

**EUROOPAN PANKKISEKTORILLA TOTEUTETUN
YRITYSKAUPAN VAIKUTUS OSTAVAN OSAPUOLEN
OSAKEKURSSIIN**

**Jyväskylän yliopisto
Kauppakorkeakoulu**

Pro gradu -tutkielma

2018

**Tekijä: Jaakko Oikarinen
Oppiaine: Laskentatoimi
Ohjaaja: Antti Rautiainen**



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

TIIVISTELMÄ

Tekijä Oikarinen Jaakko Valtteri	
Työn nimi Euroopan pankkisektorilla toteutetun yrityskaupan vaikutus ostavan osapuolen osakekurssiin	
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu -tutkielma
Aika 17.9.2018	Sivumäärä 67
Tiivistelmä - Abstract	
<p>Tämän tutkimuksen tarkoituksena on selvittää yrityskauppojen lyhytaikaisia vaikutuksia niissä ostavina osapuolina olevien yhtiöiden osakekursseihin. Tutkimus on rajattu koskemaan vuosina 2009-2017 tehtyjä yritysostoja, joissa kaupan kumpanakin osapuolena on länsieurooppalainen pankkisektorin toimija. Lisäksi tutkimuksessa selvitetään eroavatko isobritannialaisten pankkien saamat epänormaalit tuotot mannereurooppalaisten pankkien vastaavista ja onko kaupan kansainvälisyydellä ollut vaikutusta kurssireaktioihin. Data perustuu Thomson Reuterin ylläpitämästä DataStream-tietokannasta saatuihin tietoihin. Lopullinen aineisto koostuu yhteensä 109 yrityskaupasta. Tutkimuksen menetelmänä on tapahtumatutkimus, jolla pyritään tyypillisesti selvittämään jonkin tietyn tapahtuman vaikutuksia markkinoiden arvostukseen. Epänormaaleja tuottoja tarkastellaan ajanjaksolla, joka käsittää kymmenen päivän periodin julkaisemispäivän molemmilla puolilla.</p> <p>Tutkimuksen empiiristen tulosten mukaan yrityskaupan julkaisupäivänä on havaittavissa positiivinen, tilastollisesti merkitsevä kurssireaktio. Myös yrityskauppaa seuraavina päivinä on havaittavissa normaalista poikkeavia lieviä ylituottoja. Tulokset eivät eronneet merkittävästi isobritannialaisten ja mannereurooppalaisten pankkien välillä. Sitä vastoin maiden rajojen sisäiset kaupat olivat tulosten mukaan keskimääräisesti kannattavampia kuin rajojen ulkopuolelle tehdyt. Samoin kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot olivat selvästi positiivisia usean päivän ajan kaupan julkaisun jälkeen. Saadut tulokset ovat linjassa aikaisemman tutkimuksen kanssa, ja johtopäätös on, että pankkien tekemien yrityskauppojen voidaan sanoa tuottavan lyhyellä aikavälillä lisäarvoa ostavan osapuolen osakkeenomistajille.</p>	
Asiasanat Yrityskaupat, M&A, tapahtumatutkimus, pankkisektori, lyhyt aikaväli	
Säilytyspaikka Jyväskylän yliopiston kirjasto	

SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	5
1.1	Tutkimuksen tausta.....	5
1.2	Tutkimuksen tarkoitus ja aiheen rajaus.....	8
2	YRITYSKAUPAT.....	10
2.1	Yrityskaupan määritelmä.....	10
2.2	Yrityskauppojen luokittelua.....	11
2.3	Yrityskauppaprosessi.....	13
2.4	Yrityskauppa-aallot.....	17
2.4.1	Yrityskauppa-aaltojen esiintyminen.....	17
2.4.2	Yrityskauppa-aaltoja selittävät teoriat.....	19
3	YRITYSKAUPPOJEN MOTIIVIT.....	21
3.1	Motiiveita selittävät teoriat.....	21
3.2	Synergiaedut.....	23
3.3	Agenttiteoria.....	24
3.4	Hubris-teoria ja joukkokäyttäytyminen.....	25
4	YRITYSKAUPAN VAIKUTUS YHTIÖN ARVOON.....	27
4.1	Yrityskauppatutkimuksen piirteitä.....	27
4.2	Lyhyen aikavälin vaikutus ostajan näkökulmasta.....	28
4.3	Kansainvälisyyden vaikutus yrityskaupan arvoon.....	31
4.4	Pankkisektorille keskittynyt tutkimus.....	32
5	AINEISTO JA MENETELMÄ.....	35
5.1	Tutkimuksen aineisto.....	35
5.2	Tapahtumatutkimus.....	36
6	TUTKIMUKSEN TULOKSET.....	42
6.1	Tulokset koko aineistolla.....	42
6.2	Mannereurooppalaiset pankit.....	46
6.3	Isobritannialaiset pankit.....	49
7	YHTEENVETO TULOKSISTA.....	53
8	JOHTOPÄÄTÖKSET.....	56
	LÄHTEET.....	58
	LIITE: AINEISTON YRITYSKAUPAT.....	64

KUVIOT

Kuvio 1.	Yrityskauppojen lukumäärän ja arvon kehitys finanssisektorilla	6
Kuvio 2.	Yrityskauppojen luokittelu.....	13
Kuvio 3.	Yrityskauppaprosessin eteneminen.....	14
Kuvio 4.	Yrityskaupan jälkeiset integraatiostrategiat	16
Kuvio 5.	Yrityskauppojen määrän kehitys globaalisti 1985-2017.....	17
Kuvio 6.	Tutkimuksessa käytettävä estimointi- ja tapahtumaikkuna	37
Kuvio 7.	Epänormaali tuotto ja kumulatiivinen epänormaalityttö koko aineistolla.....	42
Kuvio 8.	Rajojen sisällä tehtyjen ja rajat ylittävien kauppojen kumulatiiviset epänormaalit tuotot koko aineistolla.....	45
Kuvio 9.	Epänormaali tuotto ja kumulatiivinen epänormaalityttö mannereurooppalaisilla pankeilla.....	46
Kuvio 10.	Rajojen sisällä tehtyjen ja rajat ylittävien kauppojen kumulatiiviset epänormaalit tuotot mannereurooppalaisilla pankeilla.....	49
Kuvio 11.	Epänormaali tuotto ja kumulatiivinen epänormaalityttö isobritannialaisilla pankeilla.....	49
Kuvio 12.	Rajojen sisällä tehtyjen ja rajat ylittävien kauppojen kumulatiiviset epänormaalit tuotot isobritannialaisilla pankeilla.....	52

TAULUKOT

Taulukko 1.	Yrityskauppojen motiiviteoriat	22
Taulukko 2.	Tutkimuksen aineisto.....	36
Taulukko 3.	Keskimääräiset epänormaalit tuotot koko aineistolla.....	43
Taulukko 4.	Kumulatiiviset epänormaalit tuotot koko aineistolla	44
Taulukko 5.	Kansainvälisyyden vaikutus kumulatiivisiin epänormaaleihin tuottoihin koko aineistolla	44
Taulukko 6.	Epänormaalit tuotot mannereurooppalaisilla pankeilla.....	47
Taulukko 7.	Kumulatiiviset epänormaalit tuotot mannereurooppalaisilla pankeilla.....	47
Taulukko 8.	Kansainvälisyyden vaikutus kumulatiivisiin epänormaaleihin tuottoihin mannereurooppalaisilla pankeilla.....	48
Taulukko 9.	Epänormaalit tuotot isobritannialaisilla pankeilla	50
Taulukko 10.	Kumulatiiviset epänormaalit tuotot isobritannialaisilla pankeilla	51
Taulukko 11.	Kansainvälisyyden vaikutus kumulatiivisiin epänormaaleihin tuottoihin isobritannialaisilla pankeilla	52

1 JOHDANTO

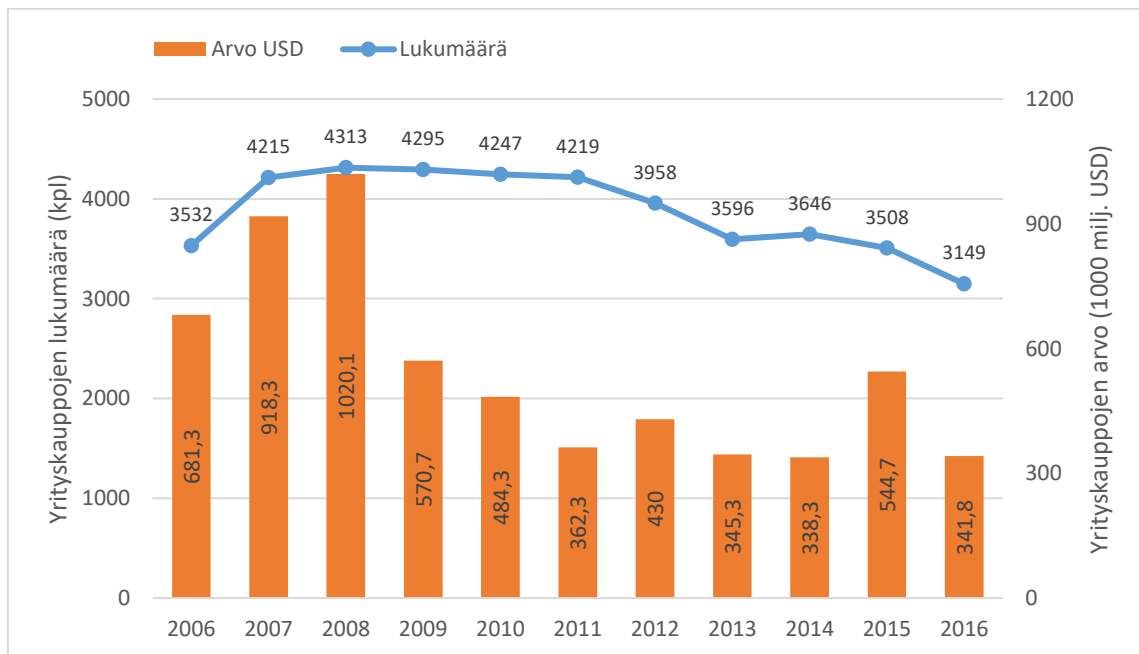
1.1 Tutkimuksen tausta

Euroopan pankkisektori on viimeisen parin vuosikymmenen aikana kokenut dramaattisia muutoksia, jotka ovat seurausta monista eri tekijöistä. Maiden väliset erot ovat hälventyneet ja nykyisin yleiset rahapolitiikan suuntaviivat määrittellään kansallisen päätöksenteon sijasta Euroopan Keskuspankissa ja toiminnan juridiset puitteet Euroopan Unionin toimitelmässä. Markkinoiden avautumisen seurauksena kilpailu on tiukentunut, ja pankkisektorin toimijat ovat joutuneet etsimään uusia ratkaisuja toimintansa tehostamiseksi. Yksi vapaamman sääntelyn aiheuttamista ilmiöistä on ollut yritysostojen sekä sulautumisten kasvanut suosio, joka on osaltaan ollut vaikuttamassa pankki- ja finanssisektorin toimijoiden määrän vähenemiseen. Vuoden 2017 alussa euroalueella toimi yhteensä 5 897 eri rahalaitosinstituutiota, kun vastaava luku oli vuoden 2002 alussa 8 824 kappaletta. Muutos on huomattava varsinkin kun otetaan huomioon, että vastaavassa ajassa Euroopan keskuspankin alaisten maiden määrä on kasvanut 13:sta 20:een (Euroopan keskuspankki 2017).

Maailmanlaajuisesti tarkasteltuna yrityskauppojen määrä on vaihdellut historian saatossa sykleittäin. Tyypillisesti yrityskauppa-aaltoja on selitetty muun muassa suhdannevaihteluilla, rakenteellisilla muutoksilla ja teknologian kehitymisellä (Gaughan 2015). Viimeisen parin vuosikymmenen aikana yrityskauppojen suosio on lisääntynyt taloudellisesta ja poliittisesta epävarmuudesta huolimatta. Vuonna 2017 tehtyjen yrityskauppojen rahamääräinen yhteisarvo oli 3,5 biljoonaa Yhdysvaltain dollaria, mikä on kaikkien aikojen ennätyslukema. Nykyajan trendinä ovat olleet etenkin erittäin arvokkaiden yrityskauppojen tekeminen. Esimerkiksi vuonna 2015 olutvalmistaja Anheuser-Busch InBev toteutti yhden historian suurimmista yrityskaupoista ostamalla kilpailijansa SABMille-
rin yli 105 miljardilla eurolla. (KPMG 2018; Kauppalehti 2017.) Toinen viimeisten vuosikymmenten aikana suosiotaan kasvattanut ilmiö ovat maiden rajojen ylittävät yrityskaupat. Kaikista maailmanlaajuisista yrityskaupoista kansainvälisten

kauppojen osuuden on tutkittu vuonna 2007 olleen noin 40 prosenttia, kun vastaava luku vuonna 2000 oli noin 20 prosenttia (Capaldo ym. 2008).

Tilastollinen tutkimus osoittaa, että yrityskauppojen määrä ja niihin sitoutunut pääoma ovat lisääntynyt huomattavasti kaikilla toimialoilla viimeisen parin vuosikymmenen aikana. Pankkisektorin osalta huomion arvoista on kuitenkin se, että toimialan kehitys on vuosien 2007-2009 talouskriisin seurauksena ollut selvästi muita toimialoja hitaampaa. Syinä tähän on esitetty sääntelyn kiristymistä sekä muita finanssijärjestelmien vahvistamiseen tähtääviä muutoksia. Kasvaneiden vakavaraisuus- sekä likviditeettivaatimusten seurauksena alan toimijoilla on vähemmän varallisuutta sijoitettavaksi yrityskauppoihin. (IMF 2014.) Alla olevasta kuvaajasta voidaan havaita, että finanssialan toimijoiden tekemien yrityskauppojen lukumäärä ja niihin sitoutunut pääoma ovat laskeneet muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta viimeisen vuosikymmenen ajan (KPMG 2017).



Kuvio 1. Yrityskauppojen lukumäärän ja arvon kehitys finanssisektorilla 2006-2016 (suomenos KPMG 2017).

Akateemisessa kirjallisuudessa yrityskaupat ovat tyypillisesti olleet runsasta kiinnostusta herättävä aihepiiri. Empiirisen tutkimuksen kohteita ovat olleet esimerkiksi yrityskauppojen lyhyen ja pitkän aikavälin vaikutukset niissä osapuolina oleville yhtiöille, transaktiotapojen tehokkuus sekä rajojen sisällä ja rajojen yli tapahtuvien yrityskauppojen vertailu. Suurin osa aikaisemmasta yrityskauppoihin liittyvästä tutkimuksesta on keskittynyt Yhdysvaltojen ja Iso-Britannian markkinoille, mutta voimakkaan globaalien integroitumisen seurauksena myös euroalueella ja muualla maailmassa tapahtuvat yrityskaupat ovat saaneet akateemisen yhteisön huomion. Yrityskauppojen taloudellisia hyötyjä ja kannattavuutta on tutkittu monin eri tavoin ja näkökulmin. Brunerin (2002) mukaan yrityskauppojen taloudellisen suorituskyvyn analysointiin käytetään tyypillisesti

neljää eri menetelmää. Näihin kuuluvat osakekurssimuutoksiin keskittyvät ta-
pahtumatutkimukset, yhtiöiden tilinpäätösinformaatioon perustuvat tutkimuk-
set, johdon ja henkilöstön haastattelut sekä kliiniset tutkimukset, jotka keskitty-
vät ainoastaan yhden yrityskaupan tai pienen otoksen tarkempaan analysointiin.
(Bruner 2002.)

Yrityskauppojen kasvaneesta suosiosta huolimatta niiden toteuttamiseen
liittyä myös merkittäviä riskejä. Tutkimusten mukaan jopa 70-90 prosenttia teh-
dyistä yrityskaupoista voidaan pitää epäonnistuneena. Syitä tähän ovat muun
muassa osapuolten erilaisuus, integraation epäonnistuminen, sekä epärealistiset
odotukset. (Cristensen, Alton, Rising & Waldeck 2011.) Suurin osa empiirisestä
tutkimuksesta on sitä mieltä, että yrityskaupat tuottavat todennäköisesti arvoa
osakkeenomistajille, jos lasketaan yhteen sekä kaupan kohteena olevan että tar-
joavan yhtiön osakkeenomistajien saama hyöty. Huomion arvoista on se, että
kaupan kohteena olevan yhtiön osakekurssin on havaittu nousevan jopa 20-40%
(Jarrell & Poulsen 1989), kun puolestaan hankkijaosapuolen näkökulmasta tulok-
set ovat huomattavasti ristiriitaisemmat (Bruner 2004, Fuller ym. 2002). Edellä
mainitut havainnot pätevät myös pankkisektorille, sillä useissa kyseistä toimia-
laa koskevissa tutkimuksissa ostavana osapuolena olevien pankkien epänormaa-
lien tuottojen on havaittu olevan liian epäjohdonmukaisia yleisten päätelmien
tekemiseksi (Diaw 2014).

Laskentatoimen näkökulmasta yrityskauppojen markkinavaikutusten ym-
märtäminen on tärkeää, sillä ne vaikuttavat niissä osapuolina olevien yhtiöiden
lisäksi useisiin sidosryhmiin. Yrityskaupan jälkeisen arvonmuutoksen sekä suo-
rituskyvyn mittaamisella voidaan auttaa yhtiöitä kehittämään kustannustehok-
kaampia strategioita organisaatioiden tavoitteiden saavuttamiseksi. Lisäksi joh-
don kannustinjärjestelmät ovat usein sidottuja yhtiöiden kannattavuuteen ja tu-
loksentekeykyyn, jolloin tyypillisesti rahamääräisesti mitattuna arvokkaiden
yrityskauppojen vaikutus korostuu. Ulkoisen laskentatoimen näkökulmasta yri-
tyskauppojen taloudelliset vaikutukset kiinnostavat luotonantajien, tavarantoi-
mittajien sekä viranomaisten lisäksi etenkin sijoittajia, jotka pyrkivät hyötymään
yhtiöiden arvonmuutoksista.

Yrityskauppojen arvioinnissa on otettava huomioon se, että arvonnousu ja
taloudellinen suorituskyky ovat vain yksi osa-alue niiden onnistumista mitatta-
essa. Muita merkittäviä syitä yrityskaupoille kasvun hakemisen lisäksi ovat
muun muassa kilpailun rajoittaminen, synergia- ja mittakaavaedut, markkinayli-
valtaan pyrkiminen sekä verotukselliset hyödyt. Tästä huolimatta yrityskauppo-
jen toteuttamisen lähtökohtana voidaan pitää sitä, että ollakseen järkevää liike-
toimintaa, niiden tulee myös kyetä tuottamaan taloudellista lisäarvoa.

