa estimointi-ikkunaa, joka esiteltiin ”tapahtumatutkimuksen rakenne” -kappaleessa. Jokaiselle tutkimusaineiston yrityskaupalle on määritetty oma beeta, joka on laskettu kyseisen markkinatilanteen erityispiirteet huomioiden.

Vaikka CAPM-malli on edelleen paljon käytetty työkalu, se sisältää useita rajoituksia ja oletuksia, jotka on hyvä mainita tässä yhteydessä. CAPM-malli olettaa, että:

- a) sijoittajien tavoite on maksimoida tuottonsa,
- b) sijoittajat ovat rationaalisia riskinkarttajia,
- c) sijoittajat sijoittavat samalle ajanjaksolle homogeenisin odotuksin,
- d) transaktiokustannuksia ei ole ja markkinoilla vallitsee täydellinen kilpailu,
- e) sijoituskohteet ovat täysin likvidejä ja pääomaa on lainattavissa riskittömällä korolla ilman rajoituksia,
- f) uusi informaatio on sijoittajien saatavilla samanaikaisesti ja
- g) lyhyeksi myynti on rajoittamatonta. (Sharpe, 1964; Fama & French, 2004.)

CAPM-malli sisältää siten useita oletuksia, jotka vaikuttavat sen luotettavuuteen. Tästä huolimatta se on edelleen suosittu tapa mallintaa osakkeisiin kohdistuvia tuotto-odotuksia.

### 3.3.3 CAAR & BHAAR

Kun tuotto-odotukset on määritetty siirrytään epänormaalien tuottojen tarkasteluun. Tässä tutkimuksessa epänormaaleja tuottoja lasketaan CAAR- ja BHAAR-menetelmien avulla. Molemmat menetelmät antavat lähes identtisen tuloksen, mutta pidemmän aikavälin tuotoissa BHAAR-menetelmä kuvaa tuottoja hieman CAAR-menetelmää tarkemmin. Samankaltaisuutta kuvaa mm. se, että molempien menetelmien mukaan epänormaali tuotto ( $AR_i$ ) lasketaan samalla kaavalla:

$$AR_i = R_i - E(R_i)$$

Kaava on yksinkertainen, sillä osakkeen epänormaali tuotto ( $AR_i$ ) saadaan vähentämällä toteutuneesta tuotosta ( $R_i$ ) CAPM-mallilla laskettu tuotto-odotus ( $E(R_i)$ ) (Lyon, Barber & Tsai, 1999). AR-tuottojen analysointi on yleistä yrityskauden julkaisuhetken/-päivän välittömässä läheisyydessä. BHAAR- ja CAAR-tuottoja verrattaessa menetelmien välinen ero ilmenee vasta kumulatiivisia tuottoja laskettaessa. CAR-tuotto lasketaan seuraavaa kaavaa hyödyntäen:

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^t AR_{it}$$

CAR (*Cumulative Abnormal Return*) saadaan kun summataan päivittäiset epänormaali tuotto halutulta ajanjaksolta. Tässä tutkimuksessa kumulatiivisia epänormaaleja tuottoja ei tarkastella case-tasolla, vaan tuotoista otetaan koko otosta, tai rajattua tarkasteluryhmää kuvaava keskiarvo eli CAAR (*Cumulative Average Abnormal Return*). (Binder, 1998; Barber & Lyon, 1997.) Tässä tutkimuksessa CAAR-tuottoja tutkitaan pääasiassa viiden päivän tarkasteluikkunassa.

$$CAAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n CAR_{it}$$

CAR ja CAAR ovat yleisiä menetelmiä lyhyen aikajänteen epänormaalien tuottojen laskennassa. Koska luvut lasketaan yksinkertaisesti aritmeettisella summalla, menetelmät eivät ota huomioon ns. *compound*-efektiä. CAAR vääristää hie-man tuloksia pidemmällä aikavälillä, joten BHAAAR (*Buy-and-Hold Average Abnormal Return*) onkin menetelmistä käytetympi nimenomaan pidemmällä aikajän-teellä. BHAR-tuotot lasketaan geometrisena summana seuraavan kaavan avulla:

$$BHAR_{it} = \prod_{t=1}^t [1 + R_{it}] - \prod_{t=1}^t [1 + E(R_{it})]$$

Kuten kaava hyvin havainnollistaa lisätään jokaisen päivän toteutuneeseen tuot-toon 1, jonka jälkeen halutun aikajänteen tuotot kerrotaan keskenään. Tämän jäl-keen kyseinen laskutoimitus suoritetaan myös odotetuilla tuotoilla, jotka myö-hemmin vähennetään toteutuneista tuotoista. Lopuksi lasketaan BHAAAR-tuotot seuraavan kaavan mukaisesti:

$$BHAAAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n BHAR_{it}$$

Kuten CAR ja CAAR myös BHAR ja BHAAAR eroavat toisistaan ainoastaan siinä, että BHAAAR on aineiston kauppakohtaisista BHAR-tuotoista laskettu keskiarvo. (Barber & Lyon, 1997.) Tässä tutkimuksessa BHAAAR-tuotot on laskettu 0, 10, 20, 30, 40, 50, 60, 70, 80, 90 ja 100 pörssipäivän aikajänteellä.

### 3.4 Kontrollimuuttujat ja tulosten testaus

Tutkimustulosten merkitsevyyden parantamiseksi analyysiin on lisätty aiemmin työssä esiteltyjen maantieteellisten muuttujien ja toimialamuuttujien lisäksi kont-rollimuuttujiksi kannattavuuden, vakavaraisuuden ja pääomarakenteen tunnus-lukuja. Vahvojen tunnuslukujen voidaan katsoa vaikuttavan positiivisesti yhtiön kurssikehitykseen. On mielekästä pyrkiä selittämään case-kohtaista kurssikehi-tystä myös operationaalisten tunnuslukujen voimin. Tulosten merkitsevyyttä testataan regressio- ja varianssianalyysien avulla. Operationaalisia tunnuslukuja kuvaaviksi muuttujiksi on valittu käyttökatte (*EBITDA margin*), quick ratio ja ve-lan suhde omaan pääomaan (*total debt to equity*). Kontrollimuuttujien avulla sel-vitetään niiden mahdollista korrelaatioita epänormaalien tuottojen kanssa. Mi-käli korrelaatio on tilastollisesti merkitsevä, se laskee yrityskaupan merkitystä

selittävänä tekijänä epänormaalien tuottojen taustalla. Toisin sanoen tuottojen voidaan katsoa syntyneen yhtiön hyvästä kannattavuudesta eikä onnistuneesta yrityshankinnasta. Yhtiöiden operatiiviset tunnusluvut on hankittu case-kohtaisesti yrityskaupan ilmoitusajankohtaa edeltäneestä osavuositarkastuksesta. Tunnusluvut haluttiin ottaa tapahtumaa edeltäneeltä ajalta, jotta niiden voitiin katsoa olleen sijoittajien tiedossa case-kohtaisessa tarkasteluikkunassa.

Regressioanalyysi suoritetaan *IBM SPSS* -ohjelmistoa hyödyntäen. Tulosten testaamiseen käytetään usean muuttujan lineaarista regressiomallia, jonka matemaattinen yhtälö on muotoa:

$$Y = a + b_1 X_1 + b_2 X_2$$

Yhtälössä  $Y$  esittää selittävän muuttujan arvoa ja  $a$  on ns. vakiotekijä. Yhtälön loppuosassa olevat  $b_1$  ja  $b_2$  ovat regressiokertoimia, kun taas  $X_1$  ja  $X_2$  ovat selittäviä muuttujia. Muuttujien maksimimäärä ei rajoitu kahteen, vaan muuttujia voidaan lisätä yhtälöön tarpeen vaatimalla tavalla. Mallissa muuttujien regressiokertoimet havainnollistavat, kuinka paljon selitettävä arvo muuttuu, kun selittävän muuttujan arvo muuttuu muiden arvojen pysyessä vakiona. Ohjelma antaa lopuksi tulosten keskivirheen,  $t$ -arvon ja  $p$ -arvon. Kyseiset tunnusluvut kertovat tulosten merkitsevyydestä ja regressioanalyysin selitysasteesta. (Holopainen & Pulkkinen, 2012, 261-262.) Selitysasteisiin palataan tarkemmin tulosten analysointivaiheessa.

Regressioanalyysin lisäksi tuloksia tarkastellaan myös varianssianalyysin (ANOVA) avulla. Regressioanalyysin keskittyessä operatiivisten tunnuslukujen vaikutukseen pyritään varianssianalyysillä pureutumaan otoksen yrityskauppojen maantieteelliseen ja toimialakohtaiseen jakautumiseen. Analyysin tavoitteena on tarkastella sitä, onko esim. tiettyyn maanosaan kohdistuneet kaupat nauttineet muita kauppvoja merkittävämpiä epänormaaleja tuottoja. Esimerkiksi kotimaahan kohdistuneiden kauppvojen voitaisiin lähtökohtaisesti olettaa olevan kannattamattomampia ulkomaisiin verrattuna, sillä kansainväliset yrityskaupat vaativat teoriassa perusteellisempaa paneutumista, suurempia resursseja ja kunnianhimoisempia taloudellisia tavoitteita kotimaisiin yrityskauppoihin verrattuna. Nollahypoteesin mukaan luokkien välisiä eroja ei pitäisi löytyä. Tässä tutkimuksessa hyödynnetään yksisuuntaista varianssianalyysiä, joka selvittää onko tarkastelun kohteeksi otetun muuttujan ryhmäkeskiarvossa tilastollisesti merkitseviä eroavaisuuksia. Yksisuuntaiseen varianssianalyysiin voidaan siten ottaa ainoastaan yksi muuttuja. Muuttujan havaintoyksikköjen luokkien on oltava joko luokittelu- tai järjestysasteikkoisia. (Aczel & Sounderpandian, 2009, 348-357.) Menetelmä sopii siten epänormaalien tuottojen tarkasteluun, kun tuottoja tarkastellaan maantieteellisesti ja toimialoittain ryhmiteltyinä.

## 4 HYPOTEEBIT

Aiheeseen linkittyvää tutkimuskenttää ja saatuja tuloksia käsiteltiin tarkemmin jo tutkielman aiemmassa vaiheessa. Lähempään tarkasteluun valitut tutkimukset keskittyivät yrityskaupan ostajayhtiön arvonkehitykseen lyhyellä ja pitkällä aikajänteellä. Tässä kappaleessa esitetyt hypoteesit perustuvat aiempaan kansainväliseen tutkimuskenttään, sekä aiemmin työssä esiteltyihin suomalaisiin opinnäytteisiin ja väitöskirjoihin. Tämä pro gradu -tutkielma sisältää kolme keskeistä hypoteesia.

Tämän tutkimuksen pääasiallisen tavoitteen ollessa Suomen yrityskauppakentän ja kauppojen tuomien epänormaalien tuottojen tutkiminen koskee myös ensimmäinen hypoteesi odotettavissa olevia epänormaaleja tuottoja. Kuten asiaa jo tämän tutkielman aiemmassa osassa käsiteltiin, on aiemmista aiheeseen liittyvistä tutkimuksista saatu keskimäärin negatiivisia tuloksia (Ahktas, Bodt & Roll, 2010; Dargenidou, Gregory & Hua, 2016; Drymbetas & Kyriazopoulos, 2014; Hackbarth ja Morellec, 2008; Kaplan & Weisbach, 1992; Loughran & Vijh, 1997; Rau & Vermaelen, 1996). Myös teoriaosassa esitellyn hubris-teorian mukaan ostajayhtiön markkina-arvo lähtökohtaisesti laskee ja kohdeyhtiön markkina-arvo nousee kaupan julkaisuajankohdalla (Roll, 1986). Tästä huolimatta 2000-luvun Suomen yritysostojen menestystä tutkivista opinnäytteistä ja väitöskirjoista on saatu tuloksina positiivisia epänormaaleja tuottoja. Tuotot ovat jääneet kuitenkin suhteellisen maltilliselle tasolle (Hänninen, 2014; Norri, 2016; Peltola, 2012; Repo; 2009). Edellä esiteltyjen havaintojen perusteella on päädytty seuraavaan hypoteesiin:

**Hypoteesi 1.** Otoksen keskimääräiset epänormaalit tuotot ovat olemattomia.

Epänormaalien tuottojen lisäksi tämän tutkimuksen tavoitteeksi esiteltiin kohde-markkinan ja -toimialan mahdollisen vaikutuksen selvittäminen. Aiemmista kansainvälistä tutkimuskenttää edustavista artikkeleista on saatu selville, että ulkomaiset yritysostot ovat tuoneet suurempia epänormaaleja tuottoja kotimaisiin

ostoihin verrattuina. Mm. Tao, Liu ja Xia (2016) tekivät havaintoja, joiden mukaan Kiinasta ulkomaille kohdistuneet yrityskaupat ovat tuottaneet kotimaisia paremmin. Lisäksi he havaitsivat kehittyneille markkinoille kohdistuvien kauppohen tuottavan paremmin kehittymättömille markkinoille kohdistuviin kauppohen nähden. Saman kaltaisiin tuloksiin päätyivät myös Yilmaz ja Tanyeri (2016). Toinen tutkimuksen hypoteeseista kuuluu seuraavasti:

**Hypoteesi 2.** Epänormaalit tuotot ovat korkeampia maan rajat ylittävissä yrityskaupoissa varsinkin, kun kohdeyhtiö sijaitsee kehittyneillä markkinoilla.