1.2 Tutkimuksen tarkoitus ja aiheen raja

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on tutkia eurooppalaisten pankkisektorin toimijoiden tekemiä yrityskauppoja. Tutkimuksessa ollaan kiinnostuneita selvittämään ostavina osapuolina toimivien pankkien osakekurssissa tapahtuneita muutoksia lyhyellä aikavälillä. Yrityskaupan julkaisemisen jälkeisen kurssimuutoksen lisäksi huomiota kiinnitetään kurssin kehitykseen ennen julkaisua. Mateev (2017) havaitsi omassa eurooppalaisten yhtiöiden tekemiin yrityskauppoihin keskittyneessä tutkimuksessaan, että osan yhtiöistä osakekurssissa oli havaittavissa tilastollisesti merkitseviä epänormaaleja tuottoja kahta päivää ennen kaupan julkaisemista. Yksi tämän tutkimuksen näkökulmista on selvittää, onko vastaavaa tietovuotoja indikoivaa vaikutusta havaittavissa myös eurooppalaisten pankkien tekemissä yrityskaupoissa.

Tutkimus on rajattu koskemaan ainoastaan sellaisia yrityskauppoja, joissa sekä kohde- että hankkijaosapuoli ovat eurooppalaisia pankkisektorin toimijoita. Pankkisektorilla vaikuttavan voimakkaan sääntelyn ja toimialan erityisluonteen vuoksi tutkimus on vertailtavuuden vuoksi rajattu koskemaan pelkästään länsieurooppalaisia maita. Näihin kuuluvat tässä tutkimuksessa Alankomaat, Belgia, Espanja, Irlanti, Islanti, Iso-Britannia, Italia, Kreikka, Liechtenstein, Luxemburg, Monaco, Norja, Puola, Portugali, Ranska, Ruotsi, Saksa, Suomi, Sveitsi ja Tanska. Akateemisen kirjallisuuden mukaan oston kohteena olevan yhtiön osakkeenomistajat saavat lähes poikkeuksetta normaalista poikkeavan tuoton. Ostavan osapuolen osalta aikaisempi tutkimus osoittaa hyötyjen olevan ristiriitaiset ja tästä syystä tässä tutkimuksessa ollaan kiinnostuneita tutkimaan yrityskauppoja ainoastaan ostavana osapuolena olevien pankkien näkökulmasta. (Bruner 2004.)

Kansallisten yrityskauppojen määrän kasvun ohella myös rajat ylittävien yrityskauppojen määrä on ollut viimeisten vuosikymmenien aikana selvässä kasvussa. Martynova ja Renneboog (2006) havaitsivat eurooppalaisten yhtiöiden vuosien 1993 ja 2001 välillä tekemiä yrityskauppoja koskevassa tutkimuksessaan, että rajat ylittävissä yrityskaupoissa ostavan osapuolen normaalista poikkeava tuotto oli keskimääräisesti matalampi verrattuna maiden rajojen sisällä tapahtuviin kauppoihin. Mateev ja Andonov (2016) kuitenkin päätyivät omassa vastaavanlaisessa tutkimuksessaan päinvastaisiin tuloksiin. Aikaisempien empiiristen tulosten ristiriitaisuuden vuoksi tässä tutkimuksessa vertaillaan myös sitä, poikkeavatko maiden rajojen ylittävien yrityskauppojen tuotot lyhyellä aikavälillä maiden rajojen sisällä tapahtuvista kaupoista.

Koko aineistoon kohdistuvan empiirisen tarkastelun lisäksi tutkimuksessa analysoidaan yrityskauppoja myös pienemmissä osissa. Aikaisempien tutkimusten mukaan Iso-Britannian markkinat poikkeavat monin tavoin Manner-Euroopan vastaavista. Merkittävimpiä eroja ovat muun muassa isobritannialaisten yhtiöiden hajautuneempi omistusrakenne (Faccio & Lang 2002) sekä kehittyneemmät pääomamarkkinat ja suurempi sijoittajien suoja (La Porta ym. 1998). Näistä eroavaisuuksista johtuen yksi tämän tutkimuksen näkökulmista on selvittää,

eroavatko saadut tulokset isobritannialaisten ja mannereurooppalaisten pankkien tekemien yrityskauppojen välillä.

Tutkimusongelmat voidaan esittää seuraavien tutkimuskysymysten kautta:

- (1) Ovatko Euroopan pankkisektorilla toteutetut yrityskaupat vaikuttaneet niissä ostavana osapuolina olevien yhtiöiden arvoihin lyhyellä aikavälillä?**
- (2) Poikkeavatko saadut tulokset isobritannialaisten ja muiden länsieurooppalaisten yhtiöiden välillä?**
- (3) Poikkeavatko saadut tulokset maiden rajat ylittävien yrityskauppojen ja maiden rajojen sisälle tapahtuvien kauppojen välillä?**

Tutkimuksen menetelmänä sovelletaan tapahtumatutkimusta, joka on tyypillinen taloustieteissä käytettävä menetelmä, kun kiinnostuksen kohteena on uuden informaation vaikutus arvopaperimarkkinoihin (Peterson 1989, MacKinley 1997). Tässä tutkimuksessa ollaan kiinnostuneita selvittämään yrityskaupan julkaisemisen vaikutuksia ostavan osapuolen osakekurssiin. Menetelmän taustalla on oletus tehokkaista markkinoista, jonka mukaan uusi informaatio heijastuu välittömästi yhtiöiden arvoihin. Tästä johtuen tapahtumien vaikutusta voidaan mitata niissä osallisina olleiden yhtiöiden osakemarkkina-aineiston avulla.

Tutkimuksessa on otettu huomioon ainoastaan 1.1.2009-31.11.2017 välisenä aikana loppuun asti toteutetut yrityskaupat. Käyttävä aineisto on hankittu Thomson Reutersin ylläpitämästä DataStream-tietokannasta ja se sisältää yhteensä 109 pankkisektorin toimijoiden tekemää kauppaa. Sellaiset kaupat, jotka eivät täyttäneet vaadittuja kriteerejä, tai joista puuttui olennaista informaatiota, ovat rajattu pois tutkimuksesta. Rajauksessa käytettävistä kriteereistä kerrotaan tarkemmin aineistoa ja menetelmiä käsittelevässä kappaleessa.

Tutkittavat yrityskaupat on rajattu koskemaan ainoastaan pankkisektoria. Pankkisektori käsittää laajan joukon erilaisia toimijoita ja yrityksiä, jotka mahdollistavat maailman- ja kansantalouden toiminnan tarjoamalla rahoituspalveluita sekä yritys- että henkilöasiakkaille. Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön, OECD:n, määritelmän mukaan pankkisektori koostuu instituutioista ja instrumenteista, jotka mahdollistavat liiketoimien suorittamisen varmistamalla pääoman liikkumisen ylijäämätalouksilta alijäämätalouksille (OECD 2017). Alan toimijoiden tärkeimpiin tehtäviin kuuluvat varallisuuden allokoiminen, riskien ajallinen ja määrällinen hajauttaminen, maksuliikenteen mahdollistaminen, rahoitusmuotojen hinnoittelu sekä rahoitussopimusten likviditeetin parantaminen (IMF 2017).

Tutkimuksen rakenne on seuraava. Luvussa 2 luodaan aluksi johdatus aihepiiriin ja siinä esitellään siihen liittyviä keskeisiä käsitteitä ja erityispiirteitä. Luku 3 käsittelee yrityskauppojen toteuttamisen taustalla vaikuttavia motiiveja akateemisen kirjallisuuden kautta. Neljännessä luvussa keskitytään esittelemään aikaisempaa yrityskauppoihin keskittyvää tutkimusta. Luvussa 5 esitellään tämän tutkimuksen aineisto sekä siihen liittyvät rajaukset ja empiirisen osuuden toteutuksessa käytettävät menetelmät. Viimeiset kaksi lukua esittelevät tämän tutkimuksen tulokset ja niihin liittyvät johtopäätökset.

2 YRITYSKAUPAT

2.1 Yrityskaupan määritelmä

Yrityskauppa tarkoittaa laajan määritelmänsä mukaan tapahtumaa, jossa tietyt liiketoimintaresurssit tai niiden osa yhdistetään saman päätösvallan alle. Yrityskaupat ovat yksi tapa tehdä yritysjärjestelyjä, joiden kautta yrityksen omaisuutta tai liiketoimintaa luovutetaan tai yrityksen rakennetta muutetaan. Yrityskaupat voivat sisältää useita erilaisia tapahtumia, kuten sulautumisia, yritysostoja, jakautumisia, tarjousanteja, varojen hankkimista sekä yritysjohtoon liittyviä järjestelyjä (Immonen 2015, 34-36). Kilpailulaissa (2011) yrityskaupan määritellään tarkoittavan määräysvallan tai vastaavan tosiasiallisen määräysvallan hankkimista, elinkeinonharjoittajan koko liiketoiminnan tai sen osan hankkimista, sulautumista tai sellaisen yhteisyrityksen perustamista, joka huolehtii pysyvästi kaikista itsenäiselle yritykselle kuuluvista tehtävistä.

Englanninkielisessä kirjallisuudessa yrityskaupoista puhutaan usein käsitteellä "mergers and acquisitions" (M&A) tai "mergers and takeovers". Termi on vakiintunut myös suomenkieliseen kirjallisuuteen ja talousaiheisissa kirjoituksissa puhutaan usein esimerkiksi M&A-kaupoista. Vaikka yrityskauppojen yhteydessä näistä kahdesta sanasta puhutaan usein synonyymeinä eroavat ne käytännön prosesseina jonkin verran toisistaan. Termillä "merger" viitataan sulautumisiin eli tilanteisiin, joissa kaksi yhtiötä yhdistyy yhdeksi. Teoriassa osapuolet ovat tasavertaiset kumppanit, jotka pyrkivät sulautumisen kautta tehostamaan toimintaansa sekä kasvattamaan liiketoimintaansa ja markkinaosuuttaan. Käytännössä sulautumisten yhteydessä toinen, vastaanottava yhtiö omistaa kaikki tai suurimman osan sulautuvan yhtiön osakkeista. "Acquisition" puolestaan tarkoittaa tilannetta, jossa toinen yhtiö hankkii toisen yrityksen osaksi omaa liiketoimintaansa. Tyypillisesti suurempi yritys ostaa tietyn määrän kohdeyrityksen osakkeita ja tätä kautta määräysvaltaa. Kun halutaan korostaa kyseessä olevan nimenomaan yritysosto, voidaan käyttää englanninkielen sanasta acquisition johdettua termiä akvisitio. (Immonen 2015, 18-19.)

Yleisellä tasolla puhuttaessa yrityskauppojen voidaan katsoa käsittävän sekä sulautumiset että yritysostot, sillä ne molemmat viittaavat uudelleenjärjestelyihin, joissa omistusoikeus siirtyy yhdeltä osapuolelta (kohde) toiselle (hankkija). Yhtiöoikeus- ja verolainsäädännön näkökulmasta rajanvedolla näiden kahden toimenpiteen välille on kuitenkin merkitystä. (Immonen 2015, 18-19, 28.) Esimerkiksi osakeyhtiölaissa sulautuminen on tarkkaan rajattu toimenpide, johon liittyy erityistoimenpiteitä, ja jonka seurauksena sulautumisen kohteena oleva yhtiö lopulta purkautuu (OYL 16:2 §).

2.2 Yrityskauppojen luokittelua

Yrityskaupat voidaan jakaa niiden toteuttamistavan perusteella liiketoimintakaupoiksi ja omistuskaupoiksi. Tyypillisesti yrityskauppa toteutetaan kokonaan toisella näistä vaihtoehtoista, mutta joissakin tilanteissa myös sekamuodon käyttö on mahdollista. Esimerkiksi itse transaktio voidaan toteuttaa liiketoimintakauppana, mutta osa kauppahinnasta hoidetaan osakekauppana. (Huikuri ym. 2016, 133). Liiketoimintakaupassa, josta käytetään myös nimitystä substanssi-kauppa, ostava osapuoli hankkii omistukseensa hankkijaosapuolen liiketoiminnan ja siihen sitoutuneen omaisuuden kokonaan tai osittain (Immonen 2015, 75). Kaupassa siirtyvät erikseen sovittava omaisuus, oikeudet ja velvollisuudet. Velkojen siirtyminen liiketoimintakaupan osana edellyttää velkojen erillistä suostumusta. (Huikuri ym. 2016, 10-11; 128-129.)

Omistuskaupasta taikka yhtiöosuuskaupasta puhuttaessa elinkeinotoimintaa harjoittavan yhtiön osakkeet tai osuudet siirtyvät toisen yhtiön haltuun. Kaupan seurauksena hankkijaosapuolen hallintaan siirtyy joko vähemmistöosuus tai määräysvaltaan oikeuttava määrä yhtiön osakkeita. (Immonen 2015, 35.) Siirtyvien osuuksien määrällä ja määräysvallalla on merkitystä esimerkiksi yhtiökokouspäätösten tekemiseen. Osakeyhtiölaissa säädetään päätöksistä, jotka edellyttävät määräenemmistöä. Tämä tarkoittaa sitä, että vähintään kaksi kolmasosaa annetuista äänistä kannattaa kyseistä ehdotusta (OYL 5:27 §).

Yrityskauppoja voidaan myös luokitella sen mukaan, toimivatko osapuolina olevat yhtiöt samalla toimialalla tai kilpailevatko ne samoista asiakkaista. Tenhusen ja Wernerin (2000, 13) mukaan luokittelulla on merkitystä etenkin yrityskauppojen onnistumista arvioitaessa. He jakavat yritysostot ekspansiivisiin ja diversifioiviin yritysostoihin. Ekspansiiviset eli laajenemista tavoittelevat yrityskaupat tapahtuvat samalla toimialalla. Niiden yhteydessä puhutaan usein horisontaalisista- tai vertikaalisista kaupoista. Horisontaalisessa yrityskaupassa osapuolet toimivat samalla toimialalla, ja niiden hyödykkeet ja palvelut ovat substituutteja, jotka kilpailevat keskenään. Ostamalla saman tuotantoportaan yrityksen hankkijaosapuoli pyrkii saavuttamaan suuremman markkinaosuuden. Horisontaalinen yrityskauppa vaikuttaa suoraan markkinatasapainoon vähentämällä kilpailevien tuotteiden tai palveluiden määrää. Tyypillinen horisontaalinen yrityskauppa on kyseessä silloin, kun suuri yritys ostaa samalla alalla toimivan pienemmän yrityksen. (Gaughan 2015, 15-16; Tenhunen & Werner 2000, 13; Katramo ym. 2013, 26-27.)

Vertikaalisessa yrityskaupassa osapuolet toimivat samalla toimialalla, mutta tuotteet tai palvelut eivät kilpaile suoraan keskenään. Yhtiöt toimivat jakelu- tai tuotantoketjun eri vaiheissa, ja ne saattavat käyttää toisen yhtiön tuotteita osana omien tuotteidensa tai palvelujensa valmistusprosessia. Vertikaalisen yrityskaupan tarkoituksena on varmistaa tuotteiden toimitus tai hankkia lisää jakelu- ja markkinointikanavia. Toisaalta tarkoituksena voi olla myös ostettavan yhtiön maineen ja brändin hyödyntämisestä. Vertikaalisella yrityskaupalla ei ole horisontaalisen kaupan tavoin suoraa vaikutusta markkinoille, mutta se saattaa

vaikuttaa yhtiöiden markkinaosuuksiin epäsuorasti, esimerkiksi tehostamalla kaupan osapuolten toimintaa (Gaughan 2015, 15-16; Katramo ym. 2013, 26-27.)

Diversifioivien yrityskauppojen tarkoituksena on laajentaa toimintaa uusille liiketoiminnan osa-alueille. Toimialat ylittävien ostojen yhteydessä puhutaan usein konsentrisista tai konglomeratiivisista yrityskaupoista. Konsentrisessa yritysostossa osapuolten toimialoilla ei ole tuotannollista yhteyttä, mutta niistä löytyy muita yhteneväisyyksiä. Tässä tapauksessa mahdolliset hyödyt perustuvat siihen, että yhtiöiden tutkimus- ja kehitystoiminta, jakelukanavat tai markkinointi ovat samankaltaisia. Konglomeratiivisessa yrityskaupassa kaupan osapuolet toimivat eri toimialoilla ja tuottavat erilaisia tuotteita ja palveluita. Yritysostojen kautta saatavat edut perustuvat muihin kuin reaali-prosessin toimintoihin. Tällaisten monialaisten yrityskauppojen tarkoituksena on hajauttaa liiketoimintaan liittyä riskejä ja siirtyä kokonaan uudelle toimialalle. Toisaalta liian laajalle hajautunut toiminta asettaa yhtiöille omat haasteensa (Tenhunen & Werner 2000, 13; Katramo ym. 2013, 28.)

Yksi yrityskauppojen luokitteluperuste on se, onko kyseessä yritysosto vai sulautuminen. Osakeyhtiölaissa (2006) sulautuminen määritellään toimenpiteeksi, jossa sulautuvan yhtiön varata ja velat siirtyvät vastaanottavalle yhtiölle. Sulautuva yhtiö purkautuu ja sulautuvan yhtiön osakkeenomistajille sekä optio-osuuksien ja muiden oikeuksien haltijoille syntyy oikeus sulautumisvastikkeeseen, joka on vastaanottavan yhtiön osakkeita, rahaa, muuta omaisuutta tai sitoumuksia. Liiketoimintaa siis jatketaan sulautumisen jälkeen yhdessä yhtiössä. Lain mukaan sulautumiset voidaan jakaa absorptiosulautumiseen sekä kombinaatiosulautumiseen. (OYL 16:2 §; Katramo ym. 2013, 190-192)

Absorptiosulautuminen tarkoittaa toimenpidettä, jossa kohdeyhtiöön sulautetaan toinen osakeyhtiö. Tässä tapauksessa vastaanottavana osapuolena voi olla ainoastaan yksi yhtiö, mutta siihen sulautuvia yhtiöitä voi olla useampia. Mikäli sulautumiseen osallistuvat yhtiöt omistavat kaikki sulautuvan yhtiön osakkeet, optio-oikeudet ja muut oikeudet, kyseessä on absorptiosulautumisen erityistapaus tytäryhtiösulautuminen. Tässä tapauksessa sulautumisvastiketta ei anneta, koska emoyhtiö omistaa valmiiksi jo kaikki tytäryhtiönsä osakkeet (OYL 16:2 §.) Immosen (2015, 166) mukaan tytäryhtiösulautuminen on yleisin sulautumismuoto, sillä vähemmistöomistajien puuttuminen tekee prosessista normaalia absorptiosulautumista yksinkertaisemman. Toinen absorptiosulautumisen erityistapaus on kolmikantasulautuminen, joka poikkeaa tavallisesta sulautumisesta siten, että sulautumisvastikkeen maksaa jokin muu yhtiö kuin vastaanottava yhtiö (OYL 16:2 §). Käytännössä tämä tarkoittaa useassa tapauksessa vastaanottavan yhtiön emoyhtiötä (Huikuri ym. 2016, 59-69).

Kombinaatiosulautumisessa kaksi tai useampi osakeyhtiötä sulautuu perustamalla yhdessä vastaanottavan yhtiön, joka vastaanottaa niiden varat ja velat (OYL 16:2 §). Uuden yhtiön sulautumissuunnitelma korvaa normaalisti perustettavan osakeyhtiön perustamissopimuksen, sekä täytäntöönpanoilmoitus yhtiön perustamisesta tehtävän ilmoituksen (Immonen 2015, 168).

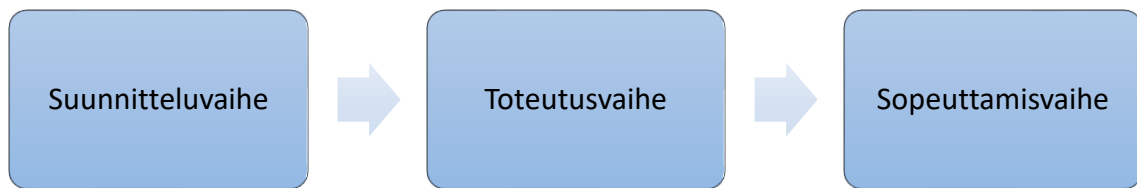


Kuvio 2. Yrityskauppojen luokittelu (mukailten Tenhunen & Werner 2000)

2.3 Yrityskauppaprosessi

Yrityskauppojen tarkoituksena on muokata yrityksen toimintaa tai rakennetta paremmin sen strategiaa palvelevaksi. Strategian tarkoituksena on määrittää yrityksen pitkän ja keskipitkän aikavälin tavoitteet. Tavoitteisiin voivat kuulua yrityksen arvon kasvattaminen, kilpailuaseman parantaminen tai osaamisen laajentaminen. Lisäksi strategisina tavoitteina mainitaan usein yrityskauppoihin liittyvät synergiahyödyt (Gaughan 2010). Yrityskauppa voidaan toteuttaa usealla eri menetelmällä ja valintaan vaikuttaa haluttu lopputulos. Monivaiheinen prosessi vaatii etenkin sen ostajaosapuolelta huolellista suunnittelua (Katramo ym. 2013, 19).

Yrityskauppaprosessi koostuu sekä kauppaa edeltävistä valmistavista toimenpiteistä sekä kaupan toteuttamisen jälkeisistä järjestelyistä. Valmisteluvaihe koostuu nimensä mukaisesti kauppaan liittyvistä valmistelutoimenpiteistä, kuten analyyseistä ja tiedonkeruusta. Jälkihoitovaiheen tarkoituksena on varmistaa mahdollisimman onnistunut integraatio sulautuneiden yhtiöiden tai liiketoiminnan osasten välillä. Usein näiden kahden vaiheen välillä on vaikea vetää tarkkaa rajaa, sillä useat prosessit tapahtuvat samanaikaisesti ja niiden järjestys vaihtelee yrityskauppakohtaisesti. (Haspeslagh & Jemison 1991.) Immosen (2015, 44-45) mukaan jokainen yrityskauppaprosessi on ainutlaatuinen ja hän erottaa siitä kolme toisiaan seuraavaa vaihetta: suunnitteluvaiheen, johon sisältyy ostokohdeiden identifiointia ja valintaa, toteutusvaiheen, jossa neuvotellaan tarvittavat sopimukset ja tehdään kauppakirjat, sekä sopeuttamisvaiheen, jossa ostokohde integroidaan osaksi ostavaa yritystä.



Kuvio 3. Yrityskauppaprosessin eteneminen (mukaiillen Immonen 2015)

Ensimmäisessä suunnitteluvaiheessa yritys laatii ostostrategian, jonka tarkoituksena on varmistaa, että kauppa tukee yhtiön liiketoimintaa (Immonen 2015, 45). Tenhusen ja Wernerin (2000) mukaan yhtiön tulee ensiksi määrittellä strategiset minimivaatimukset, joilla pyritään rajaamaan potentiaalisten ostokohteiden joukkoa. Näitä kriteereitä ovat esimerkiksi ostettavan yrityksen toimiala, ostokohteen markkinaosuus sekä ostokohteen koko (Tenhunen & Werner 2000, 17). Tämän tarkoituksena on löytää hankkijayrityksen kannalta potentiaalisimmat ostokandidaatit. Sopivien ostokohteiden identifioimisen lisäksi suunnitteluvaihe sisältää valikoitujen kohteiden tarkempaa kartoittamista ja taloudellisen tilanteen määrittelyä. (Immonen 2015, 45.) Arvonmäärityksessä voidaan käyttää useita erilaisia arvonmääritysmalleja. Yksittäisen yrityksen taloudellista tilannetta ja tunnuslukuja arvioitaessa on keskeistä verrata saatuja arvoja vertailuyritysten lisäksi koko toimialan keskiarvoon. Näin yrityksen arvostusta voidaan analysoida kyseisillä markkinoilla. (Kallunki & Niemelä 2004, 65-66.)

Suunnitteluun liittyy olennaisesti myös kaupan ulkoisten vaikutusten, kuten markkinariskin, verotuksen ja kirjanpidollisten seikkojen selvittäminen. Samoin hankkijaosapuolen tulee pohtia yrityskaupan toteuttamistapoja, sillä näillä on merkitystä esimerkiksi rahoitusvaihtoehtojen saatavuuteen. Ennen kaupan toteuttamista osapuolet käyvät neuvotteluita, joiden tavoitteena on osapuolten näkemysten yhteensovittaminen. (Katramo ym. 2013, 45-50.) Neuvottelujen kuvataan usein olevan kriittinen vaihe yrityskaupan onnistumisen kannalta (Parola & Ellis 2014). Suunnitteluvaiheen voidaan katsoa sisältävän tiettyjä yrityskaupan onnistumisen kannalta kriittisiä osioita, joiden käytännön toteuttaminen, kesto ja järjestys vaihtelevat tapauskohtaisesti.

Gomes ym. (2013) määrittelevät aikaisempaan akateemiseen kirjallisuuteen perustuen yrityskaupan suunnittelun sisältävän seitsemän keskeistä menestystekijää. Näitä ovat strategisten kumppaneiden valinta ja arviointi, oikean kauppahinnan määrittely, kohdeyrityksen koon ja organisaation arviointi, kokonaisvaltaisen strategian määrittelemine ja aikaisempi yrityskauppakokemus, tutustumisvaihe, kommunikaatio ennen kaupan toteuttamista sekä yrityskaupan jälkeinen palkkiopolitiikka.

Osapuolten suorittamalla tarkastuksella eli due diligencellä on keskeinen rooli yrityskauppojen suunnittelussa. Sen tarkoituksena on antaa selkeä kuva yrityskaupan kohteesta ja sen arvosta. Howsonin (2003) mukaan due diligencen

tarkoituksena on auttaa ostavaa yritystä varmistumaan siitä, että ne ovat saamassa sen, mitä kaupassa tavoittelevat. Due diligence edellyttää huolellisuutta, ja siinä kartoitetaan kauppaan liittyviä riskejä ja vastuita ennakolta. Due diligence -tarkastus voidaan jakaa useaan vaiheeseen, jotka toteutuvat sitä mukaan, kun yrityskauppaprosessi etenee. Tarkastuksen tarkoituksena on varmistaa, että yrityskauppa täyttää sille asetetut ehdot ja tavoitteet. (Katramo ym. 2013, 50-57.)

Lähtökohtaisesti due diligencen ajatellaan olevan mahdollisimman objektiivinen ja neutraali lähestymistapa. Kuitenkin maiden rajat ylittävissä yrityskauppoissa osapuolten poikkeavat odotukset due diligenceä kohtaan voivat poiketa merkittävästi. Maiden väliset kulttuurilliset erot voivat johtaa moniin virheellisiin oletuksiin. Agwinin (2007) mukaan näiden eroavaisuuksien tiedostaminen ja huomioon ottaminen on yksi tärkeimmistä tekijöistä kansainvälisen yrityskaupan suunnittelussa. Gleish, Kierans ja Hasselback (2010) nostavat strategisen sopivuuden, sekä kulttuurilliset ja organisaatioon liittyvät erot tärkeimmiksi muuttujiksi onnistuneen due diligencen toteuttamisessa.

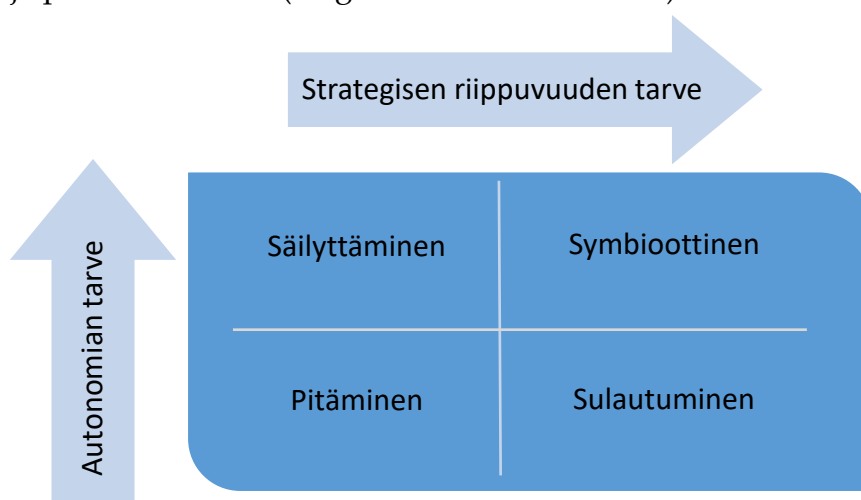
Suunnittelua seuraa toteutusvaihe, jonka tarkoituksena on kirjoittaa kauppasopimus ja saattaa näin kauppa loppuun. Usein osapuolet muodostavat alustavien neuvottelujen pohjalta aiesopimuksen, jonka päämääränä on luoda raamit lopulliselle sopimukselle. Aiesopimuksen sisältö määräytyy kauppakohtaisesti, mutta tyypillisesti siinä määriteltäviä asioita ovat alustava kauppahinta, sopimuksen voimassaolo, ehdollisuudet sekä korvausvelvollisuus. Lopullisessa kauppasopimuksessa määritellään tarkemmin kauppaan sisältyvät ehdot sekä käytännön järjestelyt. Ehtoihin voi sisältyä maksutapoihin, salassapitoon tai ilmoitusvelvollisuuksiin liittyviä tekijöitä. Sopimuksen voimaantulo voi edellyttää osapuolilta myös tiettyjä toimenpiteitä, jotka liittyvät esimerkiksi due diligence -tarkastuksessa tehtyihin havaintoihin. (Katramo ym. 2013, 57-58, 337-356; Immonen 2015, 45.)

Viimeisenä tulevan sopeuttamisvaiheen tärkein tehtävä on hankitun yhtiön integroinnin suunnittelu ja toteuttaminen käytännössä. Integraation tavoitteena on sopeuttaa hankittu yritys onnistuneesti osaksi hankkijaosapuolen liiketoimintaa ja sen puutteellisen toteuttamisen on havaittu olevan keskeinen syy yrityskauppojen epäonnistumiselle (Schweiger & Denisi 1991). Katramon ym. (2013, 445) mukaan ensimmäiset sata päivää ovat erityisen kriittisiä sopeutumisen onnistumisen kannalta. Integraatioon sisältyvät haasteet liittyvät esimerkiksi toiminnallisiin resursseihin, tuotantoprosesseihin, laskenta- ja informaatiojärjestelmiin sekä sosiaalisiin rakenteisiin (Immonen 2015, 45-46). Sopeuttamisvaiheen kulmakiviä ovat hyvin suunniteltu liiketoimintastrategia, tarkempi integraatio-suunnitelma ja vastuuhenkilöiden määrittäminen, onnistunut muutosjohtaminen sekä avoin viestintä työntekijöiden ja yritysjohton välillä (Katramo ym. 2013, 445-450).

Integraation monimutkaisuus on johtanut siihen, että akateemisessa kirjallisuudessa sitä on lähestytty monien eri viitekehysten kautta. Eräs tunnetuimmista varhaisista lähestymistavoista on alun perin Haspeslaghin ja Jemmisonin (1991) esittelemä malli, jonka mukaan integraation toteuttaminen on riippuvainen kaupan osapuolina olevista organisaatioista. Malli lähtee liikkeelle kahdesta

eri ulottuvuudesta, jotka ovat organisaation autonomian tarve sekä strategisen riippuvuuden tarve. Näitä kahta ulottuvuutta tarkastelemalla organisaation on mahdollista havainnoida millaisia toimenpiteitä integraation onnistuminen edellyttää. Angwinin ja Meadowsin (2009) mukaan etenkin sellaisissa yrityksissä, joissa organisaatiokulttuuri näyttelee merkittävää osaa yrityksen arvosta, on tärkeää varmistaa riittävä autonomia. Vastaavasti organisaatiokulttuurin ollessa vähemmän tärkeässä asemassa, tilanne ei edellytä yhtä suurta autonomista tasoa. Strategisen riippuvuuden tarvetta puolestaan voidaan tarkastella kaupan sisältyvän arvonluonnin näkökulmasta. Korkean strategisen riippuvuuden tarve on perusteltua tilanteissa, joissa yrityskaupan synergiaedut syntyvät pitkällä ajanjaksolla. Vastaavasti mikäli arvonluonti tapahtuu pääosin itse kauppatahtuman yhteydessä, ei integraatio edellytä yhtä korkeaa strategista riippuvuutta osapuolten välillä. (Angwin & Meadows 2009.)

Autonomian sekä strategisen riippuvuuden tarve johtavat neljään organisaation integraatiotyyppiin, joita ovat säilyttäminen, hallussapito, sulautuminen ja symbioottinen. Tässä tapauksessa säilyttäminen tarkoittaa strategiaa, jossa on tärkeää huolehtia organisaation riittävästä autonomiasta, ja jonka mukaan suulle strategiselle riippuvuudelle ei ole tarvetta. Tämä tarkoittaa tilannetta, jossa kaupan osapuolet jatkavat toimintaansa lähes itsenäisinä, toisistaan riippumattomina yksikköinä. Pitäminen puolestaan on strategia, joka edellyttää kaikista vähiten integraatiotoimenpiteitä, sillä sekä autonomian että strategisen riippuvuuden tarve ovat vähäiset. (Angwin & Meadows 2009.) Haspelaghin ja Jeminsonin (1991) mukaan sulautuminen puolestaan on strategia, joka edellyttää kaupan kohteena olevan firman kulttuurin, organisaation ja toimintojen lähes sopeuttamista ostavan yhtiöön. Viimeinen eli symbioottinen strategia edustaa ajattelumallia, jossa kaksi yhtiötä kykenee saavuttamaan parempia tuloksia voimavaransa yhdistämällä. Kummankin yhtiön on syytä pitää korkea autonomia, mutta samalla integraation onnistuminen edellyttää yhteistä strategista suunnittelua ja päätöksentekoa. (Angwin & Meadows 2009.)



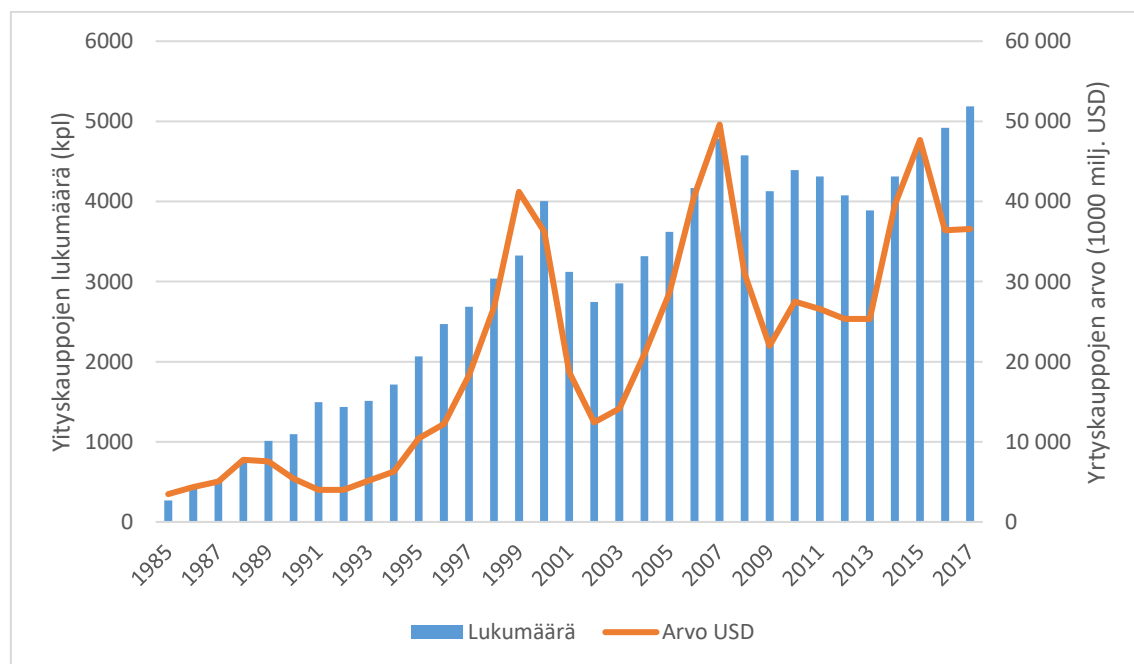
Kuvio 4. Yrityskaupan jälkeiset integraatiostrategiat (mukailien Hasperlagh & Jemmison 1991)

2.4 Yrityskauppa-aallot

2.4.1 Yrityskauppa-aaltojen esiintyminen

Taloudellisten kasvu- ja nousukausien tapaan yrityskauppojen määrän on todettu laskevan ja nousevan sykleittäin (Bruner 2004; Golbe & White 1993). Kuten tässä tutkimuksessa on aikaisemmin mainittu, yrityskauppojen määrä on ollut viimeisten parin vuosikymmenen aikana ennätyskallista korkeaa. Tällä hetkellä transaktioiden ominaispiirteinä ovat etenkin suuret, rajat ylittävät yritysostot sekä fuusiot. (KPMG 2017.) Yrityskauppa-aaltojen syiksi on esitetty monia eri teorioita ja perusteluita, joita ovat muun muassa talouden ja pääomamarkkinoiden elpyminen, rakenteelliset muutokset, innovaatiot ja teknologian kehittyminen sekä yritysten tarve sopeutua markkinaympäristössä tapahtuviin muutoksiin (Gaughan 2015).