Markkina-alueiden lisäksi tämän tutkimuksen tavoitteena on tarkastella toimialakohtaisten tekijöiden vaikutusta epänormaaleihin tuottoihin. Toimialakohtaisesti tarkasteltuna aiemmasta tutkimuskentästä nousi esille varsinkin kohdeyhtiön tutkimus- ja kehitystoiminnan merkitys kaupan onnistumisessa (Harris & Ravenscraft, 1991; Schiffbauer, Siedschlag & Ruane, 2017). Tutkimuksissa on havaittu epänormaalien tuottojen olleen keskimääräistä korkeampia silloin, kun kaupan kohteena olevalla yhtiöllä on ollut vahvaa T&K-osaamista. On tiettyjä toimialoja, joilla T&K-toimintaan panostetaan keskimääräistä enemmän. Mm. korkean teknologian alalla T&K-toiminnan merkitys korostuu ja yritysostoken- tässä pyritään lähtökohtaisesti saavuttamaan uutta osaamista esimerkiksi uusien markkina-alueiden valtaamisen sijaan. Kolmas hypoteesi kuuluu seuraavasti:

**Hypoteesi 3.** Tutkimus- ja kehityskeskeisille toimialoille keskittyvien kauppohen epänormaalit tuotot ovat keskimääräistä korkeampia.

Kuten hypoteeseista ilmenee markkina-alue ja toimialakohtaisilla tekijöillä näh- dään alustavasti olevan merkitystä epänormaalien tuottojen määrittymiseen. Täytyy kuitenkin muistaa kauppohen olevan yksilöllisiä, joten kattavia yleistyks- iä on mahdotonta tehdä. Tutkimuksesta saadut tulokset kuvaavat kauppohen keskimääräistä onnistumista.

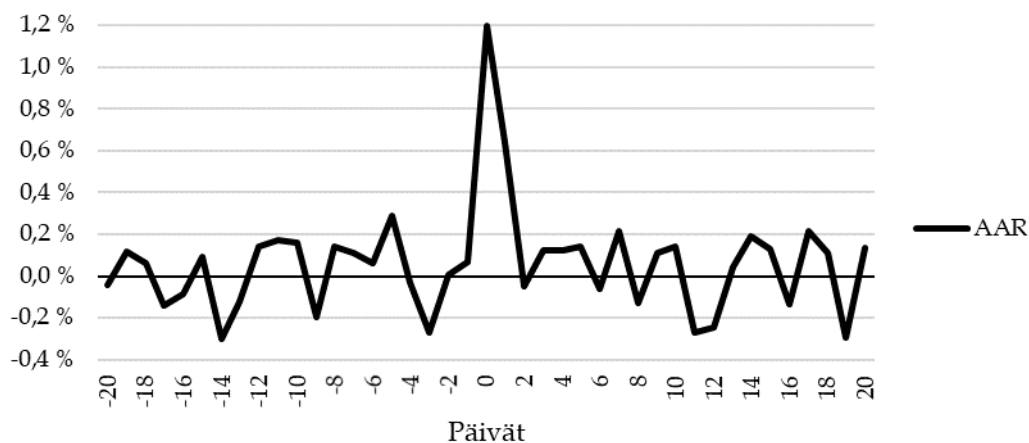
## 5 TULOKSET

### 5.1 Epänormaalit tuotot

Tämä luku sisältää tutkimuksesta saadut tulokset. Tulokset on esitelty siten, että ensin on paneuduttu aineistoon kokonaisuutena, jonka jälkeen tulokset on analysoitu toimiala- ja markkinakohtaisesti. Tulosten tilastollista merkitsevyyttä on tarkasteltu varianssi- ja regressioanalyysin voimin. Yritysostojen onnistumista kuvaaviksi tunnusluvuiksi on valittu keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot (CAAR), päivittäiset epänormaalit tuotot (AAR) ja pidemmän aikajänteen BHAAR-tuotot. Kyseiset tunnusluvut antavat kattavan kuvan case-yritysten kurssireaktiosta heti kaupan julkaisupäivänä, sekä lyhyellä että pitkällä aikajänteellä. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan yrityskaupan tuoman arvon tulisi näkyä yhtiön osakekurssissa välittömästi julkaisuajankohdan jälkeen (Fama, 1970).

Tämän tutkimuksen otoksen viiden päivän CAAR on 2,18%. Saatu tulos on selvästi positiivinen, mikä tarkoittaa sitä, että sijoittajat ovat reagoineet keskimäärin positiivisesti otoksen yritysostoihin. Tulosta voidaan pitää merkittävänä, sillä yli kahden prosentin osaketuottoa viiden pörssipäivän aikajänteellä voidaan pitää poikkeuksellisenä. Seuraava kuvaaja havainnollistaa tutkimuksen otoksen 132 yhtiön keskimääräisiä päivittäisiä tuottoja julkaisupäivää edeltäneen ja sitä seuraavan 20 päivän ajalta:

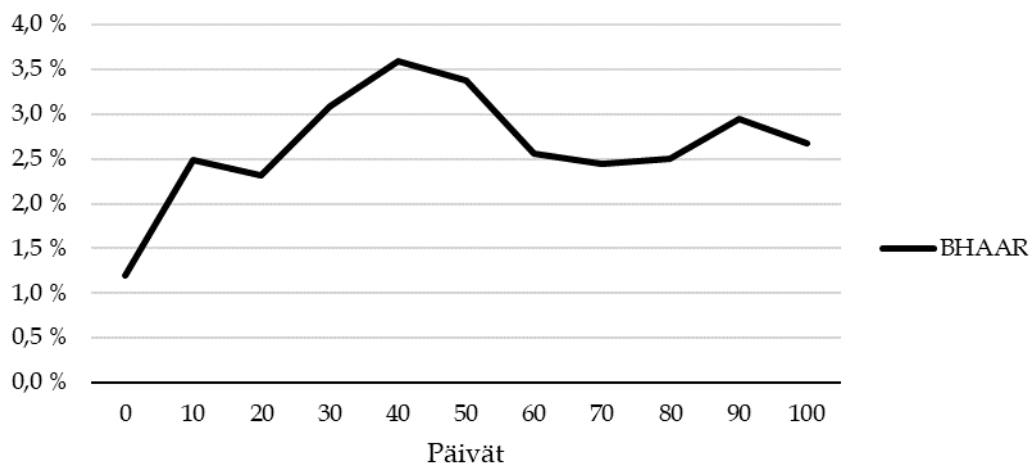




Kuvio 5 Otoksen keskimääräiset päivittäiset epänormaalit tuotot

Kuvaajasta ilmenee selvästi, että päivä "0", eli kaupan julkaisupäivä on ollut poikkeava muihin kauppaa ympäröiviin päiviin verrattuna. Julkaisupäivänä otoksen yhtiöiden keskimääräinen epänormaali tuotto on ollut 1,20%. Poikkeuksellisuutta kuvastaa hyvin se, että kauppaa edeltäneen päivän vastaava tuotto oli ainoastaan 0,07% ja kaupan jälkeinen tuotto lähes puolta pienempi (0,64%). Julkaisupäivän ja julkaisupäivää seuraavan päivän merkittäviä epänormaaleja tuottoja lukuun ottamatta kaupan julkaisuhetkeä ympäröivät tuotot eivät ole sisältäneet suurempia heilahteluja. Viiden päivän CAAR-tuottoa tarkasteltaessa voidaan todeta, että 1,84% epänormaalista tuotosta on kehittynyt jo julkaisupäivänä ja sitä välittömästi seuraavana päivänä. Seuraavat kolme päivää ovat tuottaneet yhteen summattuna ainoastaan 0,34%. Tulosten valossa vaikuttaisi siltä, että Helsingin pörssin tapauksessa osakemarkkinat eivät ole suoriutuneet täysin tehokkaasti, sillä yrityskaupan tuomaa arvoa näyttäisi vielä heijastuvan julkaisupäivää seuraavan päivän pörssikursseihin.

Lyhyen aikajänteen CAARien ja päiväkohtaisten AARien lisäksi tässä pro gradu -tutkielmassa tarkastellaan myös pidemmän aikajänteen epänormaaleja tuottoja *Buy-and-Hold* -menetelmällä (BHAAR). BHAAR-tuotot eroavat aiemmin esitellyistä CAAR-tuotoista siinä, että tuotot on laskettu geometrisella summalla aritmeettisen summan sijasta. Geometrisen summan ansiosta BHAAR-tuotot ottavat huomioon myös ns. "tuottojen tuotot". Pitkäjänteiselle sijoittajalle on tärkeää, että hänen omistuksensa tuotto tuottaa lisää sijoitetun pääoman rinnalla myös jatkossa. Seuraava kuvaaja havainnollistaa otoksen BHAAR-tuottoja yrityskauppaa seuraavilta 100 pörssipäivältä:



Kuvio 6 Otoksen BHAAR-tuotot 0–100 päivää kaupan julkaisuhetkestä

100 päivän BHAAR-kuvaajasta ilmenee, että tuotot kasvavat aggressiivisesti 10 pörssipäivän ajan, jonka jälkeen kasvu muuttuu maltillisemmaksi. Korkeimmillaan otoksen BHAAR-tuotot ovat 40 pörssipäivän kohdalla, jolloin arvoksi saadaan 3,4%. Otoksen yrityskauppojen 100 päivän BHAAR-tuotto on lopulta 2,7%. Tämä tarkoittaa tuoton olevan ainoastaan 0,52% korkeampi kuin viiden päivän CAAR. Huomion arvoista on kuitenkin se, että lyhyen aikajänteen epänormaaleilla tuotoilla näyttäisi olevan yhteys pidemmän aikajänteen BHAAR-tuottoihin regressioanalyysillä tarkasteltuna. Kun valitaan selitettäväksi tekijäksi 100 päivän BHAAR ja selittäväksi tekijäksi julkaisupäivän epänormaali tuotto (AAR 0) huomataan, että varianssioikaistu regressiokerroin on 0,471 ja mallin oikaistu selitysaste on 20,6%. Mallin p-arvo on alle promillen, joten saatu tulos on tilastollisesti erittäin merkitsevä. Kaupan luoma arvo vaikuttaa siten olevan pysyvää ainakin 100 pörssipäivän aikajänteellä. Saadut tulokset viittaavat siihen, että teoriaosassa esitelty *post-earnings-announcement drift* voisi päteä otoksen yrityskauppoihin. Bernardin ja Thomasin (1989) mukaan osakemarkkinat eivät toimi täysin tehokkaasti, sillä epänormaaleja tuottoja ja tappioita esiintyy järjestelmällisesti tapahtumahetken jälkeenkin. Ilmiön taustalta löytyvät syyt on yhdistetty perinteisesti mm. tapahtuman aiheuttamaan muuttuneeseen riskitasoon, jolloin tuotto-odotuksessa käytetty beta-kerroin ei ole enää ajantasainen. Muuttuneen riskitason ja pidemmän aikajänteen epänormaalien tuottojen välistä yhteyttä ei kuitenkaan ole pystytty todistamaan. Suomen yrityskaupamarkkinoiden tapauksessa ilmiötä ei ole kuitenkaan vielä tutkittu. Ennen liiallisten johtopäätösten tekemistä on kuitenkin muistettava, että tapahtumapäivän jälkeiset epänormaali tuotot ovat huomattavasti maltillisempia, mikä tarkoittaa yrityskaupan heijastuneen osakekurssiin lähtökohtaisesti kaupan välittömässä läheisyydessä. Tästä huolimatta positiivinen trendi on havaittavissa, kuten kuvaaja 6 asiaa havainnollistaa.