Vaikka jokaisella yrityskauppa-aallolla on ainoastaan sille tyypillisiä ominaispiirteitä, voidaan kaikkien näiden väliltä löytää myös yhteisiä tekijöitä. Jokainen yrityskauppa-aalto on esiintynyt jonkin suuren markkinoihin vaikuttaneen shokin, kuten sodan tai pörssiromahduksen, jälkeisenä aikana. Yrityskauppojen määrän on myös tutkimusten mukaan todettu lisääntyvän markkinoiden yleisen noususuhdanteen aikana, koska silloin yrityksillä on käytössään enemmän rahaa kauppojen toteuttamiseen. Vastaavasti yrityskauppojen määrän on huomattu vähenevän taantumien aikana. Kaikki kuusi aikaisempaa aaltoa ovat myös päättyneet markkinoiden romahtaessa. (Martynova & Renneboog, 2005; Rhodes-Kropf, Robinson and Viswanathan 2005.)



Kuvio 5. Yrityskauppojen määrän kehitys globaalisti 1985-2017 (suomennos IMAA 2017)

Taloustieteellisen kirjallisuuden mukaan markkinat ovat kokeneet yhteensä kuusi yrityskauppa-aaltoa. Ensimmäinen, 1890-luvulla syntynyt aalto, tunnetaan englanninkielisessä kirjallisuudessa nimellä "Great Merger Wave". Aallon katsotaan olleen seurausta taloudellisista ja teknologisista muuttoksista. Tästä johtuen monille toimialoille, kuten öljy-, metalli- ja rautatieteellisyyteen syntyi monopoliaseman saavuttaneita suuryhtiöitä. Ensimmäinen yrityskauppa-aalto päättyi vuosien 1903-1905 aikana tapahtuneeseen pääomamarkkinoiden romahtamiseen. Toinen yrityskauppa-aalto kehittyi ensimmäisen maailmasodan loputtua 1920-luvulla. Syynä tähän oli Yhdysvalloissa tapahtunut pienten- ja keskisuurten yhtiöiden sääntelyn vapauttaminen. Ajanjakson yrityskaupoille tyypillistä oli vertikaalinen integraatio, jossa yhtiöt pyrkivät hallitsemaan useampaa vaihetta tuotantoportaassa. Osakemarkkinoiden romahdus vuonna 1929 päätti toisen yrityskauppa-aallon. (Gaughan, 2015; Martynova & Renneboog 2008.)

Kolmannen yrityskauppa-aallon katsotaan saaneen alkunsa 1950-luvun puolivälissä. Se poikkesi aikaisemmista aalloista siinä mielessä, että se kesti lähes kaksi vuosikymmentä. Sille luonteenomaista olivat konglomeratiiviset yrityskaupat, joiden seurauksena syntyi lukuisia monialayhtiöitä. Aallon katsotaan päättyneen 1970-luvun alussa maailman markkinat taantuneeseen ajaneeseen öljykriisiin. Neljäs aalto puolestaan kehittyi 1980-luvun alussa markkinoilla tapahtuneiden muutosten seurauksena. Useilla toimialoilla otettiin käyttöön uusia lakeja ja säädöksiä, joiden seurauksena aikaisempi sääntely purkautui. Rahoitusmarkkinoille ilmestyi useita uusia sijoitustuotteita ja monet toimialat uudistuivat teknologian kehityksen seurauksena. Useat tehottoman taloudellisen rakenteen omaavat yritykset joutuivat aggressiivisten yrityskauppojen kohteeksi. Vuoden 1987 markkinaromahdus päätti neljännen aallon. (Gaughan, 2015; Martynova & Renneboog 2008.)

Viides aalto alkoi 1990-luvun alussa talouden elpymisen ja pääomamarkkinoiden nousun seurauksena. Neljännen aallon tavoin useat toimialat elivät muutoksessa, joka houkutteli yhtiöitä yrityskauppoihin. Täysin uutena tekijänä viidennessä aallossa olivat sen globaalit vaikutukset. Aikaisemmin yrityskauppa-aallot olivat keskittyneet pääosin Yhdysvaltojen markkinoille, mutta nyt yrityskaupat lisääntyivät myös Euroopan ja Aasian markkinoilla. Viidennen aallon katsotaan päättyneen vuosikymmenen vaihteen IT-kuplaan. Kuudes yrityskauppa-aalto koettiin vuosien 2003 ja 2008 välillä, jolloin kansainvälisten markkinoiden kehittyminen ja kilpailun avautuminen johtivat osakekurssien voimakkaaseen nousuun. Ratkaisevana tekijänä aallon päättyemisessä voidaan pitää pääosin Yhdysvalloista alkanutta asuntomarkkinoiden lainakriisiä, joka johti rahoitussektorin finanssikriisiin ja maailmanlaajuiseen taantumiseen. (Gaughan, 2015; Martynova & Renneboog 2008.) Subprime-kriisin ja sitä seuranneen finanssikriisin jälkeen markkinat ovat olleet jatkuvassa kasvussa. Kuten tässä tutkielmassa on aikaisemmin mainittu, muun kehityksen ohella myös yrityskauppojen määrä on lähes poikkeuksetta lisääntynyt. Talousalan kirjallisuudessa on esitetty näkemyksiä joiden mukaan tällä hetkellä on käynnissä seitsemäs yrityskauppa-aalto, jonka ominaispiirteitä ovat etenkin rahamääräisesti suuret transaktiot (mega

deals). Tieteellisesti tähän saadaan kuitenkin varmoja vastauksia vasta tulevaisuudessa (CAIA 2015.)

2.4.2 Yrityskauppa-aaltoja selittävät teoriat

Yrityskauppojen syklisyyttä on tutkittu runsaasti ja aaltoliikkeelle on etsitty perusteluja useiden eri teorioiden kautta. Martinovan ja Renneboogin (2008) ovat esittäneet näkemyksen, jonka mukaan yrityskauppa-aaltojen taustalla olevat teoriat voidaan jakaa neljään ryhmään. Ensimmäisen mukaan aaltoliike on seurausta markkinoilla tapahtuvista muutoksista, jotka kiihdyttävät yrityskauppojen syntymistä. Toinen ja kolmas teoria tarkastelevat aihetta johdon motiivien kautta. Näihin liittyvät sekä johdon pyrkimys ajaa omia etujaan että rationaalisuuden puute päätöksenteon yhteydessä. Neljäs ja viimeinen teoria perustelee yrityskauppa-aaltoja pääomamarkkinoiden kehityksen kautta (Martinova & Renneboog 2008.)

Uusklassinen teoria (neoclassical theory) perustelee yrityskauppojen syklisyyden johtuvat tiettyjen toimialojen reagoimisesta markkinoilla tapahtuviin muutoksiin. Lähtökohtana ovat markkinoilla tapahtuvat muutokset, joita ovat esimerkiksi sääntelyn purkautuminen, uudet innovaatiot ja teknologian kehittyminen, jakelukanavien muuttuminen sekä hintojen nousu. (Golubov, Petmezas & Travlos 2013; Sudarsanam 2010). Uusklassinen teoria pohjautuu psykologiaan ja siinä yrityskauppojen taustalla nähdään taloudellisen hyödyn lisäksi olevan muitakin motiiveja. Useissa tutkimuksissa yrityskauppojen määrän vaihtelun on esitetty liittyvän makrotaloudellisiin muuttujiin ja suhdannevaihteluihin. (Nelson 1966; Steiner 1975.)

Empiiristä tutkimusta aiheesta on tehnyt muun muassa Gort (1969), jonka mukaan yrityskauppa-aallot saavat alkunsa edellä kuvatuista muutoksista markkinoilla. Hänen mukaansa nämä muutokset aiheuttavat markkinahäiriöitä, jotka johtavat arvostuseroihin yhtiöiden välillä. Tämän seurauksena useat yhtiöt pyrkivät hyödyntämään syntyneitä markkinoiden epätasapainoa ostamalla aliarvostettuja yhtiötä. Yrityskauppabuumi ruokkii itseään, sillä yhtiöt eivät halua jäädä jälkeen muista yrityskauppoista tekevästä kilpailijoistaan. (Gort 1969.) Andraden, Mitchellin ja Staffordin (2001) mukaan markkinoilla tapahtuneiden muutosten vaikutusten voimakkuus vaihtelee toimialakohtaisesti. Tämä takia yksittäisen yrityskauppa-aallon kohdalla pitäisi puhua enemmän toimiala- eikä markkinahäiriöstä. Andraden ym. (2001) tavoin Jovanovic ja Rousseau (2002) nostavat esille innovaatiot ja teknologian kehittymisen keskeisenä tekijänä yrityskauppojen aktiivisuudelle, sillä ne luovat yhtiöille ylimääräistä kapasiteettia.

Toimialakohtaisen tutkimuksen ovat toteuttaneet esimerkiksi Mitchell ja Mulherin (1996), jotka tutkivat eri toimialoilla tapahtuneiden yrityskauppojen aktiivisuutta Yhdysvalloissa vuosien 1982 ja 1989 välillä. Heidän mukaansa yrityskauppojen määrässä ja ajoituksessa eri toimialojen välillä on havaittavissa selviä eroja. Tulokset tukevat väitettä siitä, että yrityskaupat ovat olleet yhtiöille säännöllinen keino sopeutua markkinoilla tapahtuneisiin muutoksiin. (Mitchell & Mulherin 1996.) Harford (2005) puolestaan löysi tutkimuksessaan todistusai-

neistoa, jonka mukaan kaikissa tapauksissa tapahtunut markkinashokki ei itsessään riitä synnyttämään yrityskauppa-aaltoa tietyllä toimialalla, vaan se edellyttää riittävää markkinalikviditeettiä sekä rahoituksen saatavuutta. Maksimovic ja Phillips (2001) esittivät yrityksen yhteisiin omaisuuseriin keskittyvän tutkimuksensa pohjalta, että koko toimialan kysynnän kasvulla on positiivinen vaikutus yrityskauppojen määrään.

Toinen uusklassisen teorian rinnalla yleisesti käytetty näkemys perusteele yrityskauppojen aaltoliikkeen johtuvan siitä, että markkinoilla on olemassa jo valmiiksi sekä yli- että aliarvostettuja yhtiöitä. Dong, Hirschleifer, Richardson ja Teoh (2006) totesivat tutkimuksessaan, että ostavan osapuolen yliarvostus suhteessa kohdeyritykseen vaikuttaa yrityskauppojen syntymiseen. He käyttivät arvostuksen mittarina price-to-book -lukua, joka ei suoranaisesti kuvaa markkinoiden yli- tai aliarvostusta. Tässä tapauksessa osakekurseja seurattiin pitkällä ajanjaksolla, ja koska yhtiöt eivät kyenneet vastaamaan niihin kohdistuneisiin kasvuodotuksiin, voitiin niitä pitää yliarvostettuina. Tutkimuksessa havaittiin, että yliarvostetut yhtiöt maksoivat yrityskaupoissa keskimääräistä korkeampia hintoja. (Dong, Hirschleifer, Richardson & Teoh 2006.)

Sudarsanamin ja Sorwarin (2010) mukaan yliarvostetut yhtiöt käyttävät yrityskaupoissa useammin maksutapana omia osakkeitaan. Tämä perustuu yritysjohdon yritykseen suojautua yliarvostettujen osakkeiden arvon romahtamiselta vaihtamalla niitä aliarvostettujen yhtiön osakkeisiin (Sudarsanam & Sorwar 2010). Rhodes-Kropfin ja Viswanathanin (2004) mukaan yli- ja aliarvostetun yhtiön tunnistaminen voi olla haastavaa, sillä useassa tapauksessa koko toimiala tai kyseinen markkina saattaa olla yliarvostettu. Tämä johtaa yrityskauppojen määrän kasvuun, sillä korkealla arvostetut yhtiöt ja niiden johto ovat taipuvaisempia tekemään yrityskauppoja (Ang & Cheng 2006). Osa yritysjohdajista saattaa jopa pyrkiä nostamaan osakkeen arvoa kyseenalaisin keinoin yrityskauppojen mahdollistamiseksi (Scheleifer & Vishny 2003).

3 YRITYSKAUPPOJEN MOTIIVIT

3.1 Motiiveita selittävät teoriat

Yhtiöillä on erilaisia strategioita ja niihin sidottuja tavoitteita. Eri sidosryhmillä on liiketoimintaa kohtaan odotuksia ja tämä luo yhtiöille painetta kasvattaa markkinaosuuttaan sekä liikevaihtoaan. Kilpaillussa ympäristössä liiketoiminnan laajentaminen saattaa olla haastavaa, ja tällöin yrityskaupat tarjoavat nopean, mutta samalla riskipitoisen kasvuvaihtoehdon. (Gaughan 2015, 126.) Liiketoiminnan kasvattaminen ei kuitenkaan ole aina syynä yrityskaupalle. Pankkisektorin toimijat päätyvät tekemään yrityskauppoja monista eri lähtökohdista, ja lähes poikkeuksetta yksittäisen kaupan taustalta on löydettävissä useita syitä (Focarelli ym. 2002). Immosen (2011, 25) mukaan yrityskaupan syyt voidaan jakaa sisäisiin ja ulkoisiin motiiveihin. Sisäisiä motivaatiotekijöitä ovat yrityksen luonne ja laajenemishalu, omistus- ja yhtiörakenne, tuotantoteknologia sekä henkilöstöön liittyvät tekijät. Ulkoisia tekijöitä puolestaan ovat kilpailuolosuhteet, työvoiman saatavuus, pääomamarkkinat, verotus, sekä lainsäädäntö. (Immonen 2011, 25.) Akateemisessa kirjallisuudessa yrityskauppojen motiiveille on esitetty useita eri luokitteluja.

Eräs tunnettu luokittelu yrityskauppojen taustalla olevista syistä on Trautwein (1990) esittelemä malli, jossa motiiveja perustellaan seitsemän eri teorian kautta. Trautwein jakaa motiiviteoriat alaluokkiin niiden uskottavuuden (plausibility) perusteella. Ensimmäiseen ryhmään, joilla voidaan katsoa olevan korkein uskottavuus motivaation selittäjinä, kuuluvat arvostus-, imperiumin rakennus- sekä prosessiteoria. Toinen ryhmä koostuu monopoli- sekä tehokkuusteoriasta. Kolmas ja samalla vähiten uskottava ryhmä sisältää valtaus- ja epävaikausteoriat. (Trautwein 1990.)

Arvostusteoria (valuation theory) perustuu ajatukseen, jonka mukaan hankkijaosapuolella on hallussaan markkinoita täsmällisempää informaatiota kohdeyrityksestä. Tämä mahdollistaa tarkemman arvioinnin tekemisen ja tätä kautta hyötymisen aliarvostetuista yrityksistä. Imperiumin rakennus -teorian (empire-building theory) mukaan yritysjohtajat pyrkivät maksimoimaan oman hyötynsä osakkeenomistajien etujen sijasta. Johdolla on kannustimia käyttää ylijäämä yrityksen kasvattamiseen yrityskauppojen avulla osinkojen jakamisen sijaan. Prosessiteoria (process theory) esittää, että päätökset yrityskauppojen toteuttamisesta perustuvat yhtiöiden strategisiin valintoihin ja niihin liittyviin prosesseihin. Kuitenkin on selvää, että yrityskauppapäätöksiin vaikuttavat muun muassa informaation epätäydellisyys sekä agentti-päämies -ongelmat. Tehokkuusteoria (efficiency theory) kuvaa yrityskauppojen motiivien liittyvän niiden luomiin synergiaetuihin, jotka voidaan jakaa kolmeen ryhmään: taloudellisiin, operationaalisiin sekä yritysjohtoon liittyviin. Monopoli-teorian (monopoly theory) mukaan yrityskauppojen tarkoituksena on markkina-aseman kasvatta-

minen horisontaalisia- ja vertikaalisia yritysostoja hyväksikäyttäen. Valtaus- (raider) ja epävakausteoria (disturbance) ovat mallin mukaan epätodennäköisimmät motiivit yrityskaupan toteuttamiselle. (Trautwein 1990.)

Taulukko 1. Yrityskauppojen motiiviteoriat (mukaillen Trautwein 1990)

Yrityskauppa rationaalisen valintana	Yrityskauppa hyödyttää tarjoavan osapuolen osakkeenomistajia	Tuotto synergioista	Tehokkuusteoria
		Tuotto asiakkailta	Monopoliteoria
		Tuotto kohdeyrityksen osakkeenomistajilta	Valtausteoria
		Tuotto yksityisestä informaatiosta	Arvostusteoria
	Yrityskauppa hyödyttää johtajia	Imperiumin rakennusteoria	
Yrityskauppa prosessin tuloksena			Prosessiteoria
Yrityskauppa makroekonomisena ilmiönä			Epävakausteoria

Toisen akateemisessa kirjallisuudessa usein esiintyneen luokittelun mukaan yrityskauppojen syyt voidaan jakaa kolmeen eri ryhmään: taloudellisiin, rahoitukseen liittyviin sekä strategiaan motiiveihin. (Angwin 2007; Coyle 2000) Taloudelliset motiivit perustuvat taloustieteistä lähtöisin olevaan ajatukseen, johon esimerkiksi osakeyhtiölaki viittaa: ”Yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä”. (OYL 1:5 §) Coyle (2000) jakaa taloudellisten motiivien perusteella yhtiöt vielä kahteen ryhmään: yhtiöihin, jotka pyrkivät saavuttamaan yrityskauppojen kautta suoraa taloudellista hyötyä esimerkiksi liikevaihdon kasvun kautta; sekä niihin, jotka eivät pyri välttämättä luomaan yrityskauppojen kautta kasvua, vaan hyödyntämään jo olemassa olevaa arvoa omassa liiketoiminnassaan. Konkreettisia taloudellisia motiiveja ovat esimerkiksi kustannussäästöt, kannattavuuden paraneminen sekä riskien hajauttaminen (Brouthers, Van Hastenburg & Van den Ven 1998).