## 5.2 Kontrollimuuttajat ja epänormaalit tuotot

Tutkimustulosten merkitsevyyden selvittämiseksi tutkimukseen on lisätty kontrollimuuttajia, joiden vaikutusta tutkimuksesta saatuihin tuloksiin on testattu regressioanalyysin avulla. Tarkoituksena on ollut selvittää, onko case-yhtiöiden operatiivisilla tunnusluvuilla ja tutkimustuloksina saaduilla epänormaaleilla tuotoilla tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Lineaarisen regressioanalyysin muuttujiksi on valittu käyttökate (*EBITDA margin*), velan suhde omaan pääomaan (*total debt to equity*) ja lyhyen aikajänteen maksuvalmiutta kuvaava quick ratio. Tuloksia on analysoitu kahden mallin kautta, joista ensimmäinen pyrkii selittämään viiden pörssipäivän CAAR-tuottoja ja jälkimmäinen 100 pörssipäivän BHAAR-tuottoja. Alla ensimmäisestä (CAAR 5) regressiomallista saatuja tuloksia:

Taulukko 3 Regressiomalli 1

Malli 1	Oikaistu regressiokerroin	t-arvo	p-arvo
Vakio ****	0,037 *	2,100	0,038 *
Käyttökate	-0,148	-1,667	0,098
Velka/OPO	-0,125	-1,232	0,220
Quick ratio	-0,018	-0,179	0,858
F-testi	1,810		
R2	0,042		
Oikaistu R2	0,019		

\*  $p < 0,05$

\*\*  $p < 0,01$

\*\*\*  $p < 0,001$

\*\*\*\* oikaisematon reg.kerroin

Kuten taulukosta ilmenee yksikään kontrollimuuttujista ei korreloi tilastollisesti merkitsevällä tasolla viiden pörssipäivän CAAR-tuottojen kanssa. Regressioanalyysin selityksasteen ollessa ainoastaan 1,9% voidaan todeta, että viiden pörssipäivän keskimääräiset epänormaalit kumulatiiviset tuotot eivät ole selitettävissä käyttökateen, velkaantumisasteen tai quick ration avulla. Toisessa regressiomallissa 100 pörssipäivän BHAAR-tuottoja analysoitaessa kontrollimuuttujien joukkoon lisättiin julkaisupäivän epänormaali tuotto (CAAR 0). Muuttuja lisättiin lyhyen ja pitkän aikajänteen epänormaalien tuottojen välisen suhteen tutkimiseksi. Toisin sanoen haluttiin selvittää, kuinka suuri osa 100 päivän BHAAR-tuotoista on selitettävissä julkaisupäivän epänormaalilla tuotolla. Toisen regressiomallin (BHAAR 100) tulokset ovat seuraavat:

Taulukko 4 Regressiomalli 2

Malli 2	Oikaistu regressiokerroin	t-arvo	p-arvo
Vakio	-0,082	-1,851	0,067
Käyttökate	-0,016	-0,197	0,844
Velka/OPO	0,228 *	2,482	0,014 *
Quick ratio	0,101	1,122	0,264
CAAR 0	0,471 ***	5,856	0,000 ***
F-testi	9,299		
R2	0,231		
Oikaistu R2	0,206		

\* p &lt; 0,05

\*\* p &lt; 0,01

\*\*\* p &lt; 0,001

\*\*\*\* oikaisematon reg.kerroin

BHAAR 100 -tuottoja selittävä regressiomalli 2 pystyy selittämään ensimmäistä mallia paremmin epänormaalien tuottojen ja valittujen muuttujien välistä yhteyttä. Mallin oikaistu selitysaste nousee 20,6 prosenttiin, mikä on huomattavasti korkeampi kuin ensimmäisen mallin 1,6%. Käyttökate ja quick ratio eivät pysty tässäkään tapauksessa selittämään epänormaaleja tuottoja, mutta BHAAR 100 ja CAAR 0 -tuottojen välillä on havaittavissa tilastollisesti erittäin merkitsevä yhteys, jonka lisäksi muuttujan *velka/opo* ja BHAAR 100 -tuottojen välinen suhde on melkein tilastollisesti merkitsevä p-arvon ollessa 1,4% ( $p < 0,05$ ). Julkaisupäivän epänormaalien tuottojen (CAAR 0) regressiokertoimeksi määrittyy 0,471, mikä tarkoittaa, että 100 pörssipäivän BHAAR nousee mallin mukaan 0,471 yksikköä julkaisupäivän epänormaalien tuottojen noustessa yhden yksikön. Saatu tulos on tilastollisesti erittäin merkitsevä, sillä merkitsevyystaso on alle 0,1% ( $p < 0,001$ ). Seuraavat taulukot kuvaavat toisen regressiomallin muuttujien välisiä korrelaatiokertoimia ja kyseisten kertoimien merkitsevyystasoja:

Taulukko 5 Regressiomalli 2 korrelaatiokerroimet

**Pearsonin korrelaatiokerroin**

Malli 2	BHAAR 100	CAAR 0	Käyttökate	Quick Ratio	Velka/OPO
BHAAR 100	1,000	0,438 ***	-0,016	0,042	0,087
CAAR 0	0,438 ***	1,000	-0,077	0,105	-0,193 *
Käyttökate	-0,016	-0,077	1,000	-0,002	0,16 *
Quick ratio	0,042	0,105	-0,002	1,000	-0,473 ***
Velka/OPO	0,087	-0,193 *	0,16 *	-0,473 ***	1,000

\* p < 0,05  
 \*\* p < 0,01  
 \*\*\* p < 0,001

Taulukko 6 Regressiomalli 2 merkitsevyytasot

**p-arvo (yhden otoksen)**

Malli 2	BHAAR 100	CAAR 0	Käyttökate	Quick Ratio	Velka/OPO
BHAAR 100	.	0,000 ***	0,430	0,318	0,163
CAAR 0	0,000 ***	.	0,193	0,118	0,014 *
Käyttökate	0,430	0,193	.	0,490	0,035 *
Quick ratio	0,318	0,118	0,490	.	0,000 ***
Velka/OPO	0,163	0,014 *	0,035 *	0,000 ***	.

\* p < 0,05  
 \*\* p < 0,01  
 \*\*\* p < 0,001

Muuttujien välisiä korrelaatioita tarkasteltaessa huomataan, että tilastollisesti merkitsevästi korreloivat BHAAR 100 ja CAAR 0 (0,438), sekä quick ratio ja velka/OPO (-0,473). Molempien korrelaatiokerroimien merkitsevyytaso on alle 0,1% ( $p < 0,001$ ). Quick ration ja velkaantumisasteen välinen korrelaatio ei ole tutkimuksen kannalta merkityksellinen. Kyseisten muuttujien välinen korrelaatio on luonnollinen, sillä quick ratio (lyhytaikaiset varat – lyhytaikaiset velat) on yhteydessä velkaantumiseen. Käyttökate ja velka/opo korreloivat lähes tilastollisesti merkitsevällä tasolla.

Yhteenvedon voidaan todeta, että tutkimukseen valitut kannattavuuden, maksuvalmiuden ja vakavaraisuuden tunnusluvut eivät pysty selittämään yrityskaupan jälkeisiä epänormaaleja tuottoja lyhyellä, eikä myöskään pitkällä aikajänteellä. Analyysi kuitenkin osoitti lyhyen ja pitkän aikajänteen epänormaalien tuottojen välisen tilastollisesti merkitsevän yhteyden. Tämä viittaa siihen, että teoriaosassa esitelty *post-earnings-announcement drift* (Ball & Brown, 1968)

voisi päteä tämän otoksen yrityskauppoihin. Ilmiön tarkempi analysointi ilman lisätutkimusta ei ole kuitenkaan perusteltua.

### 5.3 Tulokset toimialoittain

Toimialakohtaisesti tarkasteltuna merkittäviä eroavaisuuksia toimialaluokkien välillä ei ole havaittavissa. Esimerkiksi AAR 0 -tuottoja tarkasteltaessa varianssi-analyysi ei löydä tilastollisesti merkitseviä eroja toimialaluokkien välillä. Vaikka tilastollisesti merkitseviä yhteyksiä ei löydy tukevat havainnot aiemmista tutkimuksista saatuja tuloksia. Seuraava taulukko kuvaa toimialakohtaisia BHAAR-tuottoja 90 päivän aikajänteellä. Taulukon julkaisupäivän tuotto vastaa AAR 0-tuottoa.

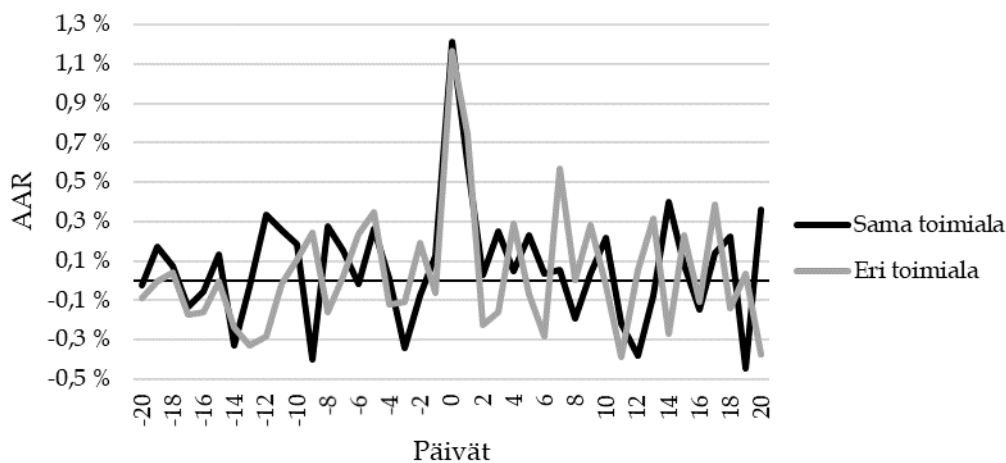
Taulukko 7 BHAAR-tuotot toimialoittain

BHAAR	Päivää					
	0	10	30	50	70	90
Kuluttajatuotteet ja -palvelut	1,64 %	4,90 %	9,53 %	8,95 %	9,77 %	13,57 %
Teollisuustuotteet	2,56 %	4,72 %	4,08 %	3,48 %	4,25 %	4,98 %
Muut	1,39 %	3,07 %	2,10 %	4,55 %	4,11 %	4,36 %
Korkea teknologia	2,51 %	3,88 %	3,48 %	3,27 %	1,89 %	2,15 %
Kiinteistöala	-1,19 %	0,95 %	1,28 %	2,24 %	0,84 %	1,75 %
Energiateollisuus	1,47 %	-0,49 %	-4,83 %	-4,01 %	-2,78 %	0,51 %
Materiaalit	0,17 %	-0,13 %	1,72 %	1,38 %	-0,62 %	0,00 %
Päivittäistavarakauppa	1,50 %	3,12 %	8,41 %	8,17 %	3,46 %	-1,62 %

Toimialat on järjestetty 90 päivän BHAAR-tuottojen suuruuden mukaan. Selvästi merkittävimmät tuotot ovat *kuluttajatuotteet ja -palvelut* -segmentissä. Tarkastelujakson aikajänne on kuitenkin erittäin pitkä, joten yrityskaupan vaikutusta on haastava todistaa. Heikoiten kyseisellä ajanjaksolla ovat suoriutuneet energiateollisuus, materiaalit ja päivittäistavarakauppa. Päivittäistavarakaupan segmentti on ainut negatiivisen tuoton saanut toimiala. Julkaisupäivänä parhaiten tuottavia toimialoja ovat olleet teollisuustuotteet ja korkea teknologia. Havainto tukee Schiffbauerin, Siedschlagin ja Ruanen (2017) saamia tuloksia siitä, että T&K-painotteiset kohdeyhtiöt ovat kannattavampia ostokohteita muihin yhtiöihin verrattuna. Korkean teknologian alalla tuotekehitys on kiistatta avainasemassa liiketoiminnan pitkäjänteen suunnittelun näkökulmasta. Myös teollisuustuotteet vaativat jatkuvaa tutkimus- ja kehitystyötä, jotta markkinoiden kehityksen vauhdissa on mahdollista pysyä. Teollisuustuotteiden segmentissä T&K-toimintaan panostaminen on kuitenkin enemmän yrityskohtaista, jolloin täysin varmoja asiasta ei voida olla. Tutkijat kuitenkin totesivat artikkelissaan, että T&K-toimintaa koskeva havainto pätee pääasiassa tuotantoyhtiöiden kohdalla (Schiffbauer,

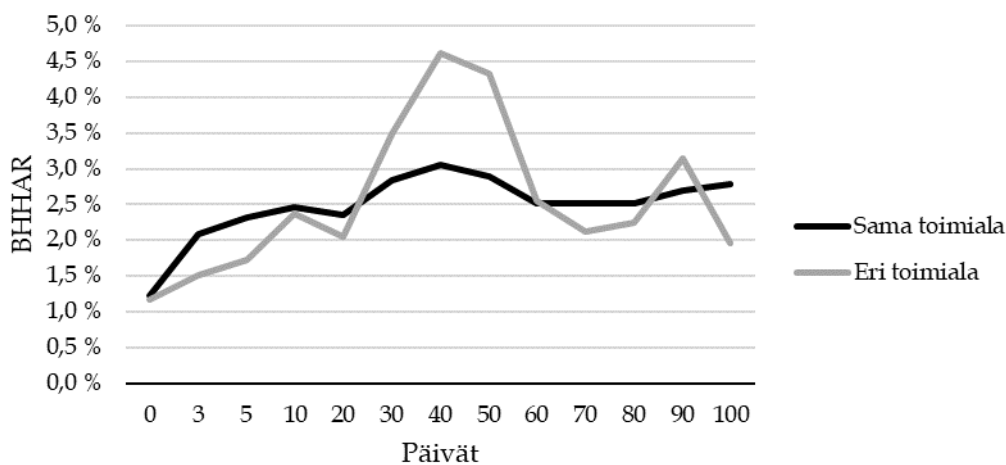
Siedschlag & Ruane, 2017). Tämän otoksen teollisuustuote-segmentin yritykset ovat pääasiassa tuotantoyhtiöitä.

Edellisen lisäksi tässä tutkielmassa haluttiin tutkia toimialarajat ylittävien kauppojen onnistumista. Kuten teoriakappaleessa todettiin, voidaan yrityskaupalla hakea leveyttä tuoteportfolioon, tai esim. inhimillistä osaamista toiselta toimialalta. Seuraava kuvaaja vertailee samalla toimialalla ja toimialarajat ylittäviä yritysostoja ja ostojen onnistumista:



Kuvio 7 AAR-tuotot toimialoittain

Kuten kuvaajasta ilmenee ovat julkaisupäivän AAR-tuotot lähes identtisiä, eikä eroavaisuuksia ryhmien välillä ole päässyt syntymään. Otoksen yritysostojen kohdalla ei siten ole nähtävissä viitteitä siitä, että diversiteettiin tähtäävät yritysostot olisivat muita ostoja onnistuneempia ainakaan lyhyellä aikajänteellä. BHAAR-tuottojen kohdalla pieniä eroavaisuuksia löytyy, mutta ei merkitsevällä tasolla. Seuraava kuvaaja esittää pidemmän aikajänteen tilannetta:



Kuvio 8 BHAAR-tuotot sama toimiala/eri toimiala

Ryhmien väliset BHAAR-tuotot pysyvät samassa linjassa aina 30 pörssipäivään asti, jonka jälkeen toimialarajat ylittävät kaupat näyttäisivät suoriutuvan hieman paremmin, kunnes tilanne taas tasoittuu 60 pörssipäivän jälkeen.

Yhteenvedona voidaan todeta, että kaupan kohteena olevan yhtiön toimiala ei vaikuta tilastollisesti merkitsevällä tasolla epänormaalien tuottojen suuruuteen. Tästä huolimatta epänormaalit tuotot olivat keskiarvoa suurempia mm. korkean teknologian ja teollisuuden aloilla (T&K-painotteiset alat), mikä tukee aiemmista tutkimuksista saatuja tuloksia. Toimialarajat ylittävien ja saman toimialan välisten kauppojen epänormaalit tuotot olivat identtisiä, joten nollahypoteesi jää siltä osin voimaan.

## 5.4 Tulokset markkina-alueittain

Kuten aiemmin mainittiin ovat tutkimuksessa esitetyt markkina-alueet Pohjois-Amerikka, Suomi, Ruotsi, muu Eurooppa ja muut. Maa-, tai maanosakohtaista jaottelua ei ollut mahdollista toteuttaa, sillä osa ryhmistä sisälsi liian vähän havaintoja. Seuraava taulukko kuvaa markkina-aluekohtaisia BHAAR-tuottoja 0-90 pörssipäivän aikajänteellä kaupan julkaisupäivästä:

Taulukko 8 BHAAR-tuotot markkina-alueittain

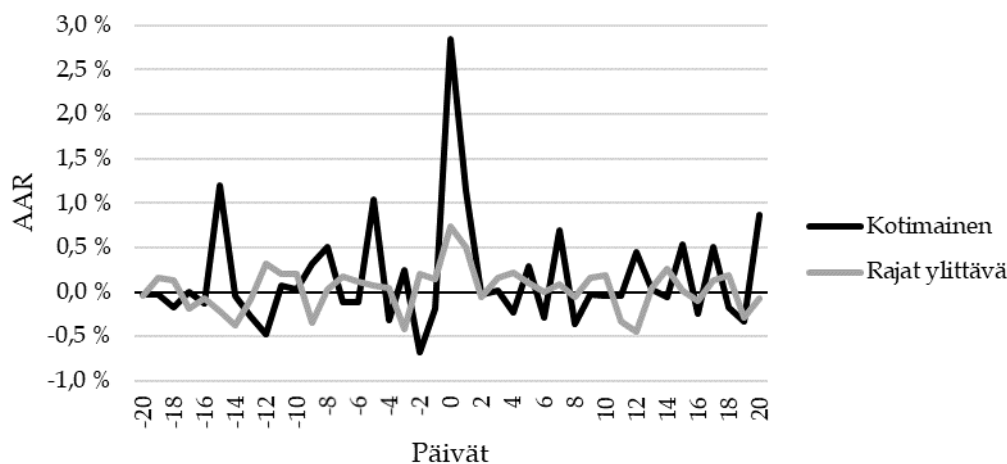
BHAAR	Päivää					
	0	10	30	50	70	90
Pohjois-Amerikka	1,0 %	2,1 %	1,2 %	1,9 %	5,9 %	6,4 %
Suomi	2,8 %	4,1 %	5,4 %	7,4 %	4,7 %	5,4 %
Muut	0,4 %	1,5 %	1,0 %	-0,6 %	0,5 %	1,8 %
Ruotsi	-0,7 %	0,6 %	3,0 %	3,2 %	2,1 %	1,1 %
Muu Eurooppa	1,3 %	2,8 %	3,0 %	2,6 %	0,3 %	1,1 %

Taulukkoa tulkittaessa voidaan huomata, että Pohjois-Amerikkaan ja Suomeen kohdistuneiden kauppojen 90 päivän BHAAR-tuotot ovat olleet selvästi muita markkina-alueita suurempia. Suomalaisten yrityskauppojen tuottojen ollessa keskiarvoa korkeampia heti julkaisuhetkestä lähtien, on Pohjois-Amerikkaan kohdistuneiden kauppojen arvo syntynyt vasta 50 pörssipäivän jälkeen. Tässäkin tapauksessa saatuun tulokseen on syytä suhtautua varauksella, sillä tapahtumatuotkimuksen selitysasteen luotettavuus laskee tarkastelujakson venyessä (MacKinlay, 1997). Saatu tulos on kuitenkin linjassa aiempien tutkimustulosten kanssa. Jo aiemmin esitellyn Harrisin ja Ravenscraftin (1991) artikkelin mukaan ulkomaiset ostajat ovat nauttineen kotimaisia suurempia epänormaaleja tuottoja Yhdysvaltalaisilla markkinoilla. Toinen mielenkiintoinen seikka nousee esille lyhyen aikajänteen BHAAR-arvoja tarkasteltaessa. Markkina-alue *muut* saa arvoksi 0,4%, mikä jää selvästi keskiarvoa heikommalle tasolle. Luokka sisältää Sin-



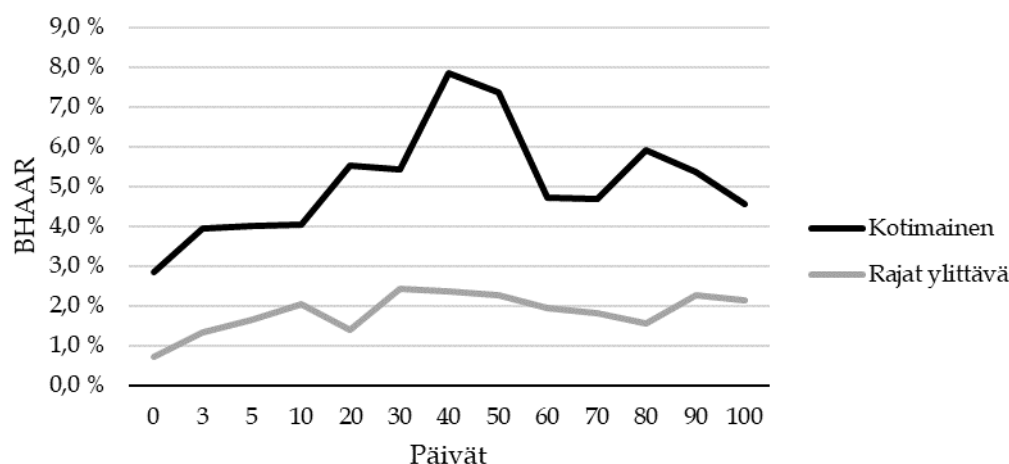
gaporeen, Brasiliaan, Venäjälle, Etelä-Afrikkaan, Kiinaan, Hong Kongiin ja Intiaan kohdistuneita kauppoja. Havainto tukee aiemmin saatuja tuloksia, sillä Yilmazin ja Tanyerin (2016) mukaan vähemmän kehittyneille markkinoille keskittyneet yritysostot tuottavat heikommin epänormaaleja tuottoja kehittyneille markkinoille allokoituneisiin kauppoihin verrattuna. Varsinkin Brasilian ja Intian kaltaiset valtiot ovat kiistämättä kehityksessä esimerkiksi eurooppalaisia, tai pohjois-ameriikkalaisia valtioita jäljessä. Helsingin pörssissä on siten havaittavissa ainakin lievää skeptisyyttä kyseisiä valtioita kohtaan. Kehittymättömiin valtioihin sijoittamisen riski on korkeampi, mikä saattaa tässä tapauksessa heijastua ostajayhtiöiden pörssikursseihin. Tulos on kuitenkin suuntaa antava, sillä ryhmä sisältää ainoastaan 11 havaintoa.