Rahoitukseen liittyvien motiivien mukaan yhtiöt pyrkivät maksimoimaan kannattavuutensa pitkällä aikavälillä luomalla kilpailuetua suhteessa muihin yhtiöihin. Usein yhtiöiden arvioidaan saavan kilpailuetua joko alentuneiden kustannusten tai lisääntyneen markkinavoiman kautta. Kustannusten voivat aleta esimerkiksi mittakaavaetujen kautta. (Angwin 2007, 81.) Strategiset motiivit puolestaan edustavat yhtiöiden tavoitteita, joita voivat olla esimerkiksi markkinaosuuden ja sitä kautta liikevoiton kasvattaminen, toiminnan laajentaminen uuteen liiketoimintaympäristöön tai puolustautuminen erinäisiltä riskeiltä (Ross ym. 2013).

Yksi akateemisessa kirjallisuudessa esitetyistä tavoista luokitella yritys-kauppojen motiiveja on jakaa ne kolmeen luokkaan: synergiaan, agenttiteorioihin sekä johdon ylimielisyyteen (Seth, 1990). Berkovitchin ja Narayananin (1993) mukaan nämä kolme motiivia vaikuttavat samanaikaisesti, mutta eri voimakkuuksilla kaikissa yrityskaupoissa.

3.2 Synergiaedut

Akateemisessa kirjallisuudessa puhutaan usein synergian tuottamien etujen olevan yksi yrityskauppojen keskeisimmistä tavoitteista. Synergialla tarkoitetaan tilannetta, jossa yhtiöt kykenevät yhdistyessään luomaan sellaista arvoa, jota ei syntyisi, mikäli yhtiöt toimisivat toisistaan erillään. Synergian vaikutusta kuvataan usein yksinkertaistuksella "1+1=3". Synergiaa voidaan saavuttaa monin eri tavoin, ja ostajan näkökulmasta on tärkeää tunnistaa mistä kaupan osapuolten synergia potentiaali muodostuu (Jensen & Ruback 1983; Katramo ym. 2013, 34.)

Synergian tuomia hyötyjä on tutkittu runsaasti, mutta tästä huolimatta synergian eri muodoille ei ole olemassa yhtenäistä luokitusta. Yksi akateemisessa kirjallisuudessa esitetty näkemys on jako taloudellisiin ja operatiivisiin synergioihin (Gaughan 2015; Seth 1990). Tyypillinen operatiivisen synergian muoto on kustannusten aleneminen, joka johtuu yrityskauppojen seurauksena syntyvistä mittakaavaeduista, päällekkäisten prosessien ja tuotantovaiheiden poistumisesta sekä kasvaneesta neuvotteluvoimasta suhteessa tavarantoimittajiin. Synergiaa voi muodostua myös johdon osaamisen ja käytössä olevien toimintatapojen yhdistämisestä. (Jensen & Ruback 1983.)

Operatiivisella synergialla voidaan viitata myös tilanteeseen, jossa sulautunut yhtiö kykenee tekemään parempaa taloudellista tulosta, kuin mihin sulautumisen osapuolet olisivat kyenneet itsenäisinä toimijoina. Tähän syitä ovat parantuneet jakeluverkot, lisääntynyt markkinavoima ja mahdollisen kilpailijan poistuminen markkinoilta. Operationaalista synergiaa voi syntyä sekä horisontaalisista- että vertikaalisista yrityskaupoista. Samoilla markkinoilla toimivan yrityksen ostaminen voi esimerkiksi mahdollistaa vapaamman hinnoittelun ja tätä kautta tuottojen lisääntymisen. (Gaughan 2015.) Eräs operationaalisen synergian muoto on myös hankkijaosapuolen hyötyminen ostokohteen aikaisemmasta markkina- asemasta ja tunnettavuudesta. Tämä korostuu etenkin ulkomaille suuntautuneissa yritysostoissa (Damoran 2005).

Taloudelliset synergiaedut keskittyvät yrityksen saamiin taloudellisiin etuihin, joihin kuuluvat esimerkiksi alentuneet pääomakustannukset sekä verohyödyt. Tyypillinen taloudellista synergiaa synnyttävä tilanne syntyy esimerkiksi silloin, kun ylikapasiteetista kärsivä varakas yhtiö sulautuu toiseen yhtiöön, joka ei kykene täyttämään kaikkia tilauksiaan heikon varallisuustilanteen johdosta. (Gaughan 2015.) Pankkisektorilla suurempien pankkien on havaittu ostavan pieniä pankkeja kasvattaakseen kokoaan ja neuvotteluvoimaansa kansainvälisillä pääomamarkkinoilla (Pasiouras & Zopounidis 2008). Lewellen (1971)

mukaan taloudellista synergiaa syntyy siksi, että yrityskaupat laskevat maksukyvyttömyysriskiä, joka puolestaan johtaa alentuneisiin pääomakustannuksiin. Lelandin (2007) mukaan taloudellisen synergian määrään vaikuttavat useat tekijät, kuten verokannat, maksukykyisyys, sekä yhtiön suhteellinen koko. Hän tuo esille myös näkemyksen, jonka mukaan yrityskauppojen aiheuttamat taloudelliset synergiaedut eivät ole aina positiivisia (Leland 2007). Tällaisella negatiivisella synergialla tarkoitetaan tilannetta, jossa yhdistetyt yritykset toimivat yhdessä huonommin kuin erikseen (Tenhunen & Werner 2000, 14).

3.3 Agenttiteoria

Synergiaetujen lisäksi yrityskauppojen motiiveja perustellaan usein agenttiteorian kautta. Tällöin kiinnostuksen kohteena on usein kauppojen arvoa tuhoava vaikutus (Martynova & Renneboog 2008). Eisenhardt (1989) määrittelee agenttiteorian kuvaavan kahden toimijan välistä suhdetta, jossa toinen osapuoli (päämies) delegoi työtehtäviä toiselle osapuolelle (agentti). Agentti-päämies -ongelma syntyy silloin, kun päämiehen (osakkeenomistajat) ja agentin (yritysjohto) intressit poikkeavat toisistaan. Jensen ja Meckling (1976) esittävät, että molempien osapuolten pyrkiessä maksimoimaan oman hyötynsä, voidaan vahvasti olettaa, että agentti ei aina toimi päämiehen parhaaksi katsomalla tavalla. Päämiehellä ei usein ole käytössään samaa informaatiota kuin agentilla, joten hänen on mahdotonta tietää, onko agentti tehnyt parhaansa saavuttaakseen päämiehen asettamat tavoitteet. (Jensen & Meckling 1976; Eisenhardt 1989.)

Murphyn (1985) mukaan yritysjohto näkee kasvun keinona lisätä omaa valtaansa ja ansaita korkeampia palkkioita. Pankkisektorilla suurempi koko ja tätä kautta oman markkina-aseman vahvistaminen voivat motivoida johtoa tavoittelemaan Trautweinin imperiumin rakennus -teorian mukaista valta-asemaa (Trautwein 1990). Etenkin suuri vapaan oman pääoman määrä on muuttuja, joka kannustaa yritysjohtoa laajentamaan yritystä yli sen optimaalisen koon. Yhdistettynä kasvaviin pääomamarkkinoihin sekä muutosten aiheuttamiin markkinashokkeihin, tämä voi aiheuttaa yrityskauppa-aallon. Tässä tapauksessa agenttiongelma syntyy siitä, että yrityskaupat eivät välttämättä edusta päämiehen asemassa olevien osakkeenomistajien intressejä. (Jensen 1986; Ross 1973.)

Johdon henkilökohtaisten tavoitteiden ja vapaan oman pääoman vaikutuksia yrityskauppojen motiiveina ovat tutkineet muun muassa Schleifer ja Vishny (1991). He totesivat, että vuosien 1960-1980 välillä tapahtuneiden yrityskauppa-aaltojen aikana useat yritysjohtajat tekivät toimintaa hajauttavia konglomeratiivisia yritysostoja, jotka johtivat osakkeenomistajien arvonmenetykseen pitkällä aikavälillä. Johdon pyrkimystä rakentaa yrityskauppoja hyväksi käyttäen mahdollisimman suuri liikeimperiumi pidetään yhtenä merkittävimpänä kolmannen yrityskauppa-aallon syynä. (Schleifer & Vishny 1991.) Samankaltaisiin tuloksiin päätyivät myös Mueller ja Sirower (2003), jotka analysoivat vuosien 1978 ja 1999 välillä tehtyjä yrityskauppoja. Heidän mukaansa johdon harkintavalta sekä seuraavassa luvussa esitettävä hubris-teoria vaikuttivat merkittävästi kauppojen

syntymiseen. Lisäksi tutkimuksen mukaan kauppojen yhteydessä syntyvästä synergiasta oli löydettävissä vain vähän evidenssiä. (Mueller & Sirower 2003.)

Amihudin ja Levin (1981) mukaan konglomeratiivisia yrityskauppoja perustellaan usein sillä, että ne pienentävät yrityksen omaa markkinariskiä. He esittävät, että yritysjohdolle syntyy kannustimia hajauttaa yrityksen toimintaa yli toimialarajojen ja turvata tällä tavoin omaa asemaansa. Heidän tekemässään tutkimuksessa havaittiin omistajajohtoisten yhtiöiden tekevän vähemmän konglomeratiivisia yrityskauppoja verrattuna sellaisiin yhtiöihin, joissa johto on eriytynyt omistuksessa. Sijoittajien näkökulmasta tällaiset toimialan ylittävät yrityskaupat eivät tyypillisesti tuota lisäarvoa verrattuna sijoittajien omassa portfoliossa tapahtuvaan hajautukseen. (Aminhud & Lev 1981.)

3.4 Hubris-teoria ja joukkokäyttäytyminen

Yksi akateemisessa kirjallisuudessa esiintynyt teoria, jolla on perusteltu etenkin epäonnistuneiden yrityskauppojen määrää, pohjautuu alun perin Richard Rollin (1986) artikkelissaan esittelemiin näkemyksiin. Hänen mukaansa yrityskauppojen aktiivisuus selittyy osittain johdon ylimielisyydellä sekä liiallisella itsevarmuudella (hubris). Tällä tarkoitetaan tilannetta, jossa yritysjohto uskoo kykenevänsä tekemään yhtiön liiketoiminnan ja arvon kannalta hyödyllisiä yrityskauppapäätöksiä ja saavuttamaan niiden kautta synergiaetuja. Yrityskauppojen tuomien taloudellisten vaikutusten yliarvioiminen johtaa kannattamattomien yritysostojen ja sulautumisten toteuttamiseen. (Roll 1986.) Martynovan ja Renneboogin (2008) mukaan johdon ylimielisyydellä on ollut vaikutusta jokaisen yrityskauppa-aallon päättymiseen.

Aihetta ovat tutkineet muun muassa Hayward ja Hambrick (1997), joiden mukaan keskimääristä korkeampien palkkojen lisäksi neljä muuta tekijää indikoivat johdon liiasta itsevarmuudesta. Näitä ovat hankkijaosapuolena olevan yhtiön viimeaikainen menestys, mediassa annettu kuva ylimmän johdon kyvykkydestä sekä johdon näkemys omasta merkityksestään yhtiölle. Neljäs tekijä on näiden kaikkien yhdistelmä. Tutkimuksen mukaan johdon ylimielisyyden ja korkeiden palkkioiden suhde on sitä korkeampi, mitä vähemmän ylimpään johtoon kohdistuu valvontaa. Vähäisen valvonnan tilanne syntyy esimerkiksi silloin, jos hallituksen kaikki jäsenet ovat yhtiön palkkalistoilla, tai jos toimitusjohtaja kuuluu myös yhtiön hallitukseen. (Hayward & Hambrick 1997.)

Doukas ja Petmezas (2007) totesivat, että ylimmän johdon itsevarmuus ja optimistisuus vaikuttavat yrityskauppojen jälkeiseen osaketuottoon. Heidän mukaansa rationaalisesti toimivien yritysjohtajien tekemät yrityskaupat tuottavat keskimäärin paremmin arvoa sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä. Lisäksi runsaasti yrityskauppoja (enemmän kuin viisi kauppaa kolmessa vuodessa) tekevien yritysten arvon havaittiin kasvavan vähemmän suhteessa harvemmin yrityskauppoja tekeviin yrityksiin. (Doukas & Petmezas 2007.) Billett ja Qian (2008) havaitsivat yksittäisiin toimitusjohtajiin keskittyneessä tutkimuksessaan, että keskimääräisesti ainoastaan johtajien tekemät ensimmäiset yrityskaupat eivät

vaikuttaneet kaupan julkaisemin jälkeiseen osakekurssin kehitykseen negatiivisesti.

Liian itsevarmuuden lisäksi yrityskauppojen yhteydessä puhutaan usein joukkokäyttäytymisestä, jolla tarkoitetaan tilannetta, jossa yritysjohtajat pyrkivät jäljittelemään muiden johtajien sijoituskäyttäytymistä. Scharfstein ja Stein (1990) toteavat, että tällaiseen käyttäytymiseen kannustaa kaksi tekijää. Ensinnäkin onnistuessaan yrityskauppa tuottaa sen johdolle bonuksia ja muita etuuksia. Toiseksi yrityskauppojen taloudellisia vaikutuksia on hankala arvioida etukäteen. Seuraamalla muiden johtajien sijoituspäätöksiä yritysjohto voi epäonnistumisen hetkellä vedota muiden yhtiöiden sortuneen samoihin virheinvestointeihin. (Scharfstein and Stein 1990.) Martynova ja Renneboog (2008) esittävät, että onnistuneet yrityskaupat saavat kilpailevat yhtiöt aktivoitumaan ja lisäämään yritysostojen määrää. Hartfordin (2003) mukaan tällöin etulyöntiasemassa ovat nopeasti toimivat yhtiöt, sillä ne pääsevät valitsemaan suuremmasta kohdeyritysten joukosta.

4 YRITYSKAUPAN VAIKUTUS YHTIÖN ARVOON

4.1 Yrityskauppatutkimuksen piirteitä

Yrityskaupat ovat yksi merkittävimmistä strategisista keinoista yhtiöiden liiketoiminnan laajentamiseksi. Tästä syystä aihepiiri herättää keskustelua ja siitä on tehty runsaasti akateemista tutkimusta. Taloudellista näkökulmasta tarkasteltuna kiinnostavin kysymys yrityskauppojen osalta on se, kykenevätkö ne tuottamaan arvoa niissä osapuolina olevien yhtiöiden osakkeenomistajille? Suosittuja tutkimusaiheita ovat esimerkiksi lyhyen ja pitkän aikavälin osakekurssin muutokset, kauppaprosessi, arvonmääritys, sekä yli rajojen tapahtuvat yrityskaupat. Aikaisempi tutkimus on keskittynyt etenkin Yhdysvaltojen markkinoille, mutta viime aikoina tutkimuksen määrä on lisääntynyt myös Euroopassa ja muualla maailmassa. Runsaasta tutkimuksesta huolimatta ei ole yksimielisiä todisteita siitä, että yrityskaupat olisivat kannattava keino laajentaa yhtiön toimintaa ja parantaa sen suorituskykyä. Tästä syystä jatkotutkimusta aiheesta voidaan pitää perusteltuna. Martynovan ja Renneboogin (2008) mukaan osittain toisistaan poikkeavat tutkimustulokset selittyvät sillä, että tutkimuksissa käytetyt mittarit ja näkökulmat poikkeavat toisistaan. Tarkastelu voi keskittyä esimerkiksi joko kohdeyritykseen ja sen osakkeenomistajiin, tai vaihtoehtoisesti hankkijaosapuoleen ja sen sidosryhmiin. Toisaalta myös valitulla tutkimusmenetelmällä tai tutkimuksen kohteena olevalla aikajänteellä on merkittävä vaikutus saatuihin tuloksiin. (Martynova & Renneboog 2008.)

Yrityskauppojen taloudellisten vaikutusten mittaamista voidaan lähestyä eri näkökulmista. Tyypillisimpiä käytettyjä tutkimusmuotoja ovat tilinpäätösinformaatioon perustuvat tutkimukset (accounting studies) ja tapahtumatutkimukset (event studies) (Bruner 2002). Tilinpäätösaineistoon perustuvat tutkimukset pyrkivät nimensä mukaisesti tarkastelemaan yrityskauppojen vaikutusta taloudelliseen suorituskykyyn analysoimalla tilinpäätöksistä saatua informaatiota. Tyypillisiä tutkittavia kohteita ovat esimerkiksi nettotuotto, oman pääoman tuotto prosentti tai osakekohtainen tuotto (Martynova & Renneboog 2008). Tapahtumatutkimus on usein taloustieteissä käytetty tutkimusmuoto, jossa ollaan kiinnostuneita yksittäisten tapahtumien, tässä tapauksessa yrityskauppojen, vaikutuksista osakkeiden hintojen muutoksiin. Lyhyen aikavälin tapahtumatutkimus olettaa, että yrityskaupan julkaisun seurauksena osakekursseissa voi tapahtua muutoksia, jotka perustuvat markkinoiden saamaan uuteen informaatioon ja sijoittajien odotuksiin (Martynova & Renneboog 2008). Edellä mainittujen tutkimusmuotojen lisäksi yrityskauppojen kannattavuutta voidaan tutkia laadullisten tutkimusten avulla esimerkiksi haastattelemalla yritysjohtoa tai asiantuntijoita (Bruner 2002). Schoenbergin (2006) mukaan aikaisemmassa tutkimuksessa on keskitytty usein vain yhden edellä mainituista menetelmistä käyttöön

kerrallaan. Hän kritisoi tätä sanoen, että useamman menetelmän käyttö mahdollistaisi kokonaisvaltaisemman kuvan yrityskauppojen vaikutuksista. (Schoenberg 2006.)

Suurin osa empiirisestä tutkimuksesta päättyy johtopäätökseen, että yrityskaupat tuottavat todennäköisesti arvoa osakkeenomistajille, kun lasketaan yhteen sekä kaupan kohteena olevan että tarjoavan yhtiön osakkeenomistajien saama hyöty (Bruner 2002). Etenkin yrityskaupassa kohteena olevan yhtiön osakekurssin on havaittu nousevan kaupan julkaisemisen jälkeen, ja epänormaali tuotot voivat olla jopa 20-40% (Goergen & Renneboog 2004, Jarrell & Poulsen 1989). Boone ja Mulherin (2000) tutkivat yhteensä 376:n eri toimialoilla toimineiden yhtiöiden vuosien 1990 ja 1998 välillä tekemiä yrityskauppoja. Saatujen tulosten mukaan oston kohteena olleiden yhtiöiden lyhytaikainen keskimääräinen epänormaali tuotto oli 21,1% positiivinen yrityskaupan jälkeen.