Lyhyen aikajänteen epänormaaleja tuottoja tarkasteltaessa voidaan todeta, että kotimaiset yritysostot ovat menestyneet erityisen hyvin muihin markkina-alueisiin nähden. Seuraava kuvaaja esittää kotimaisten yritysostojen päivittäisten keskimääräisten epänormaalien tuottojen suhdetta muuhun otokseen:



Kuvio 9 AAR-tuotot kotimaiset/rajat ylittävät

Otoksen kotimaisten yritysostojen julkaisupäivän epänormaali tuotto on ollut 2,84%. Rajat ylittävien yritysostojen vastaavaksi arvoksi saatiin 0,73%. Julkaisupäivää välittömästi seuraavan päivän keskimääräinen epänormaali tuotto on vastaavasti ollut kotimaisilla kaupoilla 1,14% muun otoksen jäädessä tasan puoleen prosenttiin. Kahden päivän CAAR-tuotto kotimaisilla yritysostoilla on siten peräti 3,98%, eli 2,75% enemmän, kuin rajat ylittävillä kaupoilla samalla ajanjaksoilla. Viiden päivän CAAR-tuotolla (4,01% vs. 1,66%) laskettuna tulos on lähes tilastollisesti merkitsevä (p-arvo<0,10). Seuraava kuvaaja kuvaa samaa ilmiötä pidemmällä aikajänteellä:



Kuvio 10 BHAAR-tuotot kotimaiset/rajat ylittävät

Kuvaaja kertoo kotimaisten kauppajien BHAAR-tuottojen olleen korkeimmillaan peräti 7,9% 40 pörssipäivän kohdalla. Kyseisenä ajankohtana ryhmien välinen ero on kasvanut jopa 5,5 prosenttiin, josta se lähtee tasoittumaan 100 pörssipäivää lähestyttäessä. Varsinkin lyhyen aikajänteen keskimääräisiä epänormaaleja tuottoja kotimaisilla yritysostomarkkinoilla voidaan pitää merkittävänä. Ilmiötä voidaan selittää ainakin osittain suomalaista osakesijoittamista kuvaavalla ilmiöllä. Varsinkin suomalaisilla piensijoittajilla on tapana sijoittaa kotimarkkinoille erilaisista syistä. Mm. talouselämä uutisoi maaliskuussa 2018, miten 30% suomalaisista sijoittajista sijoittaa ainoastaan kotimaisille markkinoille (Talouselämä. 23.3.2018). Kyseisen kyselytutkimuksen mukaan yleisimmät syyt kotimaisten osakkeiden valintaan ovat suomalaisten osakemarkkinoiden parempi tuntemus ja se, että suomalaiset osakkeet tuntuvat sijoittajien mielestä ulkomaisia osakkeita turvallisemmilta sijoituskohteilta. Tutkielman teoriaosassa esitelty kilpailudynamiikan ja evolutionäärisen kehityksen organisaatioteoriat tukevat ajatusta. Kilpailudynamiikan näkemyksen mukaan erittäin yksinkertaiset ja erittäin monimutkaiset strategiset toimet onnistuvat keskimääräistä paremmin. Evoluutionäärisen näkemyksen mukaan yhtiöiden mahdollisuudet muutoksille ovat rajalliset, joten liian suuret muutokset ovat lähtökohtaisesti mahdottomia tai vähintään haastavia toteuttaa. Vaikuttaisi siltä, että sijoittajat luottavat myös yritysostoissa kotimaisiin hankintoihin mahdollisesti juuri luotettavuuden, yksinkertaisuuden ja kohdeyhtiöiden paremman tuntemuksen myötä. Tämä on mielenkiintoinen näkökulma jatkotutkimusaiheita ajatellen.

## 5.5 Yhteenveto

Yhteenvetona voidaan todeta sekä lyhyen että pitkän aikajänteen epänormaalien tuottojen olleen selvästi positiivisia. Varsinkin muutaman päivän aikajänteen

epänormaalit tuotot olivat merkittäviä. Tulosten mukaan kymmenennestä pörssipäivästä lähtien epänormaalien tuottojen kehitys oli keskimääräisesti olematonta ja 100 pörssipäivää lähestyttäessä epänormaalien tuottojen kehitys kääntyi laskuun. Toimialoittain tarkasteltuna saaduista tuloksista ei löytynyt merkittäviä eroavaisuuksia. Varsinkin sama toimiala/eri toimiala -jaottelulla epänormaalit tuotot olivat käytännössä lähes identtiset. Mielenkiintoista oli kuitenkin se, että varsinkin lyhyellä aikajänteellä T&K-painotteinen korkean teknologian segmentti sai selvästi korkeampia epänormaaleja tuottoja keskimääräisiin arvoihin verrattuna. Havainto tukee hypoteesia tutkimus- ja kehitystoimintaan panostaviin kohdeyhtiöihin keskittyvien yritysostojen korkeammista epänormaaleista tuotoista, vaikka tilastollista merkitsevyyttä ei tässä tutkimuksessa kuitenkaan löytynyt. Toimialakohtaisesta tarkastelusta poiketen markkina-alueanalyysistä saatiin asetettuihin hypoteeseihin nähden ristiriitaisia tuloksia. Markkina-aluekohtaisten tulosten mukaan kotimaiset yritysostot olivat selvästi onnistuneempia rajat ylittäviin nähden. Tulosta voidaan pitää yllättävänä, sillä aiempien tutkimusten valossa epänormaalit tuotot ovat olleet merkittävämpiä ulkomaille kohdistuvien yritysostojen kohdalla. Kyseessä saattaa siten olla suomalaisen markkinan erityispiirre. Myös hypoteesia tukevia havaintoja saatiin, sillä markkina-alueen *muut* epänormaalit tuotot olivat heikoimpien joukossa. Kyseinen markkina-alue pitää sisällään elintasolla mitattuna heikommin menestyviä maita muihin markkina-alueisiin verrattuna. Havainto tukee hypoteesia kehittyneisiin maihin kohdistuneiden kauppojen korkeammista epänormaaleista tuotoista. Tilastollisesti merkitsevää yhteyttä ei kuitenkaan tässäkään tapauksessa ollut löydettävissä ja tulos on suuntaa antava pienen ryhmäkoon vuoksi.

## 6 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli tutkia Helsingin pörssissä toimeenpantujen yritysostojen onnistumista ostajayhtiön markkina-arvolla mitattuna. Tutkimuksen otokseen valittiin kaikki vuosina 2000–2017 Helsingin pörssissä toimeenpantut teolliset yritysostot, joiden kauppahinta oli vähintään 50 miljoonaa Yhdysvaltain dollaria. Lisäksi valikoitumisen ehtona oli kaupan kohdeyhtiön määräysvallan siirtyminen ostavalle yhtiölle. Kansainvälisesti yrityskauppojen luomaan arvonkehitykseen keskittyviä tutkimuksia on tehty laaja-alaisesti, mutta Suomessa vastaava tutkimuskenttä on jäänyt vähemmälle huomiolle. Tutkimustavoitteen täyttämiseksi tälle pro gradu -tutkielmalle määriteltiin seuraavat tutkimuskysymykset:

- 1) Ovatko teolliset yritysostot luoneet arvoa osakkeenomistajille Helsingin pörssissä?
- 2) Onko teollisen yritysoston tuoma arvo kytköksissä toimiala- ja markkina-aluesidonnaisiin tekijöihin?

Kuten tutkimuskysymyksistä käy ilmi, oli tutkimuksen tavoitteena paneutua otoksen yrityskauppojen onnistumiseen yleisellä tasolla, mutta tuloksia haluttiin tarkastella myös toimiala- ja markkinakohtaisesti. Tämän tutkielman regressio- ja varianssianalyysien avulla pyrittiin löytämään tilastollisesti merkitseviä korrelaatioita epänormaalien tuottojen ja toimiala-/markkina-alueryhmien väliltä. Aiheeseen linkittyviin tutkimuksiin perehtymisen jälkeen päädyttiin kolmeen päähypoteesiin, joiden kautta tutkimuskysymyksiä lähestyttiin. Ensimmäinen hypoteesi kuului seuraavasti:

**Hypoteesi 1.** Otoksen keskimääräiset epänormaalit tuotot ovat olemattomia.

Aiemmista yrityskauppojen luomaa arvoa tarkastelleista tutkimuksista on saatu pääsäännön mukaan tuloksena negatiivisia epänormaaleja tuottoja (Akhtas, Bodt & Roll, 2010; Drymbetas & Kyriazopoulos, 2014; Hackbarth & Morellec, 2008;

Kaplan & Weisbach, 1992). Tutkimukset ovat kuitenkin osoittaneet, että myös positiivisia epänormaaleja tuottoja on esiintynyt, sillä esimerkiksi kaikki tämän tutkielman kirjallisuuskatsaukseen valikoituneet kiinalaisia ostajayhtiöitä tarkastelleet tutkimukset ovat saaneet ainoastaan positiivisia tuloksia (Bhabran & Huang, 2016; Tao, Liu & Xia, 2016). Lisäksi tutkielman teoriaosassa esitellyn hubris-teorian mukaan yrityskaupalla on tapana tuhota yritysjärjestelyyn osallistuvien yhtiöiden arvoa (Roll, 1986). Aiemmistä tutkimuksista saaduista tuloksista poiketen tämän pro gradu -tutkielman tulokset olivat selvästi positiivisia. Tuloksena saatu viiden päivän CAAR oli 2,18%, mikä tarkoittaa ensimmäisen hypoteesin kumoutuvan tässä aineistossa. Tuloksen merkitsevyyttä nostaa myös se, että kyseessä ovat tapahtumaikkunan välittömässä läheisyydessä olevat tuotot. Mitä lyhyemmästä tarkastelujaksosta on kysymys, sitä todennäköisemmin epänormaalit tuotot ovat yrityskaupan aiheuttamia. Lyhyen aikajänteen lisäksi tässä tutkielmassa tarkasteltiin epänormaaleja tuottoja myös pitkällä, 100 pörssi-päivän aikajänteellä. Koko otoksen keskiarvona saatu BHAAR 100 -arvo oli 2,7%. Tulos on selvästi positiivinen, mutta aikajanaa tarkasteltaessa voidaan huomata epänormaalien tuottojen syntyneen pääasiassa yrityskaupan välittömässä läheisyydessä. Tämän johdosta BHAAR 100 -tulosta ei voida pitää erityisen merkittävänä. Mielenkiintoista on kuitenkin se, että lineaarisella regressioanalyysillä tarkasteltuna julkaisupäivän AAR 0 -tuotto selittää tilastollisesti merkitsevällä tasolla korkeaa BHAAR 100 -tuottoa. Havainto viittaa siihen, että yrityskaupan luoma arvo on pysyvää ainakin 100 pörssipäivän ajan. Koko aineiston keskimääräisiä tuloksia tarkasteltaessa saadut tulokset viittaavat siihen, että tutkimuksen teoriaosassa esitelty hubris-teoria ei päde Suomen markkinoilla. Tutkimustulosten mukaan ensimmäinen hypoteesi kumoutuu sekä lyhyellä että pitkällä aikajänteellä.

Otoksen yleisen analysoinnin lisäksi tässä tutkimuksessa haluttiin pureutua markkina- ja toimialatekijöiden mahdolliseen yhteyteen epänormaalien tuottojen selittäjänä. Aiemmistä tutkimuksista nousi esiin muutamia tekijöitä, jotka haluttiin nostaa hypoteeseihin tutkimuskysymykseen vastaamisen tueksi. Ensimmäinen kahdesta jälkimmäisestä hypoteesista oli seuraava:

**Hypoteesi 2.** Epänormaalit tuotot ovat korkeampia maan rajat ylittävissä yrityskaupoissa varsinkin, kun kohdeyhtiö sijaitsee kehittyneillä markkinoilla.

Kaupan kohdeyhtiöiden markkina-alueita tarkasteltaessa aiemmista aiheeseen liittyvistä tutkimuksista nousi esiin kaupan kohdevaltion kehittyneisyys ja siihen linkittyvä riski. Toisin sanoen aiemmat tutkimustulokset ovat osoittaneet kehittyneille kohdemarkkinoille kohdistuneiden kauppohen luoneen enemmän epänormaaleja tuottoja kehittymättömiin markkinoihin verrattuna (Tao, Liu & Xia, 2016; Yilmaz & Tanyeri, 2016). Taon, Liun ja Xian saamat tulokset viittasivat myös siihen, että ulkomaille kohdistuneet yrityskaupat ovat tuottaneet enemmän epänormaaleja tuottoja kotimaisiin kauppohen verrattuna. Tämän tutkimuksen tuloksista nousi esiin sekä hypoteesia tukevia että hypoteesista poikkeavia tulok-

sia. Ensinnäkin huomattiin, että kohdemarkkina *muut* oli heikoimmin menestyvien markkina-alueiden joukossa julkaisupäivän epänormaalien tuottojen jäädessä 0,4 prosenttiin (koko otos 1,2%). Saatu tulos tukee hypoteesia, sillä kyseinen markkina-alue pitää sisällään valtioita, joiden kehittyneisyys on otoksen heikoimmasta päästä. Tulokseen tulee kuitenkin suhtautua varauksella, sillä varianssianalyysin mukaan saatu tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä. Rajat ylittävien kauppojen osalta saadut tulokset olivat kuitenkin asetetun hypoteesin vastaisia, sillä tämän tutkimuksen otoksen mukaan kotimaiset, eli suomalaiset yritysosot ovat olleet lähes tilastollisesti merkitsevällä tasolla muita kauppvoja kannattavampia osakkeen arvonkehityksen näkökulmasta. Otoksen kotimaisten yrityskauppojen epänormaali tuotto on ollut kaupan julkaisupäivänä keskimäärin 2,11% korkeampi muihin otoksen kauppvoihin verrattuna. Saatu tulos merkitsee myös toisen hypoteesin kumoutumista. Aiemmistä tutkimuksista ei ole saatu vastaavia tuloksia ja vaikuttaisi siltä, että kyseessä on Suomen yrityskaupparmarkkinan erityispiirre. Havaintoa tukee kuitenkin kilpailudynaamisen organisaatioteorian yhteydessä esitelty Ferrierin ja Leen (2002) tekemä tutkimus, jonka mukaan strategiset toimenpiteet ovat olleet onnistuneita varsinkin erittäin yksinkertaisten ja monimutkaisten strategisten toimien kohdalla. Tästä tutkimuksesta saadut korkeat epänormaalit tuotot voivat mahdollisesti liittyä markkinoiden näkemykseen yritysjärjestelyn integraatiovaiheen onnistumisesta. On mahdollista, että osakkeenomistajat pitävät kotimaisia yrityskauppoja yksinkertaisempina ja siten riskittömimpinä. Näkemyksen vahvistaminen vaatii kuitenkin ilmiön perusteellisempaa tutkimista. Kohdemarkkinan lisäksi tässä tutkimuksessa keskityttiin myös kohdeyhtiön toimialatekijöihin. Kolmas ja viimeinen hypoteesi oli seuraava:

**Hypoteesi 3.** Tutkimus- ja kehityskeskeisille toimialoille keskittyvien kauppojen epänormaalit tuotot ovat keskimääräistä korkeampia.

Aiemmista aiheeseen liittyvistä tutkimuksista nousi esiin yksi kohdeyhtiön toimialasidonnainen tekijä, joka oli selvästi ylitse muiden. Tutkimustuloksista on nimittäin noussut esiin, että kaupan kohteena olevan yhtiön T&K-toiminnan laajuudella näyttäisi olevan yhteyttä yrityskaupan onnistumisen kanssa. Schiffbauerin, Siedschlagin ja Ruanen (2017) mukaan vahvasti T&K-toimintaan keskittyvistä yhtiöistä maksetaan keskimäärin korkeampaa kauppahintaa, mutta kaupat ovat tästä huolimatta nauttineet keskimääräistä korkeampia epänormaaleja tuottoja. Tämän tutkimuksen toimialajaottelun T&K-painotteisimpina toimialoina voidaan pitää toimialoja *korkea teknologia* ja *teollisuustuotteet*. Varsinkin korkean teknologian toimiala on vahvasti tutkimus- ja kehityspainotteinen, sillä kyseinen markkina elää uusista innovaatioista ja teknologioista. Tästä tutkimuksesta saadut tulokset vahvistavat kolmannen hypoteesin pätevyyden tutkimukseen valikoituneen aineiston kohdalla. Varsinkin tapahtumapäivän epänormaaleja tuottoja tarkasteltaessa nousi esiin, että toimialoista nimenomaan *teollisuustuotteet* (AAR 0 2,56%) ja *korkea teknologia* (AAR 0 2,51%) saivat selvästi keskimääräistä korkeampia epänormaaleja tuottoja. Tulokseen tulee kuitenkin suhtautua varauksella, sillä varianssianalyysin avulla ei löydetty tilastollisesti merkitseviä

eroja toimialaluokkien väliltä. Voimme kuitenkin varovaisesti todeta, että aieman tutkimustyön ja tämän tutkimuksen tulosten valossa vaikuttaisi siltä, että T&K-toimintaan panostavat yhtiöt ovat hyviä yrityskaupan kohteita sijoittajien aiheuttaman markkinareaktion näkökulmasta. Edellisen lisäksi toimialakohtaisissa analyysissä tarkasteltiin toimialarajat ylittävien kauppajen aiheuttamia epänormaaleja tuottoja. Tulosten perusteella toimialarajat ylittävät kaupat eivät saaneet korkeampia epänormaaleja tuottoja samalla toimialalle kohdistuviin kauppoihin verrattuna.

Jatkotutkimusaiheita silmällä pitäen tämän tutkielman tuloksista nousi esiin mielenkiintoisia havaintoja. Ensinnäkin Suomen yrityskauppamarkkinan kannalta mielenkiintoista olisi perehtyä kotimaisten yrityskauppajen korkeisiin epänormaaleihin tuottoihin ja tuottoja aiheuttaviin tekijöihin. Aiemmistä tutkimuksista saatujen tulosten perusteella ulkomaille kohdistuneet kaupat ovat olleet pääsäännön mukaan osakkeen arvonkehityksellä tarkasteltuna kotimaisia kannattavampia, joten Suomen yrityskauppamarkkina vaikuttaisi tämän suhteen poikkeukselliselta. Edellisen lisäksi potentiaalinen jatkotutkimusaihe liittyy myös lyhyen ja pitkän aikajänteen epänormaalien tuottojen väliseen yhteyteen. Tarkemmin ottaen siihen, kuinka hyvin yrityskaupan lyhyen aikajänteen epänormaali tuotot toimivat pidemmän aikajänteen epänormaalien tuottojen ennustajina. Suurin osa yrityskaupan onnistumista mittaavista tutkimuksista painottuu epänormaaleihin tuottoihin tietyllä valitulla aikajänteellä, mutta ei ota kantaa lyhyen ja pitkän aikajänteen tuottojen väliseen yhteyteen. Ilmiötä olisi mielekästä tarkastella esim. työn teoriaosassa tarkemmin esitellyn *post-earnings-announcement drift* -teorian kautta. Teorian avulla lyhyen ja pitkän aikajänteen tuottojen välistä yhteyttä on mahdollista tutkia markkinoiden tehokkuuden näkökulmasta. Mielenkiintoista olisi selvittää, ovatko pitkän aikajänteen korkeat epänormaali tuotot esim. onnistuneen integraatioprojektin ansiota, vai onko kysymyksessä ainoastaan sijoittajien myöhäinen reaktio yrityskaupan julkaisutiedotteeseen. Jälkimmäisessä tapauksessa tutkimuksessa voitaisiin perehtyä myös anomalian taustalla vallitseviin tekijöihin ja sijoittajakäyttäytymisen yleiseen irrationaalisuuteen.

## LÄHTEET

- Aczel, A. D. & Sounderpandian, J. (2009). *Complete Business Statistics*. New York: The McGraw-Hill Companies Inc.
- Aktas, N., De Bodt, E. & Roll, R. (2005). *Hubris, Learning, and M&A Decisions*. IDEAS Working Paper Series from RePEc, haettu osoitteesta <https://cloud-front.escholarship.org/dist/prd/content/qt7j94111c/qt7j94111c.pdf>.
- Aktas, N., De Bodt, E. & Roll, R. (2010). Serial Acquirer Bidding: An Empirical Test of the Learning Hypothesis. *Journal of Corporate Finance*, 17 (1), 18-32.
- Alhenawi, Y. & Krishnaswami, S. (2015). Long-Term Impact of Merger Synergies on Performance and Value. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 58 (1), 93-118.
- Ball, R. & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6 (2), 159-178.
- Barber, B. M. & Lyon, J. D. (1997). Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics. *Journal of Financial Economics*, 43 (1), 341-372.
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17 (1), 99-120.
- Bernard, V. L. & Thomas, J. K. (1989). Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium? *Journal of Accounting Research*, 27 (1), 1-36.
- Bhabra, H. S. & Huang, J. (2013). An Empirical Investigation of Mergers and Acquisitions by Chinese Listed Companies, 1997-2007. *Journal of Multinational Financial Management*, 23 (1), 186-207.
- Binder, J. J. (1998). The Event Study Methodology Since 1969. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11 (1), 111-137.
- Brouthers, K. D., van Hastenburg P. & van den Ven, J. (1999). If Most Mergers Fail Why Are They so Popular? *Long Range Planning*, 31 (3), 347-353.
- Brown, S. J. & Warner, J. B. (1980). Measuring Security Price Performance. *Journal of Financial Economics*, 8 (1), 205-258.
- Cartwright, S. & Schoenberg, R. (2006). 30 Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management* 17 (01), 1-6.
- Chen, M.-J. (1996). Analysis and Interfirm Rivalry: Toward a Theoretical Integration. *The Academy of Management Review*, 21 (1), 100-134.
- Chen, M.-J. & MacMillan, I. C. (1992). Nonresponse and Delayed Response to Competitive Moves: The Roles of Competitor Dependence and Action Irreversibility. *The Academy of Management Journal*, 35 (3), 539-570.
- Chen, M.-J. & Miller, D. (1994). Attack, Retaliation and Performance: An Expectancy-Valence Framework. *Strategic Management Journal*, 15 (2), 85-102.
- Christensen, C. M., Alron, R., Rising, C. & Waldeck, A. (2011). The Big Idea: the New M&A Playbook. *Harvard Business Review* 2, March 2011 issue.



- Dargenidou, C., Gregory, A. & Hua, S. (2016). How far does financial reporting allow us to judge whether M&A activity is successful. *Accounting and Business Research*, 46 (5), 467-499.
- Drymbetas, E. & Kyriazopoulos, G. (2014). Short-term Stock Price Behavior around European Cross-border Bank M&As. *Journal of Applied Finance & Banking*, 4 (3), 47-70.
- Dutordoir, M., Roosenboom, P. & Vasconcelos, M. (2013). Synergy Disclosures in Mergers and Acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 31 (1), 88-100.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25 (2), 383-417.
- Fama, E. F. (1997). Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*, 49 (1), 283-306.
- Fama, E. F. & French K. R. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18 (3), 25-46.
- Ferrier, W. J. & Lee, H. (2002). Strategic Aggressiveness, Variation, and Surprise: How the Sequential Pattern of Competitive Rivalry Influences Stock Market Returns. *Journal of Managerial Issues*, 14 (2), 162-180.
- Gaiotti, E. (2013). Credit Availability and Investment: Lessons from the "Great Recession". *European Economic Review*, 59 (1), 212-227.
- Hackbarth, D. & Morellec, E. (2008). Stock Returns in Mergers and Acquisitions. *The American Finance Association* 63 (3), 1213-1252.
- Hannan, M. T. & Freeman, J. (1984). Structural Inertia and Organizational Change. *American Sociological Review*, 49 (2), 149-164.
- Hannan, M. T. & Freeman, J. (1977). The Population Ecology of Organizations. *American Journal of Sociology*, 82 (5), 929-964.
- Harris, R. S. & Ravenscraft, D. (1990). The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S. Stock Market. *American Finance Association*, 46 (3), 825-844.
- Hayward, M. L. A. & Hambrick, D. C. (1997). Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42 (1), 103-127.
- Helfat, C. E. & Peteraf, M. A. (2003). The Dynamic Resource-Based View: Capability Lifecycles. *Strategic Management Journal*, 24 (10), 997-1010.
- Hoberg, G. & Phillips, G. (2010). Product Market Synergies and Competition in Mergers and Acquisitions: A Text-Based Analysis. *The Review of Financial Studies*, 10 (23), 3773-3811.
- Holopainen, M. & Pulkkinen, P. (2012). *Tilastolliset menetelmät*. Helsinki: Sanoma Pro Oy.
- Hsueh, S.-J., Tsao Y.C., Tu C.-H., Chiu Y.-H. & Liu S.-B. (2014). Can M&A activities act as a predictor of the performance of economic growth or stock prices? *Economic Modelling*, 42 (1), 430-438.