Tarjoavan yrityksen näkökulmasta tutkimustulokset ovat enemmän ristiriitaiset, sillä tutkimuksista osan mukaan osakkeenomistajat hyötyvät yrityskaupoista, kun puolestaan jotkut tutkimukset osoittavat vaikutuksen olevan olematon tai jopa hieman negatiivinen. (Martynova & Renneboog 2008; Datta, Pinches & Narayanan 1992; Bruner 2002.) Suurin osa aikaisemmasta tutkimuksesta on keskittynyt Yhdysvaltojen markkinoille, mutta vastaavia ristiriitaisia tuloksia on ollut löydettävissä myös eurooppalaisia yhtiöitä koskevissa tutkimuksissa (Faccio ym. 2006).

Osakkeenomistajan kokemaa hyötyä tarkastellaan tyypillisesti kahdesta eri näkökulmasta: heti yrityskaupan julkaisemisen jälkeisenä osakekurssin muutoksena lyhyellä aikavälillä, sekä sulautuneen yhtiön arvonnoususta pidemmällä aikavälillä. Tässä tutkimuksessa keskitytään selvittämään osakekurssin muutosta ainoastaan lyhyellä aikavälillä. Barberin ja Lyonin (1997) mukaan epänormaali tuottojen mittaamiseen pidemmällä aikavälillä liittyy tilastollisia ongelmia, sillä itse tutkittavan tapahtuman lisäksi muutkin tekijät vaikuttavat yhtiön arvon pitkän aikavälin kehitykseen.

4.2 Lyhyen aikavälin vaikutus ostajan näkökulmasta

Kuten edellä mainittiin, akateemisen kirjallisuuden perusteella ostajan näkökulmasta tehdyt tutkimukset tarjoavat ristiriitaista tietoa yrityskauppojen kannattavuudesta. Aikaisempaa tutkimusta lyhyellä aikavälillä on tehnyt muun muassa Bruner (2002), joka analysoi vuosien 1971 ja 2001 välillä tehtyjä aikaisempia M&A-tutkimuksia. Hänen mukaansa 44:stä tutkimuksesta yhteensä 17 raportoi ostavan osapuolen osakekurssin arvon nousevan, 14:n mukaan osakekurssissa ei haivattu merkittäviä muutoksia ja 13 raportoi arvonalentumisia. Sekä positiiviset että negatiiviset arvomuutokset vaihtelivat yhden ja kolmen prosentin välillä. Osapuolten yhteenlasketut markkinatuotot olivat keskimääräisesti positiivisia, jonka pohjalta voidaan esittää, että yrityskaupoilla on arvoa luova vaikutus. Brunerin (2002) mukaan aikaisemmista tutkimuksista on havaittavissa se, että etenkin ostavan osapuolen saama tuotto on laskenut hieman 1990- ja 1980-luvuilla

tehdyissä yrityskaupoissa verrattuna 1970- ja 1960-luvulla tehtyihin yrityskauppoihin.

Samantapaisen tutkimuksen toteuttivat Moeller ja Schlingemann (2004), jotka kävivät läpi yhteensä 12 023 kappaletta vuosien 1980 ja 2001 välillä tehtyä yrityskauppaa. Tutkimuksessa otettiin huomioon ainoastaan sellaiset kaupat, joiden arvo ylitti miljoona dollaria. Heidän mukaansa ostavan osapuolen osakkeenomistajien keskimääräinen painotettu tuotto ilmoituspäivän jälkeen oli 1,1% positiivinen, mutta tästä huolimatta osakkeenomistajat menettivät keskimääräisesti mitattuna 25,2 miljoonaa dollaria. Tämä johtuu siitä, että yrityskauppojen osapuolien koolla on vaikutusta osakkeenomistajien arvonmuutokseen. Pienempien yhtiöiden (tässä tutkimuksessa: pääoma alle 25 prosenttia keskimääräisestä New Yorkin pörssiin listautuneesta yhtiöstä) osakkeenomistajien havaittiin tutkimuksessa saavuttavan keskimääräisesti kaksi prosenttia paremman tuoton verrattuna suurempien yhtiöiden osakkeenomistajiin. (Moeller & Schlingemann 2004.)

Positiivisen tarjoavan osapuolen osakkeen kurssikehityksen ovat havainneet myös esimerkiksi Smith ja Kim (1994), jotka tutkivat vuosina 1980-1986 Yhdysvalloissa tehtyjä yrityskauppoja. Rajausten jälkeen lopullinen aineisto käsitti 177 kauppaa. Johtopäätösten mukaan ostava osapuoli sai keskimäärin 0,5 prosentin positiivisen tuoton. Tutkimuksessa havaittiin vapaan oman pääoman määrällä olevan vaikutusta osakekurssin kehitykseen. (Smith & Kim 1994.) Lievästi positiivisen vaikutuksen tutkimuksissaan ovat havainneet myös muun muassa Kiyamaz ja Baker (2008) ja Jarrel ja Poulsen (1989).

Negatiiviseen lyhytaikaiseen kurssikehitykseen ovat päätyneet muun muassa Mulherin ja Boone (2000), jotka tutkivat 1990-1999 tehtyjen yrityskauppojen sekä luovutuksien vaikutuksia osakkeenomistajille. Heidän lopullinen aineistonsa koostui yhteensä 281 yrityskaupasta, ja kaupan vaikutuksia tutkittiin kahden päivän tapahtumaikkunalla [1-, +1]. Tutkimuksen mukaan tarjoavan osapuolen osakkeenomistajat kärsivät keskimäärin 0,37 prosentin arvonalentumisen, kun kohdeyrityksen osakkeenomistajien tuotto puolestaan oli keskimäärin 20,2 prosenttia. (Mulher & Boone 2000.)

Samankaltaisiin tuloksiin päätyivät muun muassa Mitchell ja Lehn (1990), jotka toteuttivat tapahtumatutkimuksen, jonka aineistona toimi 401 kappaletta vuosien 1982-1986 aikana toteutettua yrityskauppaa. Tutkimuksessa käytettiin yhteensä neljää eri tapahtumaikkunaa [-1, 1; -5, 1; -5, 40 & -20, 40]. Heidän havaintojensa mukaan ostavan osapuolen osakekurssi laski keskimäärin 0,21 prosenttia kaupan julkistuspäivänä. Muiden ikkunoiden kurssimuutokset vaihtelivat -0,08 prosentista (-1, 1) 0,70 prosenttiin [-5, 40]. Tulokset eivät poikenneet kuitenkaan merkittävästi nolasta, joten ostavan osapuolen tuotto oli lähellä normaalia. (Mitchell & Lehn 1990).

Viimeaikaisempia tutkimuksia edustaa Hackbarthin ja Morellecin (2008) tutkimus, jossa aineisto koostui yhteensä 1086:sta yhdysvaltalaisen yhtiöiden toteuttamasta yrityskaupasta. Saatujen tulosten mukaan ostavan osapuolen keskimääräinen normaalista poikkeava tuotto lyhyellä ajanjaksolla [-3 - +3] jäi hieman negatiiviseksi (-0,52%). Tutkimuksen tuloksia voidaan pitää tilastollisesti merkitsevinä. (Hackbarth & Morellec 2008.)

Euroopassa tehtyjä yrityskauppoja ovat tutkineet esimerkiksi Martynova ja Renneboog (2006), jotka analysoivat vuosina 1993-2001 tehtyjen yrityskauppojen vaikutuksia osakkeenomistajien saamaan tuottoon. Aineistona toimi yhteensä 2419 kyseisen ajanjakson sisällä tehtyä yrityskauppaa. Tulosten mukaan yrityskaupan julkaisu vaikutti ostavan osapuolen kurssiin positiivisesti keskimäärin 0,5 prosenttia. Heidän mukaansa osakkaan saama hyöty on voimakkaasti sidoksissa yrityskauppakohtaisiin ominaisuuksiin, kuten esimerkiksi maksutapaan. (Martynova & Renneboog 2006.) Muissakin eurooppalaisia yrityskauppojen koskevilla tutkimuksissa tarjoavan osapuolen on havaittu saavan lievästi positiivisen normaalista poikkeavan tuoton välittömästi yrityskaupan julkaisun yhteydessä (Campa & Hernando 2004).

Eräs tämän tutkimuksen näkökulmista on selvittää eroavatko Iso-Britanniassa tehtyjen yrityskauppojen lyhyen aikavälin vaikutukset Länsi-Eurooppalaisista yrityskaupoista. Iso-Britannian ja Manner-Euroopan yrityskauppojen välisiä eroja on aikaisemmin selvittänyt muun muassa Mateev (2017), jonka lopullinen aineisto koostui yhteensä 2823:sta vuosien 2002 ja 2010 välillä tehdystä yrityskaupasta. Tutkimuksen tulosten mukaan ostavana osapuolena olevien mannereurooppalaisten ja isobritannialaisten yhtiöiden lyhyen aikavälin tuotto oli positiivinen sekä rajojen sisällä että niiden ulkopuolelle tapahtuvissa yrityskaupoissa. Huomion arvoista on se, että tutkimuksessa Iso-Britannialaisten yhtiöiden toteuttamien yrityskauppojen yhteydessä osakkeiden keskimääräinen tuotto oli 0,15% positiivinen kaksi päivää ennen varsinaista kauppapäivää. Tämän voidaan katsoa indikoivan mahdollisia tietovuotoja. Manner-Eurooppalaisten yhtiöiden tekemien kauppojen yhteydessä vastaavaa ei ollut havaittavissa. (Mateev 2017.)

Vastaavan tutkimuksen ovat toteuttaneet Mateev ja Andov (2016), jotka keskittyivät eurooppalaisten suurten- ja keskisuurten yritysten vuosina 2003-2010 tekemiin yrityskauppoihin. Tulosten mukaan mannereurooppalaisten ostavana osapuolena olevien yhtiöiden osakkeenomistajat saivat yrityskaupan julkaisemisen jälkeen keskimäärin 0,61%:n epänormaalin positiivisen tuoton, kun taas isobritannialaisten ostavana osapuolena olevien yhtiöiden osakkeenomistajien epänormaali tuotto oli -1,43%.

Samankaltaisiin tuloksiin, joissa mannereurooppalaisten ostavana osapuolena olevien yhtiöiden osakkeenomistajat saivat lyhyellä aikavälillä positiivisen arvonnousun (0,65%), ja vastaavasti isobritannialaisten yhtiöiden osakkeenomistajat negatiivisen tuoton (-0,83%), päätyivät tutkimuksessaan myös Craninckx ja Huyghebaert (2013). Heidän mukaansa yksi merkittävä syy tälle on se, että Iso-Britanniassa yrityskauppoihin liittyvä sääntely on muuta Eurooppaa tiukempaa (Craninckx ja Huyghebaert, 2013).

4.3 Kansainvälisyyden vaikutus yrityskaupan arvoon

Yrityskauppojen kokonaismäärän kasvaessa myös maiden rajat ylittävien yrityskauppojen määrä on kasvanut jatkuvasti (Moeller & Schlingemann 2005). Rajat ylittäviin yritysostoihin liittyy monia haasteita, ja esimerkiksi markkinatiedon puutteellisuus aiheuttaa usein ongelmia uudessa kohdemaassa (Aybar ja Ficic 2009). Kansainvälisyyden vaikutusta ovat tutkineet Goergen ja Renneboog (2004), jotka selvittivät eurooppalaisten yhtiöiden sekä maan sisäisten että yli rajojen tapahtuvien yrityskauppojen vaikutuksia osapuolten arvomuutoksiin. Heidän mukaansa ostavan osapuolen epänormaali positiivinen tuotto viimeisen yrityskauppa-aallon aikaan oli noin 0,7 prosenttia, kun taas kaupan molempien osapuolien yhteenlaskettu epänormaali tuotto oli noin 9% positiivinen. Tämä kuvastaa sitä, kuinka paljon enemmän kaupan kohteena olevan yrityksen arvo on muuttunut yrityskaupan julkaisemisen jälkeen. (Goergen & Renneboog 2004.)

Danbolt ja Maciver (2012) päätyivät samankaltaisiin tuloksiin omassa isobritannialaisten yhtiöiden tekemiä yrityskauppoja koskevassa tutkimuksessaan. Tulosten mukaan maiden rajat ylittävissä yrityskaupoissa sekä ostavana että oston kohteena oleva osapuoli saivat keskimääräisesti paremman tuoton lyhyellä aikavälillä kuin maan rajojen sisällä tehtyjen kauppojen osapuolet. Tarjoavien osapuolien osalta kansallisten kauppojen keskimääräinen epänormaali tuotto oli -1,8%, kun maan rajat ylittävissä kaupoissa vastaava luku jäi lähelle nollaa. (Danbolt & Maciver 2012.)

Conn ym. (2005) selvittivät tutkimuksessaan isobritannialaisten yhtiöiden tekemien yrityskauppojen vaikutuksia niiden osakekursseihin. Aineisto käsitti yli 4000 vuosina 1984 - 1998 toteutettua yrityskauppaa. Tutkimuksen tulosten mukaan sekä maan rajojen sisäisten että rajat ylittävien kauppojen julkaisun jälkeinen tuotto jäi lievästi positiiviseksi. Rajojen sisällä toteutuneiden kauppojen julkaisupäivän epänormaali tuotto oli 0,68% ja rajat ylittävillä kaupoilla vastaava luku oli 0,33%. Tutkimuksessa kiinnitettiin huomiota myös yhtiöiden listautumisstatukseen. Saatujen tulosten mukaan listaamattomat yhtiöt saivat välittömästi julkaisun yhteydessä keskimääräisesti lieviä positiivisia tuottoja (0,86%), kun puolestaan listattujen yhtiöiden vastaava tuotto jäi negatiiviseksi (-82%). Yhteenvetona maan rajat ylittävien kauppojen havaittiin tuovan niiden osakkeenomistajille matalampia epänormaaleja tuottoja kuin maan rajojen sisälle suuntautuneiden kauppojen.

Päinvastaisia tuloksia tutkimuksessaan ovat saaneet Campa ja Hernando (2004), joiden mukaan yrityskaupassa tarjoavat osapuolet saivat keskimääräisesti paremman tuoton maiden rajojen sisälle suuntautuneissa yritysostoissa kuin maiden rajat ylittävissä kaupoissa. Tuloksissa huomion arvoista on se, että niitä voidaan pitää tilastollisesti merkitsevinä ainoastaan pidemmällä aikavälillä. Heidän mukaansa etenkin kulttuurilliset ja lainsäädännölliset seikat selittävät maan rajojen ylittävien yritysostojen heikompaakaan kannattavuutta. (Campa & Hernando 2004.)

4.4 Pankkisektorille keskittynyt tutkimus

Muiden yrityskauppoihin keskittyneiden lyhyen aikavälin tapahtumatutkimusten tapaan, myös pankkisektorille keskittyneet tutkimukset tarjoavat ristiriitaista tietoa kauppohen vaikutuksista osakekursseihin. Diaw (2014) esittää, että useissa eurooppalaisten pankkien välisiin yrityskauppoihin keskittyneissä tutkimuksissa on havaittavissa yleinen ilmiö, jonka mukaan kohteena olevan osapuolen osakkeenomistajat saavat yrityskaupan julkaisemisen seurauksena normaalia paremman tuoton. Toisaalta ostavana osapuolena olevien yhtiöiden, sekä yrityskauppojen kokonaisarvonnousun todetaan olevan tutkimustulosten perusteella liian epä johdonmukaisia yleisten päätelmien tekemiseksi. (Diaw 2014.)

Diawin (2014) oman tutkimuksen aineisto koostuu yhteensä 97 eurooppalaisen pankin vuosien 1997 ja 2008 välillä tekemästä yrityskaupasta. Tutkimus on toteutettu tapahtumatutkimuksena, jonka tapahtumaikkuna käsittää yhteensä 41 päivää [-20 - + 20]. Kumulatiivisia epänormaaleja tuottoja tarkastellaan yhteensä seitsemän eri aikaikkunan kautta. Tutkimuksessa saatujen tulosten mukaan kaupan kohteena olevat pankit saavat itse tapahtumapäivänä 11,56% keskimääräisen, tilastollisesti merkitsevän epänormaalin tuoton. Käytetyistä tapahtumaikkunoista suurin epänormaali tuotto (13,61%) ilmenee ajanjaksolla, joka sisältää kymmenen päivää ennen kaupan julkaisua, sekä julkaisun jälkeisen päivän [-10, 1]. Ostavan osapuolen näkökulmasta keskimääräiset epänormaalit tuotot eivät poikkea merkittävästi nolosta. Saatujen tulosten mukaan epänormaalit tuotot valitulla tapahtumaikkunalla ovat tilastollisesti merkitseviä vain kahtena päivänä, viisi (1,05%) ja 16 (-0,69%) päivää ennen kaupan julkaisemista. Tämän perusteella yhteenvetona voidaan todeta, että yrityskaupoilla ei ole ollut merkittävää vaikutusta niissä ostavana osapuolena olevien pankkien osakkeenomistajille. Kaikkien osapuolten yhteenlaskettu kumulatiivinen epänormaali tuotto tutkimuksessa on 1,98%, joten tämän pohjalta pankkien tekemien yrityskauppojen voidaan sanoa luovan arvoa osakkeenomistajille. (Diaw 2014.)

Kansainvälisiä pankkien tekemiä yrityskauppoja ovat tutkineet muun muassa Hankir, Rauch ja Umber (2011), jotka analysoivat 600 amerikkalaisen ja eurooppalaisen pankin vuosien 1990 ja 2008 välillä tekemiä kauppoja. Koko aineiston osalta kaupan kohteena olevien pankkien kumulatiivinen epänormaali tuotto oli 15,72%, kun puolestaan ostavien osapuolien keskimääräinen tuotto oli -0,89%. Eurooppalaisten pankkien osalta ostavien osapuolien epänormaali tuotto aikaikkunalla [-3 - +3] oli yhteensä 0,01% positiivinen. Tässä huomion arvoista on se, että loppuunvietyjen kauppohen osalta epänormaali tuotto samalla aikaikkunalla on 0,59%. Toisella tutkimuksessa käytetyllä aikaikkunalla [-10 - + 10] vastaavat luvut eurooppalaisille pankeille olivat -0,21% ja 0,29%. Tästä voidaan tehdä johtopäätös, että tämän tutkimuksen tulosten mukaan ne kaupat, jotka vietin julkaisemisilmoituksen jälkeen onnistuneesti loppuun, tuottivat osakkeenomistajille keskimääräisesti korkeamman tuoton. (Hankir, Rauch & Umber 2011.)