- Hänninen, T. (2014). Investor Reactions to Corporate Merger and Acquisition Announcements. (Väitöskirja, Tampereen teknillinen yliopisto). Haettu osoitteesta <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.851.342&rep=rep1&type=pdf>.
- Kaplan, S. N. & Weisbach, M.S. (1992). The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures. *The American Finance Association* 47 (1), 107-138.
- Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svennas, K. & Wilkman, N. (2011). *Yrityskauppa*. Helsinki: WSOYpro Oy.
- Ketchen, D. J., Snow, C. C. & Hoover, V. L. (2004). Research on Competitive Dynamics: Recent Accomplishments and Future Challenges. *Journal of Management*, 30 (6), 779-804.
- Kothari, S.P. & Warner, B. (1997). Measuring Long-Horizon Security Price Performance. *Journal of Financial Economics*, 43 (1), 301-339.
- Laamanen, T. (2007). On the Role of Acquisition Premium in Acquisition Research. *Strategic Management Research*, 28 (13), 1359-1369.
- Loughran, T. & Vijh, A. M. (1997). Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions? *The Journal of Finance*, 52 (5), 1765-1790.
- Lyon, J.D., Barber, B.M. & Tsai, C.-L. (1999). Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns. *The Journal of Finance*, 54 (1), 165-201.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35 (1), 13-39.
- Mahendra, R. & Forsyth, M. (2003). Hubris Amongst U.K. Bidders and Losses to Shareholders. *International Journal of Business*, 8 (1), 1-16.
- Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17 (1), 59-82.
- Mitchell, M.L. & Stafford, E. (2000). Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance. *The Journal of Business*, 73 (3), 287-329.
- Norri, M. (2016). The Effect of Acquisitions and Tender Offers in Shareholder Value: Evidence from Publicly Listed Nordic Companies. (Pro gradu -tutkielma, Tampereen teknillinen yliopisto). Haettu osoitteesta <https://dspace.cc.tut.fi/dpub/handle/123456789/24490>.
- Peltola, L. (2012). Yritystoston vaikutus ostavan yrityksen osakekurssiin. (Kandidaatintutkielma, Lappeenrannan teknillinen yliopisto). Haettu osoitteesta [http://www.doria.fi/bitstream/handle/10024/77022/peltola\\_kandidaattinty%F6\\_final.pdf?sequence=1](http://www.doria.fi/bitstream/handle/10024/77022/peltola_kandidaattinty%F6_final.pdf?sequence=1).
- Peteraf, M. A. (1993). The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-Based View. *Strategic Management Journal*, 14 (3), 179-191.
- Porter, M. E. (1981). The Contributions of Industrial Organization to Strategic Management. *The Academy of Management Review*, 6 (4), 609-620.
- Porter, M. E. (1979). The Structure within Industries and Companies Performance. *The Review of Economics and Statistics*, 61 (2), 214-227.
- Rau, R. P. & Vermaelen, T. (1998). Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, 49 (1), 223-253.

- Repo, A. (2009). Kansainväliset yrityskaupat ja osakkeenomistajan hyvinvointi lyhyellä sekä pitkällä aikavälillä: empiirinen tutkimus Suomen osakemarkkinoilta. (Pro gradu -tutkielma, Lappeenrannan teknillinen yliopisto). Haettu osoitteesta <http://www.doria.fi/handle/10024/45087>.
- Rindova, V., Ferrier, W. J. & Wiltbank, R. (2010). Value from Gestalt: How Sequences of Competitive Actions Create Advantage for Firms in Nascent Markets. *Strategic Management Journal*, 31 (13), 1474-1497.
- Roll, R. & Ross, S. A. (1980). An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory. *The Journal of Finance*, 35 (5), 1073-1103.
- Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*, 59 (2), 197-216.
- Schiffbauer, M., Siedschlag, I. & Ruane, F. (2017). Do Foreign Mergers and Acquisitions Boost Firm Productivity. *International Business Review*, 26 (1), 1124-1140.
- Sharpe W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19 (3), 425-442.
- Shiller, R. J. (2003). From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17 (1), 83-104.
- Talouselämä. 21.3.2018. Suomalaisista sijoittajista 30 prosenttia sijoittaa vain Suomeen – "kuvittelemme tuntevamme kotimaiset yhtiöt paremmin". [WWW-dokumentti].  
<https://www.talouselama.fi/uutiset/suomalaisista-sijoittajista-30-prosenttia-sijoittaa-vain-suomeen-kuvittelemme-tuntevamme-kotimaiset-yhtiöt-paremmi/6d2ebe2d-c6bf-3deb-a35d-f2f69911ae94>.
- Tao, F., Liu, X., Gao, L. & Xia, E. (2016). Do Cross-Border Mergers and Acquisitions Increase Short-Term Market Performance? The Case of Chinese Firms. *International Business Review*, 26 (1), 189-202.
- Terveyden ja hyvinvoinnin laitos. (2018). Valinnanvapaus. Viimeksi muokattu 3.4.2018. Haettu osoitteesta <https://thl.fi/fi/web/sote-uudistus/valinnanvapaus>.
- The Law Reviews. (2017). Overview of M&A activity in Finland. Viimeksi muokattu 9.10.2017. Haettu osoitteesta <https://thelawreviews.co.uk/chapter/1148667/finland>.
- Wernerfelt, B. (1984). A Resource-Based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 5 (2), 171-180.
- Wright, P. M., Dunford, B. B. & Snell, S. A. (2001). Human Resources and the Resource-Based View of the Firm. *Journal of Management*, 27 (1), 701-721.
- Wright, P. M., McMahan, C. C. & McWilliams, A. (1993). Human Resources and Sustained Competitive Advantage: A Resource-Based Perspective. *International Journal of Human Resource Management*, 5 (2), 301-326.
- Xu, J. (2017). Growing Through the Merger and Acquisition. *Journal of Economic Dynamics & Control*, 80 (1), 54-74.
- Yilmaz, I.S. & Tanyeri, B. (2016). Global Merger and Acquisition (M&A) activity: 1992-2011. *Finance Research Letters*, 17 (1), 110-117.

## LIITE CASE-YHTIÖT (1 / 4)

Acquiror Name	Target Name	Announcement Date	Company/ Case Beta	Deal Value (MUSD)	Target Macro Industry	Target Nation	Percent of Shares Acquired
Affecto Oyj	Component Software Group ASA	11.6.2007	0,54	60	High Technology	Norway	95,3
Ahlstrom Oyj	Fiberweb PLC-Hygiene Wipes Business	30.3.2007	0,46	87	Consumer Staples	United Kingdom	100
Ahlstrom Oyj	Orlandi SpA-Spunlace Nonwovens Business	2.2.2007	0,49	78	Consumer Staples	Italy	100
Ahlstrom Oyj	Votorantim Celulose e Papel SA-Special Paper Production Business	9.5.2007	0,25	118	Materials	Brazil	60
Alma Media Oyj	LMC sro	21.12.2011	0,45	51	Consumer Products and Services	Czech Republic	100
Amer Group Ltd	Precor Inc(Illinois Tool Works Inc)	4.10.2002	0,48	178	Consumer Products and Services	United States of America	100
Amer Sports Oyj	adidas-Salomon AG-Salomon	3.5.2005	0,93	624	Consumer Staples	France	100
Amer Sports Oyj	Hillerich & Bradsby Co-Louisville Slugger	23.3.2015	0,86	70	Consumer Products and Services	United States of America	100
Aspo Oyj	Kauko-Telko Oy	28.2.2008	0,29	115	Financials	Finland	100
Atria Group PLC	Sardus AB	16.2.2007	1,09	98	Consumer Staples	Sweden	57,1
Atria Oyj	OOO MPZ Kampomos	30.7.2008	0,54	117	Consumer Staples	Russian Federation	100
Biotie Therapies Oyj	Synosia Therapeutics Holding AG	10.1.2011	0,52	119	Healthcare	Switzerland	100
Cargotec Oyj	Hatlapa Uetersener Maschinenfabrik GmbH & Co KG	16.7.2013	1,52	211	Industrials	Germany	100
Cargotec Oyj	Navis LLC	31.1.2011	1,43	190	Industrials	United States of America	100
Citycon Oyj	Balticgruppen Handels AB	25.5.2007	0,94	72	Real Estate	Sweden	75
Citycon Oyj	BHM Centrumfastigheter AB	26.6.2006	1,16	133	Real Estate	Sweden	100
Citycon Oyj	Columbus Shopping Center	16.6.2006	1,15	101	Real Estate	Finland	100
Citycon Oyj	Iso Omena	14.8.2007	1,01	445	Real Estate	Finland	100
Citycon Oyj	Kristiine Kaubanduskeskus AS	17.3.2011	0,95	147	Real Estate	Estonia	100
Citycon Oyj	Liljeholmsplan Fastighets AB	22.8.2006	1,14	79	Real Estate	Sweden	100
Citycon Oyj	Rocca al Mare Shopping Centre	21.7.2005	0,13	76	Retail	Estonia	100
Citycon Oyj	Sektor Gruppen AS	25.5.2015	0,68	1 611	Real Estate	Norway	100
Citycon Oyj	Stenungs Torg Fastighets AB	22.5.2006	0,77	54	Real Estate	Sweden	100
Citycon Oyj	Tampereen Koskikeskus	29.12.2003	0,12	62	Retail	Finland	61
Citycon Oyj	Tumba Centumfastighets AB	15.12.2006	1,09	80	Real Estate	Sweden	100
Componenta Oyj	Doktas Docum Sanayi ve Ticaret AS	19.10.2006	0,49	112	Industrials	Turkey	55
Cramo Oyj	THEISEN Baumaschinen AG	11.1.2011	1,25	61	Consumer Products and Services	Germany	100
Elisa Communications Oyj	Soon Communications Oyj	21.3.2001	1,78	183	Telecommunications	Finland	67
Elisa Oyj	Anvia Telecom Oy	30.5.2016	0,97	119	Telecommunications	Finland	100
Elisa Oyj	Saunalahti Group Oyj	7.7.2005	1,10	397	High Technology	Finland	97,3
Finlines Oyj	Rederi AB Nordo-Link(MGA Holding AB)	23.4.2002	0,34	59	Industrials	Sweden	100
Fiskars Oyj Abp	Agrofin Oy AB	15.4.2009	0,42	157	Financials	Finland	100
Fiskars Oyj Abp	Iittala Oy	29.6.2007	0,37	312	Consumer Products and Services	Finland	100