Asimakopoulos ja Athanasoglou (2013) tutkivat eurooppalaisten pankkien vuosina 1994-2004 tekemiä yrityskauppoja. Lopullinen aineisto koostui yhteensä

145 listatun ja 25 listaamattoman pankin tekemästä yrityskaupasta. Tutkimukseen valittu tapahtumaikkuna käsitti yhteensä 20 päivää ennen kaupan julkaisemista ja 20 sen jälkeen [-20 - +20]. Kumulatiivisia epänormaaleja tuottoja tarkastellaan yhteensä kolmella aikaikkunalla [-20 - 0], [-10 - 0] ja [-1 - +1]. Tuloksia analysoidaan kahdella eri menetelmällä: OLS- ja probit-regressiolla. Saatujen tulosten mukaan ostavan osapuolen epänormaali tuotto kaupan julkaisemispäivänä on -0,08% tai -0,07% käytettävästä laskutavasta riippuen. Koko 41 päivän aikaikkunalla vastaavat luvut ovat -0,79% ja -0,51%. Vastaavasti kaupan kohteena olevien osapuolien osalta julkaisupäivän normaalista poikkeavat tuotot olivat 2,01% ja 2,03%. Koko tapahtumaikkunalla [-20 - + 20] tuotot ovat ylimmillään +8,03%. Tarjoavan osapuolen osalta tulokset ovat tilastollisesti merkitseviä. (Asimakopoulou & Athanasoglou 2013.)

Samankaltaisiin lievästi negatiivisiin ostavan osapuolen epänormaaleihin tuottoihin ovat tutkimuksissaan päätyneet myös Beitel & Schreck (2001), jotka tutkivat vuosina 1985-2000 Euroopassa tehtyjä pankkien välisiä yrityskauppoja. Heidän lopullinen aineistonsa koostui 98:sta suuresta listatun pankin tekemästä yrityskaupasta. Empiiristen tulosten mukaan kaupan kohteena olevien pankkien osakkeenomistajat saivat kaupan jälkeen tilastollisesti merkitsevän normaalista poikkeavan tuoton. Vastaavasti kaupassa tarjoavana osapuolena olevien yhtiöiden osakkeenomistajat eivät saaneet merkittäviä tuottoja. (Beitel & Schreck 2001.)

Campa ja Hernando (2006) keskittyivät tutkimuksessaan selvittämään Euroopan Unionin sisällä vuosien 1998 ja välillä 2002 tapahtuneiden finanssisektorin yrityskauppojen vaikutuksia. Lopullinen aineisto käsitti yhteensä 244 pankkisektorilla toteutettua yrityskauppaa. Tuloksia analysoitiin yhteensä kuudella eri tarkastelujaksolla, jotka keskittyivät sekä yrityskauppaa edeltävään että sen jälkeiseen arvonmuutokseen. Saatujen tulosten mukaan kohteena olevien yritysten osakkeenomistajat saivat kaupan julkaisun jälkeen positiivisia, normaalista poikkeavia tuottoja (3%-6%). Tarjoavien yritysten osakkeenomistajien näkökulmasta tulokset eivät poikenneet merkittävästi nollassa. Tutkimuksessa keskityttiin lyhyen aikavälin tarkastelun lisäksi seuraamaan yrityskauppojen vaikutuksia pidemmällä aikaperiodilla. Johtopäätösten mukaan sekä ostajan että kohteen kumulatiiviset tuotot olivat lähellä nollassa vuoden päästä kaupan julkaisemisesta. Tutkimuksessa selvitettiin kurssimuutosten lisäksi yrityskauppojen vaikutuksia niissä osapuolena olevien yhtiöiden taloudelliseen suorituskykyyn. Havaintojen mukaan kaupan kohteena olevien yhtiöiden oman pääoman tuotto kasvoi merkittävästi (keskimääräisesti 6-7%) seuraavan kahden vuoden aikana. Tärkein perustelu tälle on se, että kaupan kohteeksi valikoituivat tyypillisesti yhtiöt, jotka ovat aliarvostettuja tai joiden operationaalinen toiminta on keskimääräistä heikomalla tasolla. (Campa & Hernando 2006.)

Varhaisemman eurooppalaisen pankkien tekemiin yrityskauppoihin keskittyvän tutkimuksen ovat toteuttaneet Cybo-Ottone ja Murgia (2000). Heidän aineistonsa kattoi yhteensä 54 eurooppalaista pankkia, jotka olivat tehneet yrityskauppoja vuosien 1988 ja 1997 välillä. Tutkimuksen tulosten mukaan ostavana osapuolena olevien pankkien epänormaalit tuotot eivät poikenneet merkittävästi

nollasta. Suurin kumulatiivinen negatiivinen tuotto (-0,40%) on aikaikkunalla [-5 - 0] ja suurin kumulatiivinen positiivinen tuotto (1,03%) aikaikkunalla [-20 - +20]. Tulokset eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä. Kaupan kohteena olevan osapuolen osalta kumulatiiviset epänormaalit tuotot ovat kaikilla aikaikkunoilla positiivisia ja tilastollisesti merkitseviä. Tuotot vaihtelevat 12,09% [-1 - +1] ja 16,63% [-20 - 0] välillä. (Cybo-Ottone & Murgia 2000.)

5 AINEISTO JA MENETELMÄ

5.1 Tutkimuksen aineisto

Tutkimuksen empiirinen aineisto koostuu Thomson Reutersin ylläpitämästä Datastream-tietokannasta kerätystä informaatiosta. Aineisto sisältää ainoastaan sellaisia yrityskauppoja, joissa sekä kohde- että hankkijaosapuoli ovat eurooppalaisia pankkisektorin toimijoita. Vertailtavuuden vuoksi tutkimuksessa mukana olevat maat rajattiin ainoastaan länsieurooppalaisiin valtioihin, joihin kuuluvat tässä tutkimuksessa Alankomaat, Belgia, Espanja, Irlanti, Islanti, Italia, Kreikka, Liechtenstein, Luxemburg, Monaco, Norja, Puola, Portugali, Ranska, Ruotsi, Saksa, Suomi, Sveitsi, Tanska.

Tutkimuksessa on otettu huomioon ainoastaan 1.1.2009-30.11.2017 välisenä aikana loppuun asti toteutetut yrityskaupat. Tutkittava ajanjakso on rajattu siten, että se koskettaa vuosina 2007-2009 vallinneen talouskriisin jälkeistä aikaa. Huomioon on otettu vain sellaiset kaupat, joiden arvo on ollut yli 5 miljoonaa Yhdysvaltain dollaria. Tämän lisäksi hankkijaosapuolen on täytynyt saada omistukseensa enemmistöosuus kohdeyhtiöstä (yli 50%). Lisäksi kaikkien ostavina osapuolina olevien pankkien on tullut olla pörssiin listattuja. Tämä on perusteltua, sillä listaamattomien yhtiöiden historiallista kurssidataa ei ole yhtä hyvin saatavilla. Kerätty aineisto sisältää tiedot kaupan julkaisu- ja toteutuspäivästä, rahoitustavasta, arvosta, tyypistä, sekä kohde- ja hankkijaosapuolen alkuperäismaasta.

Tutkimuksen seuraavassa vaiheessa DataStreamin avulla jokaiselle ostavana osapuolena olevalle yhtiölle on selvitetty yksilöivä SEDOL (Stock Exchange Daily Official List) -koodi, jonka avulla niiden historialliset osakekurssit on haettu edellä mainittua tietokantaa hyväksi käyttäen. Alkuperäisestä aineistosta ovat rajautuneet pois sellaiset yhtiöt, joille ei ole löytynyt toimivaa SEDOL-koodia, joilla on ollut muita merkittäviä tapahtumia samaan aikaan tai joiden kurssidatassa on ollut puutoksia. Näin rajattu lopullinen data sisältää yhteensä 109 yhtiötä. Hankittua aineistoa tarkastellaan sekä kokonaisuutena että pienemmissä osissa. Tutkimuksessa vertaillaan koko aineiston analysoinnin lisäksi sitä, poikkeavatko isobritannialaisten pankkien omistajien saamat tuotot muiden länsieurooppalaisten pankkien osakkeenomistajien vastaavista. Lopullinen data sisältää yhteensä 70 mannereurooppalaisen pankin ja 39 isobritannialaisen pankin tekemää yrityskauppaa. Lopulliseen aineistoon kuuluvat yritysostot on esitetty tämän tutkimuksen liitteessä.

Normaalien tuottojen laskemiseen käytettäväksi markkinaportfolioiksi olen valinnut mannereurooppalaisten pankkien osalta STOXX Europe 600 Banks -indeksin ja isobritannialaisten pankkien osalta FTSE 350 Banks -indeksin. Nämä ovat laajimmat käytettävissä olevat pankki-indeksit. Seuraavassa taulukossa esitetään tutkimuksen aineiston jakautumista sekä kaupan julkaisuvuoden että sen kansainvälisyyden perusteella.

Taulukko 2. Tutkimuksen aineisto

Vuosi	Rajojen sisällä tehdyt kaupat	Rajat ylittävät kaupat	Kaikki yhteensä
2009	9	3	12
2010	12	5	17
2011	8	3	11
2012	7	1	8
2013	12	2	14
2014	9	5	14
2015	4	3	7
2016	10	5	15
2017	11		11
Kaikki yhteensä	82	27	109

Taulukosta 2. voidaan havaita, että suurin osa tehdyistä yrityskaupoista (76%) on tehty maan rajojen sisäpuolella. Kokonaisuudessa kaupat ovat jakautuneet melko tasaisesti tarkastettavalle aikaperiodille. Ainoastaan vuosina 2012 ja 2015 yrityskauppojen kokonaismäärä on jäänyt alle kymmeneen. Merkille pantavaa on myös, että vuoden 2017 aikana ei tällä aineistolla ole viety loppuun yhtään maiden rajat ylittävää pankkien välistä yritysostoa.

5.2 Tapahtumatutkimus

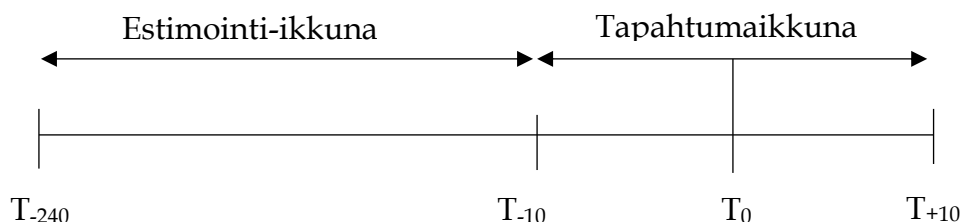
Tämän tutkimuksen metodina on tapahtumatutkimus, joka on yleinen arvopa-perimarkkinoita tutkittaessa käytettävä menetelmä. Tapahtumatutkimuksessa pyritään selvittämään yksittäisen tapahtuman aiheuttamia vaikutuksia sijoitusinstrumentin arvoon. Tämä tapahtuma voi olla esimerkiksi luottoluokituksen muutos, tulosjulkistus tai toimitusjohtajan irtisanominen. Tässä tutkimuksessa ollaan kiinnostuneita selvittämään yrityskaupan julkaisemisen vaikutuksia ostavan osapuolen osakekurssiin. Menetelmän taustalla on oletus tehokkaista markkinoista, jolloin uusi informaatio heijastuu välittömästi yhtiöiden arvoihin. Tämän takia tapahtumien vaikutusta voidaan mitata osakemarkkina-aineiston avulla. Tapahtumatutkimuksella on pitkä historia, sillä ensimmäiset tutkimukset toteutettiin jo 1930-luvun alussa. (MacKinlay 1997.) Kotharin ja Warnerin (2005) mukaan yksistään vuosina 1974-2000 viidessä merkittävässä taloustieteen lehdessä julkaistiin yli 550 tutkimusta, joissa käytettiin menetelmänä tapahtumatutkimusta.

Tapahtumatutkimuksen tekeminen ei noudata tiukkaa rakennetta, vaan sen toteuttajat voivat soveltaa useampaa eri lähestymistapaa. Kaikki tutkimukset noudattavat kuitenkin samansuuntaisia suuntaviivoja, ja niiden väliltä voidaan löytää myös yhteisiä tekijöitä. (Peterson 1989.) Cambellin ym. (1997) mukaan tapahtumatutkimusprosessi koostuu tapahtuman ja aineiston määrittelystä, nor-

maalien ja epänormaalien tuottojen spesifikaatiosta sekä niiden estimoinnista, tilastollisen merkitsevyyden testaamisesta, empiirisistä tuloksista ja lopulta tulosten analysoinnista ja päätelmistä.

Tapahtumatutkimuksen ensimmäinen vaihe on määritellä tutkittava tapahtuma sekä aikaikkuna, jolla sitä tarkastellaan. Tapahtumaikkunalla (event window) tarkoitetaan sitä ajanjaksoa, jolla markkinoiden oletetaan reagoivan yksittäiseen tapahtumaan. Se määritellään kattamaan ainakin muutama päivä sekä ennen että jälkeen tutkittavan tapahtuman aiheuttaman kurssireaktion havaitsemiseksi. Tapahtumatutkimukselle tyypillistä on huomattavasti itse tapahtumaa laajemman tapahtumaikkunan valitseminen, jolloin vaikutuksia kyetään seuraamaan pidemmällä ajanjaksolla. (MacKinlay 1997.) Tämä on perusteltua siitä syystä, että osakekurssireaktioiden voidaan katsoa alkavan jo ennen ilmoituspäivää (Ball & Brown 1968). Schwertin (1996) mukaan joissakin tapauksissa kehitystä voidaan havaita jo yli kuukausi ennen yrityskaupan julkistamista. Useiden tutkimusten mukaan tämä ennen itse tapahtumaa toteutunut hinnannousu on huomattavaa, ja ylittää jopa itse ilmoituspäivän kurssireaktion (Dennis & MacConnell 1986; Goergen & Renneboog 2004). Tämän voidaan katsoa implikoivan tarjousten ennakoitavuutta, tietovuotoja tai sisäpiirikauppoja (Martynova & Renneboog 2006). Toisaalta pidemmän tapahtumaikkunan käyttöön liittyy myös riskejä, sillä silloin itse tutkittavan tapahtuman lisäksi muutkin tekijät vaikuttavat kurssimuutoksiin, joka vääristää saatuja tuloksia (MacKinlay 1997).

Itse tapahtumaikkunan lisäksi tutkimuksessa oleellista on määritellä sitä edeltävä estimointi-ikkuna, jota käytetään avuksi normaalituottojen määrittelyssä. Tyypillisesti estimointi-ikkuna valitaan siten, että se ei sisälly itse tapahtumaikkunaan. Tällä tavoin halutaan estää analysoitavien normaalien ja epänormaalien tuottojen vääristyminen. Aikaisemmissa tutkimuksissa käytettävät estimointi-ikkunat vaihtelevat tyypillisesti 100-300 päivän välillä, kun puolestaan tapahtumaikkunat ovat usein 20-120 päivää. (Peterson 1989.) Tässä tutkimuksessa tapahtumahetkenä ($T=0$) toimii yrityskaupan ilmoituspäivä. Käytettävä aikaikkuna on yhteensä 21 päivän pituinen, eli se alkaa kymmenen päivää ennen tapahtumaa (-10), ja jatkuu kymmenen päivää tapahtumapäivän jälkeen (10). Estimointi-ikkunan pituudeksi on määritelty 230 päivää, eli se käsittää ajanjakson 240-10 päivää ennen tutkittavaa tapahtumaa. Käytettyjä tapahtuma- ja estimointi-ikkunoita havainnollisesta seuraavassa Kuviossa 6.



Kuvio 6. Tutkimuksessa käytettävät estimointi- ja tapahtumaikkunat

Epänormaalien tuottojen (AR) estimointi

Tapahtumatutkimuksessa yksittäisen tapahtuman aiheuttamaa markkinareaktiota tutkitaan epänormaalien tuottojen kautta. Tutkimuksen seuraavana vaiheena on määrittää laskentamenetelmät sekä normaaleille että epänormaaleille tuotoille. Epänormaali tuotto voidaan laskea toteutuneiden tuottojen ja odotettujen tuottojen erotuksena, jota voidaan kuvata seuraavalla kaavalla:

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

jossa AR_{it} tarkoittaa osakkeen epänormaalia tuottoa i ajanhetkellä t ja R_{it} puolestaan osakkeen i osakkeen todellista tuottoa. Termillä $E(R_{it}|X_t)$ kuvataan osakkeen odotettua tuottoa kyseisellä ajanhetkellä, jossa X_t ilmentää odotetun tuoton laskennassa käytettyä menetelmää. (MacKinlay 1997.)