## LIITE CASE-YHTIÖT (2 / 4)

Acquiror Name	Target Name	Announcement Date	Company/ Case Beta	Deal Value (MUSD)	Target Macro Industry	Target Nation	Percent of Shares Acquired
Fiskars Oyj Abp	Royal Copenhagen A/S	12.12.2012	0,59	86	Consumer Staples	Denmark	100
Fiskars Oyj Abp	WWRD Holdings Ltd	11.5.2015	0,57	433	Consumer Staples	United Kingdom	100
Fortum Oyj	E ON Finland Oyj	2.2.2006	1,45	460	Energy and Power	Finland	65,56
Fortum Oyj	Ekokem Oyj	13.5.2016	1,06	526	Energy and Power	Finland	81,3
Fortum Oyj	Hafslund Marked AS	26.4.2017	0,87	526	Energy and Power	Norway	100
Fortum Oyj	Stora Enso Oyj-Power Assets	27.1.2000	0,31	1 861	Energy and Power	Finland	100
Fortum Oyj	Territorial Generation Co No 10{TGC-10}	28.2.2008	0,58	3 188	Energy and Power	Russian Federation	76
Huhtamaki Oyj	Delta Print & Packaging Ltd	19.5.2016	0,92	116	Materials	Republic of Ireland	100
Huhtamaki Oyj	Josco(Holdings)Ltd	22.3.2012	0,89	88	Materials	Hong Kong	100
Huhtamaki Oyj	Positive Packaging Industries Ltd	8.7.2014	0,76	336	Materials	India	100
Huhtamaki Van Leer Oy	Packaging Resources Inc	2.10.2000	0,14	165	Consumer Products and Services	United States of America	100
Instrumentarium Oyj	SpaceLabs Medical Inc	22.3.2002	0,41	140	Healthcare	United States of America	100
Kemira Oyj	Akzo Nobel NV-Paper Chemicals Business	8.7.2014	0,86	208	Materials	Netherlands	100
Kemira Oyj	Cytec Industries Inc-Water Treatment Chemicals & Acrymalide Prod	17.7.2006	0,82	240	Materials	United States of America	100
Kemira Oyj	Finnish Chemicals Oy	7.2.2005	0,52	444	Materials	Finland	100
Kemira Oyj	Lanxess AG-Paper Chemicals Unit	20.12.2005	0,73	104	Materials	Germany	100
Kemira Oyj	Verdugt BV	7.2.2005	0,52	191	Materials	Netherlands	100
Kemira Oyj	Vinings Industries(JP Morgan Partners/JP Morgan Chase & Co)	14.12.2001	0,27	138	Materials	United States of America	100
Kesko Oyj	Onninen Oy	12.1.2016	0,85	401	Materials	Finland	100
Konecranes Abp	Terex Corp-Material Handling & Port Solutions Business	16.5.2016	1,12	1 278	Industrials	United States of America	100
Lassila & Tikanoja Oyj	Veolia FM AB	20.6.2017	0,39	74	Real Estate	Sweden	100
Lassila & Tikanoja Oyj	WM Ympdistvpalvelut Oy	17.1.2000	0,30	98	Energy and Power	Finland	100
Lemminkäinen Oyj	Icopal A/S-Asphalt and Mineral Aggregate Business	6.2.2001	0,13	54	Industrials	Denmark	100
Metsa-Serla Oyj	MoDo Paper AB(Svenska Cellulosa AB,Holmen AB)	31.5.2000	0,34	2 133	Materials	Sweden	100
Metsa-Serla Oyj	Zanders Feinpapiere AG (International Paper Co)	24.8.2000	0,33	124	Materials	Germany	72
Metso Oyj	Beloit Corp-Paper Aftermarket And Roll Covers Division (Harnischfeger)	6.1.2000	0,68	172	Industrials	United States of America	100
Metso Oyj	Kvaerner ASA-Pulping & Power Businesses	8.2.2006	1,07	452	Materials	Sweden	100
Metso Oyj	Mapag Valves GmbH	7.5.2008	1,42	56	Industrials	Germany	100
Metso Oyj	Svedala Industri AB	21.6.2000	0,23	1 030	Materials	Sweden	100
Metso Oyj	Tamfelt Oyj Abp	5.11.2009	1,44	264	Consumer Staples	Finland	100
Nokia Oyj	Alcatel Lucent SA	14.4.2015	1,40	13 780	Telecommunications	France	85,08
Nokia Oyj	Amber Networks	25.7.2001	2,31	421	Energy and Power	United States of America	100
Nokia Oyj	DiscoveryCom	8.8.2000	1,75	220	High Technology	United States of America	100

## LIITE CASE-YHTIÖT (3 / 4)

Acquiror Name	Target Name	Announcement Date	Company/ Case Beta	Deal Value (MUSD)	Target Macro Industry	Target Nation	Percent of Shares Acquired
Nokia Oyj	Intellisync Corp	16.11.2005	1,25	469	High Technology	United States of America	100
Nokia Oyj	Loudeye Corp	7.8.2006	1,04	127	High Technology	United States of America	100
Nokia Oyj	NAVTEQ Corp	1.10.2007	1,15	7 954	High Technology	United States of America	100
Nokia Oyj	Network Alchemy	1.2.2000	1,62	335	High Technology	United States of America	100
Nokia Oyj	Ramp Networks Inc	7.12.2000	1,83	132	High Technology	United States of America	100
Nokia Oyj	Symbian Ltd	24.6.2008	1,40	411	Consumer Products and Services	United Kingdom	52
Nokia Oyj	TrollTech ASA	28.1.2008	1,32	156	High Technology	Norway	100
Nokia Oyj	Withings SA	26.4.2016	1,18	192	Industrials	France	100
Oriola-KD Oyj	Vitim & Co	17.3.2008	0,58	141	Retail	Russian Federation	75
Outokumpu Oyj	Boliden AB-Fabrication & Technology Sales Units	8.9.2003	0,73	54	Materials	Sweden	100
Outokumpu Oyj	Inoxum AG	31.1.2012	1,36	3 735	Materials	Germany	100
Outokumpu Oyj	Lennox International Inc-Heat Transfer Business	22.4.2002	0,29	55	Industrials	United States of America	55
Outokumpu Oyj	Norzink A/S(Rio Tinto PLC/ Boliden Mineral AB)	5.10.2000	0,40	190	Materials	Norway	100
Outokumpu Oyj	SoGePar Group	23.4.2008	1,45	532	Materials	Italy	100
Outokumpu Steel Oyj	Avesta Sheffield AB(British Steel PLC)	28.9.2000	0,37	1 360	Materials	Sweden	100
Outotec Oyj	Energy Products of Idaho Inc	1.12.2011	1,42	91	Industrials	United States of America	100
Outotec Oyj	Larox Oyj	15.10.2009	1,55	99	Industrials	Finland	99,99
PKC Group Oyj	AEES Inc	9.8.2011	1,25	176	Industrials	United States of America	100
Powerflute Oyj	Corenso United Oy Ltd	30.9.2014	-0,12	103	Materials	Finland	100
Raisio Oyj	Cilag GmbH International - Benecol Business	19.11.2014	0,60	111	Healthcare	United Kingdom	100
Rakentajain Konevuokraamo Oyj	Cramo AB	19.10.2005	0,29	158	Consumer Products and Services	Sweden	100
Ramirent Oyj	Altima AB	10.12.2003	0,28	109	Consumer Products and Services	Sweden	100
Ramirent Oyj	Bautas AS(Veidekke AS)	29.8.2002	0,03	117	Industrials	Norway	100
Rautakesko Oy	Norgros AS	6.6.2005	0,52	119	Materials	Norway	79,54
Ruokakesko Oy	Suomen Lahikauppa Oy	18.11.2015	0,81	64	Retail	Finland	100
Ruukki Group Oyj	Mogale Alloys Ltd	25.5.2009	0,20	243	Materials	South Africa	84,9
Sampo Oyj	If Skadeforsakring Holding AB	11.2.2004	0,95	1 735	Financials	Sweden	51,89
Sanoma Oy	Malmberg Investments BV	16.7.2004	0,64	276	Media and Entertainment	Netherlands	100
Sanoma Oy	VNU NV-Consumer Unit	20.7.2001	0,33	1 089	Media and Entertainment	Netherlands	100
Sponda Oyj	Ab Mercator Oy	4.2.2016	0,81	639	Real Estate	Finland	100
Sponda Oyj	Kapiteeli Oyj	20.10.2006	0,74	1 191	Real Estate	Finland	100
Sponda Oyj	Sun Paradise I	4.3.2008	1,00	66	Real Estate	Russian Federation	100
Stockmann Oyj Abp	Lindex AB	1.10.2007	0,44	1 237	Retail	Sweden	100

## LIITE CASE-YHTIÖT (4 / 4)

Acquiror Name	Target Name	Announcement Date	Company/ Case Beta	Deal Value (MUSD)	Target Macro Industry	Target Nation	Percent of Shares Acquired
Stora Enso Oyj	Consolidated Papers Inc	22.2.2000	0,87	4 940	Materials	United States of America	100
Stora Enso Oyj	Inpac International Print & Packaging Co Ltd	28.10.2010	1,36	115	Materials	China	51
Stora Enso Oyj	International Paper Co- Brazilian Coated Papers Business	22.8.2006	0,95	415	Materials	Brazil	100
Stora Enso Oyj	Schneidersohne Paper	25.4.2005	1,34	588	Materials	Germany	100
Stora Enso Oyj	Virdia Inc	23.6.2014	1,41	62	Healthcare	United States of America	100
Suominen Oyj	Ahlstrom Oyj-Home & Personal Business	4.8.2011	0,53	240	Materials	Finland	100
Suominen Oyj	Codi International BV	21.8.2003	0,02	66	Consumer Staples	Netherlands	100
SysOpen Oyj	Eomer Holding Oy	4.3.2005	0,74	53	High Technology	Finland	100
Taalritehdas Oyj	Vakuutusosakeyhtio Garantia	12.12.2014	0,03	75	Financials	Finland	100
Technopolis Oyj	Falcon Business Park Oy	11.10.2013	0,69	105	Real Estate	Finland	100
Technopolis Oyj	Kiinteisto Oy Innopoli II	15.8.2007	0,83	73	Real Estate	Finland	100
Technopolis Oyj	Kuopion Teknoliakeskus Teknia Oy	5.11.2007	0,86	99	Media and Entertainment	Finland	99,8
Technopolis Oyj	Niam V Garda AB-Campus,Gothenburg	24.5.2016	0,59	144	Real Estate	Sweden	100
Technopolis Oyj	UAB Domestas,UAB Urban housing ,UAB Gama projektai	15.3.2013	0,70	80	Real Estate	Lithuania	100
Tieto Oyj	Software Innovation AS	25.6.2015	0,85	78	High Technology	Norway	100
TietoEnator Oyj	AttentiV Systems Group plc	5.4.2005	1,30	98	High Technology	United Kingdom	100
TietoEnator Oyj	Ementor Financial Systems ASA (Merkantidata ASA)	14.2.2002	1,27	52	High Technology	Norway	100
TietoEnator Oyj	Ki Consulting & Solutions AB	19.11.2003	1,61	87	High Technology	Sweden	100
TietoEnator Oyj	LM Ericsson Telefon AB- Development Operations	26.9.2002	1,35	53	High Technology	Sweden	100
TietoEnator Oyj	SESA Software & Systeme AG	20.12.2004	1,47	94	High Technology	Germany	100
Waertsila NSD	L-3 Communications Holdings Inc, Marine Systems International Busin	16.12.2014	1,13	324	Telecommunications	Germany	100
Vakuutusosakeyhtio Sampo	Powszechne Towarzystwo Emerytalne Norwich Union (CGNU)	20.9.2000	0,55	161	Financials	Poland	100
Valmet Oyj	Metso Oyj-Process Automation System Business	15.1.2015	0,51	395	Industrials	Finland	100
Wartsila Oyj Abp	Deutz AG-Marine Engine Service Business	13.1.2005	0,94	152	Industrials	Germany	100
Wartsila Oyj Abp	Hamworthy PLC	17.11.2011	1,55	590	Industrials	United Kingdom	100
Wartsila Oyj Abp	Lips BV(Lips United BV/TI Holdings Netherlands BV/TI Group plc)	30.1.2002	0,46	304	Industrials	Netherlands	100
Wartsila Oyj Abp	Total Automation Ltd	10.2.2006	1,44	74	Industrials	Singapore	100
Wartsila Oyj Abp	Vik-Sandvik AS	3.7.2008	1,29	267	Industrials	Norway	100
YIT Oyj	caverion GmbH	23.6.2010	1,41	90	Industrials	Germany	100
YIT Oyj	Lemminkainen Oyj	19.6.2017	1,19	710	Industrials	Finland	100
YIT Oyj	MCE AG-Building Technology Division	30.5.2008	1,45	86	Industrials	Austria	100
YIT-Yhtyma Oyj	ABB Gebaueudetechnik GmbH	4.7.2003	0,27	186	Industrials	Germany	100
YIT-Yhtyma Oyj	Calor AB	27.10.2000	0,09	54	Industrials	Sweden	100