Odotetun tuoton laskemisessa käytetään useampia tapoja, jotka jaetaan tyypillisesti tilastollisiin ja taloudellisiin malleihin. Näiden erot liittyvät siihen, että toisin kuin tilastolliset mallit, taloudelliset mallit ottavat huomioon sijoittajien käyttäytymiseen liittyviä oletuksia. (MacKinlay 1997.) Yleisimmät taloudelliset mallit pohjautuvat CAP (Capital Asset Pricing) -malliin tai arbitrasiteoriaan (Ross 1976; Sharpe 1964). Muita tavanomaisia tilastollisia malleja ovat vakiokeskituottomalli (constant mean return model) sekä tässä tutkimuksessa käytettävä markkinamalli (MacKinlay 1997). Toisin kuin vakiokeskituottomalli, markkinamalli ottaa huomioon markkinoilla tapahtuvan muutoksen ja se tarjoaa näin tarkempia tuloksia. Markkinamallissa osakkeen tuotto perustuu oletukseen normaalijakautuneisuudesta, joten siinä osakkeen tuotto on lineaarisesti riippuvainen markkinaportfolion tuotosta. Tässä tutkimuksessa markkinamallin mukaisiksi portfolioiksi on valittu STOXX Europe 600 Banks -indeksi ja FTSE 350 Banks -indeksi. Logaritmiset eli jatkuva-aikaiset tuotot ovat tyypillisiä rahoitusalan tutkimuksissa, sillä ne ovat normaalimmin jakautuneita kuin prosentuaaliset tuotot (Vaihekoski 2016). Sekä markkinaportfolioiden että tutkimuksen kohteena olevien osakkeiden päätöskurssit on muutettu logaritmisiksi tuotoiksi käyttäen seuraavaa kaavaa:

$$2) \quad R_{it} = \ln\left(\frac{p_{it}}{p_{i,t-1}}\right),$$

jossa R_{it} on osakkeen logaritminen tuotto ja p_{it} on osakkeen päiväkohtainen tuotto. Markkinamallin mukainen osakkeen odotettu tuotto saadaan estimoitua seuraavalla kaavalla:

$$3) \quad R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}, \quad E[\varepsilon_{it}] = 0, \quad Var[\varepsilon_{it}] = \sigma_{\varepsilon_1}^2,$$

jossa R_{it} on osakkeen odotettu tuotto i tietyllä periodilla t , kun taas R_{mt} kuvastaa markkinaportfolion tuottoa samalla ajanjaksolla. α_i ja β_i ovat parametreja, joista ensimmäinen kuvaa markkinoiden riskitöntä tuottoa ja toinen puolestaan mark-

kinatuoton reagoitiherkkyttä. ε_{it} on osaketuoton satunnaisvirhettä ajassa t mitaava termi, jonka odotusarvon oletetaan olevan nolla. (MacKinlay 1997.) Tästä seuraa:

$$4) \quad E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}.$$

Seuraava vaihe on selvittää parametrit α_i ja β_i estimointi-ikkunan avulla. Beeta-kerroin, joka kuvastaa kokonaistuoton riippuvuutta markkinoiden keskimääräisestä tuotosta. Beeta-kertoimen ollessa tasan yksi, osakkeen tuotto seuraa markkinoiden keskimääräistä tuottoa. Toisin sanoen markkinaportfolion beeta on tasan yksi. Suurempi kerroin kuvastaa voimakkaampaa reagointia, kun taas pienemmällä kertoimella tämä on päinvastoin. Beeta-kerroin β_i voidaan laskea seuraavalla kaavalla:

$$5) \quad \beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{VAR(R_m)},$$

jossa $COV(R_i, R_m)$ on kovarianssi, eli osakkeen ja markkinasalkun tuoton yhteisvaihtelu ja $VAR(R_m)$ on puolestaan varianssi, eli markkinasalkun tuottojen kokonaisvaihtelu (Vaihekoski 2016). Seuraavaksi voidaan selvittää osakkeen alfa-parametri, joka kuvaa osakkeen tuottoa suhteessa vastaavan markkinariskin omaavan osakkeen tuottoon. Äsken saadun beeta-parametrin avulla voidaan ratkaista puhtaasti indeksisalkun tuottoa kuvaava riskittömän tuoton alfa-parametri:

$$6) \quad \alpha_i = \bar{R}_t - \beta_i \bar{R}_m,$$

jossa \bar{R}_t ja \bar{R}_m kuvaavat osakkeen ja markkinaportfolion keskimääräistä tuottoa. CAP-malliin (ks. Sharpe 1964) perustuvissa menetelmissä alfan ajatellaan edustavan riskitöntä korkokantaa, jolloin se voitaisiin alhaisen korkotason tilanteessa jopa jättää estimoimatta. Tämän jälkeen osakkaiden epänormaalit tuotot ovat:

$$7) \quad AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt},$$

jossa AR_{it} on osakkeen epänormaali tuotto hetkellä t . (MacKinlay 1997.) Tutkimuksissa ollaan usein kiinnostuneita testaamaan nollahypoteesia, eli sitä onko tiettyinä päivinä epänormaali tuotto poikennut nolasta. Tämän testaaminen edellyttää keskimääräisen epänormaalien tuottojen laskemista. Tässä tutkimuksessa tapahtumaikkuna käsittää yhteensä 21 päivää. Jokaiselle tapahtumaikkunassa olevalle päivälle lasketaan keskimääräinen epänormaali tuotto AAR_t (average abnormal return) käyttäen seuraavaa kaavaa:

$$8) \quad AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it},$$

jossa N kuvastaa tapahtumien (tässä tapauksessa yrityskauppojen) kokonaismäärää ja AR_{it} osakkeen epänormaalista tuottoa hetkellä t . (Vaihekoski 2016.)

Kumulatiivisten epänormaalien tuottojen (CAR) laskeminen

Tapahtumaikkunan yksittäisten epänormaalien tuottojen laskemisen jälkeen epänormaalit tuotot voidaan selvittää koko tapahtumaikkunan aikaväliltä. Tapahtumaikkunan epänormaalit tuotot summaamalla saadaan kumulatiivinen epänormaali tuotto, jonka avulla voidaan tarkastella tietyn aikavälin tuottojen käyttäytymistä. Keskimääräinen CAR (cumulative abnormal return) saadaan seuraavasta kaavasta:

$$9) \quad CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it},$$

jossa $CAR_i(t_1, t_2)$ on yksittäisen osakkeen kumulatiivinen epänormaali tuotto aikavälillä $[t_1, t_2]$. (MacKinlay 1997.) Yksittäisten osakkeiden kumulatiivisten osakkeiden laskemisen jälkeen voidaan laskea kumulatiivinen keskimääräinen epänormaali tuotto CAAR kaikkien osakkeiden kesken. Tämä voidaan selvittää kaavalla (Vaihekoski 2016):

$$10) \quad CAAR(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2).$$

Tulosten tilastollinen merkitsevyys

Tutkimuksen seuraava vaihe on selvittää saatujen tulosten tilastollinen merkitsevyys. Tässä tutkimuksessa käytetään tilastollisia testisuureita, joiden avulla halutaan varmistaa, että epänormaalit tuotot ovat seurausta tietystä tapahtumasta, eikä kyseessä ole ollut sattuma. Epänormaalien tuottojen testaamiseen voidaan käyttää seuraavaa testisuureta:

$$11) \quad \frac{AAR_t}{\sqrt{\sigma^2(AAR_t)}} \sim N(0, 1)$$

, jossa nimittäjä $\sqrt{\sigma^2(AAR_t)}$ kuvaa päiväkohtaisten keskimääräisten epänormaalien tuottojen keskivirhettä. (MacKinlay 1997.) Keskimääräisten epänormaalien tuottojen varianssi, voidaan laskea seuraavalla tavalla:

$$12) \quad VAR(AAR_t) = \frac{1}{N^2} \sum_{t=1}^N \sigma_t^2,$$

jossa σ_t^2 on markkinaregression residuaalin varianssi eli estimointiperiodin epänormaalien tuottojen varianssi (MacKinlay 1997).

Kumulatiivisten keskimääräisten epänormaalien tuottojen osalta tässä tutkimuksessa testataan sitä, onko yritysostolla ollut vaikutusta ostavan osapuolen osakkeen hinnan epänormaalien tuoton vaihteluun tietyssä aikaikkunassa. Tilastollisen merkitsevyyden laskemiseen käytetään seuraava testisuureta:

$$13) \quad J_1 = \frac{CAAR(t_1, t_2)}{\sqrt{\sigma^2(t_1, t_2)}} \sim N(0, 1),$$

, jossa osoittaja $CAAR(t_1, t_2)$ on kumulatiivinen keskimääräinen epänormaali tuotto tutkitulla aikavälillä ja nimittäjä $\sqrt{\sigma^2(t_1, t_2)}$ puolestaan kyseisen periodin keskivirhe. Kaavan varianssi saadaan laskettua seuraavalla tavalla (Vaihekoski 2016):

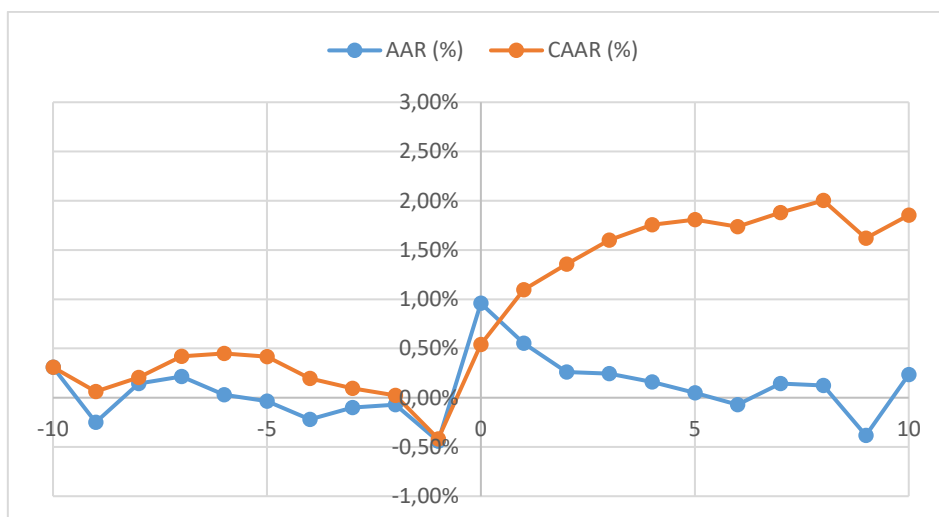
$$14) \quad \sigma^2(t_1, t_2) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=2}^N (t_2 - t_1 + 1) \sigma_i^2(t_1, t_2) = (t_2 - t_1 + 1) \sigma_t^2(t_1, t_2).$$

6 TUTKIMUKSEN TULOKSET

6.1 Tulokset koko aineistolla

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on tutkia kuinka Euroopan pankkisektorilla toteutetut yrityskaupat vaikuttavat niissä ostavana osapuolena olevien yhtiöiden osakekursseihin lyhyellä aikavälillä. Tutkimuksessa menetelmänä käytetään tapahtumatutkimusta. Koko aineiston lisäksi tutkimuksessa ollaan kiinnostuneita selvittämään eroavat isobritannialaisten pankkien saamat epänormaalit tuotot mannereurooppalaisten pankkien vastaavista. Tästä syystä kummankin näiden ryhmän tuloksia on analysoitu erikseen. Lisäksi tutkimuksessa halutaan selvittää, onko yritysostolla ollut vaikutusta ostavan osapuolen osakkeen hinnan epänormaaliin tuottoon. Tätä kuvataan kahden muuttujan, keskimääräisen epänormaalin tuoton AAR (average abnormal return) ja kumulatiivisen keskimääräisen epänormaalin tuoton CAAR (cumulative average abnormal return) avulla.

Seuraavassa Kuviossa 7 kuvataan saatuja tuloksia koko aineiston osalta (N=109). Pystyakseli kuvastaa prosentuaalista epänormaalia tuottoa ja vaakakseli tapahtumaikkunaa. Saatujen tulosten mukaan merkittävimmät keskimääräiset epänormaalit tuotot syntyvät yrityskaupan julkaisupäivänä. Myös yrityskauppaa seuraavina päivinä on havaittavissa normaalista tuotosta poikkeavia lieviä ylituottoja. Näistä ainoastaan yrityskaupan julkaisemispäivänä tapahtuvaa epänormaalia tuottoa voidaan pitää tilastollisesti merkitsevänä p-arvon ollessa alle 0,05. Kumulatiiviset keskimääräiset epänormaalit tuotot puolestaan ovat selvästi positiivisia julkaisupäivän jälkeen, joten pankkien tekemien yrityskauppojen voidaan sanoa tuottavan lisäarvoa ostavan osapuolen osakkeenomistajille.



Kuvio 7. Epänormaali tuotto (AAR) ja kumulatiivinen epänormaali tuotto (CAAR) koko aineistolla.

Seuraavassa Taulukossa 3 edellisen kuvion keskimääräiset epänormaalit tuotot on esitetty lukuina. Kuten edellä jo mainittiin, ainoa tilastollisesti merkitsevä normaalista poikkeava tuotto (0,96%) on havaittavissa yrityskaupan julkaisupäivänä. Eräs huomio kiinnittyy ennen kaupan julkaisemista oleviin keskimääräisiin epänormaaleihin tuottoihin, jotka ovat kaikkina viitenä päivänä [-5 - -1] ennen kaupan julkaisemista negatiivisia. Toisaalta näiden päivien keskimääräiset epänormaalit tuotot eivät ole tilastollisesti merkitseviä, joten tästä ei voida tehdä liian suuria johtopäätöksiä.

Taulukko 3. Keskimääräiset epänormaalit tuotot koko aineistolla. *, ** ja *** tarkoittavat tilastollisesti merkitsevää tulosta 10 %:n, 5 %:n ja 1 %:n merkitsevyystasolla.

Päivä	AAR	Testisuure	p-arvo
-10	0,31 %	1,50099	0,13336
-9	-0,25 %	-0,65271	0,51394
-8	0,14 %	0,60415	0,54575
-7	0,21 %	1,13606	0,25593
-6	0,03 %	0,14356	0,88585
-5	-0,04 %	-0,14330	0,88605
-4	-0,22 %	-1,01487	0,31017
-3	-0,10 %	-0,27914	0,78013
-2	-0,07 %	-0,15117	0,87984
-1	-0,44 %	-1,20732	0,22731
0	0,96 %	1,97307	0,04849**
1	0,55 %	1,05967	0,28929
2	0,26 %	0,77895	0,43601
3	0,24 %	0,95824	0,33794
4	0,16 %	0,58346	0,55959
5	0,05 %	0,24137	0,80927
6	-0,07 %	-0,37530	0,70744
7	0,14 %	0,83029	0,40637
8	0,12 %	0,71513	0,47453
9	-0,38 %	-1,54818	0,12158
10	0,23 %	1,14801	0,25096

Kumulatiivisia epänormaaleja tuottoja ostavan yrityksen näkökulmasta tutkittiin seitsemän eri aikaikkunan avulla, jotka on koottu seuraavaan Taulukkoon 4. Ensimmäinen sarake kuvastaa tutkittua aikaväliä. Toinen sarake ilmoittaa tutkimuksessa saadun kumulatiivisen keskimääräisen epänormaalien tuoton (CAAR) kyseisellä ajanjaksolla. Kolmannen sarakkeen testisuurella testataan, onko tapahtumalla ollut vaikutusta epänormaalien tuoton vaihteluun kyseisessä aikaikkunassa. Viimeinen sarake kuvaan tämän tilastollista merkitsevyyttä. Taulukosta 4 voidaan tulkita, että koko aineiston osalta ostavana osapuolena olevat pankit ovat saaneet yrityskaupan julkaisemisen yhteydessä epänormaalista poikkeavia positiivisia tuottoja.

Taulukko 4. Kumulatiiviset epänormaalit tuotot koko aineistolla. *, ** ja *** tarkoittavat tilastollisesti merkitsevää tulosta 10 %:n, 5 %:n ja 1 %:n merkitsevyystasolla

[t1,t2]	CAAR	J1	p-arvo
[-10,-1]	-0,42 %	-0,4597	0,6458
[-5,-1]	-0,87 %	-1,3520	0,1764
[-1,+1]	1,07 %	2,1546	0,0312**
[0,0]	0,96 %	3,3402	0,0008***
[0,+1]	1,51 %	3,7261	0,0002***
[+1,+5]	1,27 %	1,9729	0,0485**
[+1,+10]	1,31 %	1,4463	0,1481

Julkaisupäivän lisäksi aikavälillä [0, +1] ostava osapuoli on saanut normaalista poikkeavan 1,51% suuruisen positiivisen tuoton. Tulosta voidaan pitää erittäin merkitsevänä p-arvon ollessa alle 0,01. Myös edeltävän päivän huomioon otta- van aikavälin [-1, +1] positiiviset tuotot (1,07%) ovat tilastollisesti merkitseviä. Taulukosta 5 huomataan, että kumulatiiviset epänormaalit tuotot kaupan jälkeen lyhyellä aikavälillä ovat selvästi positiivisia (1,27%) ja tilastollisesti merkitseviä, vaikka itse kaupan julkaisupäivä jätettäisiin tarkastelusta pois [+1, +5]. Ennen kaupan julkaisua [-10, -1] ja [-5, -1] kumulatiiviset epänormaalit tuotot ovat tällä aineistolla negatiivisia, mutta eivät tilastollisesti merkitseviä. Pidemmällä aika- välillä [+1, +10] kumulatiiviset tuotot ovat muiden julkaisun jälkeisten havainto- jen tapaan positiivisia, mutta tilastollisesti vähemmän merkitseviä.

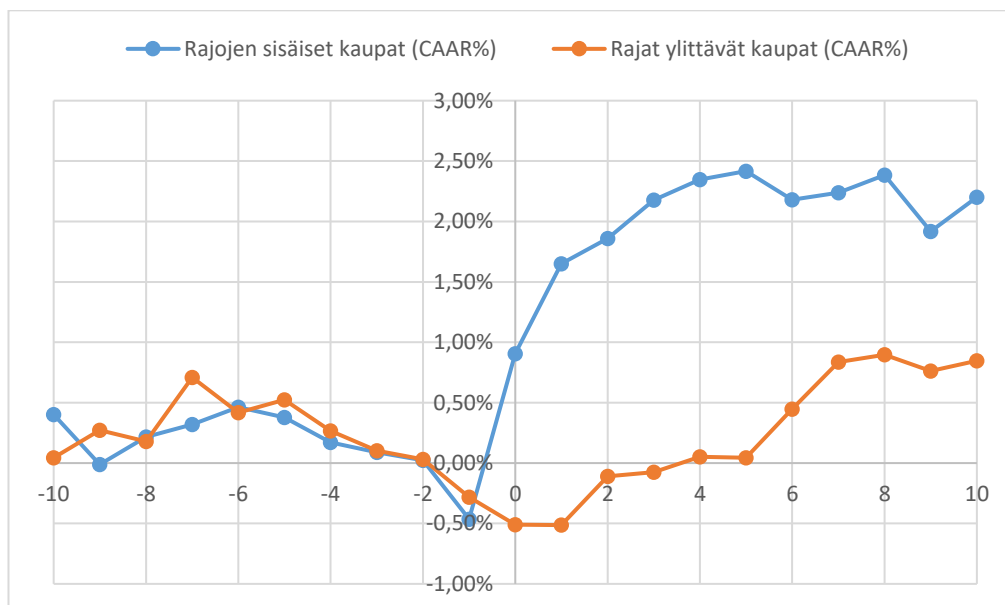
Yrityskaupan kansainvälisyyden vaikutus koko aineistolla

Eräs tämän tutkimuksen näkökulmista on tutkia sitä, onko yrityskaupan kan- sainvälisyydellä ollut vaikutusta lyhyen aikavälin tuottoihin. Seuraavassa Tau- lukossa 5 kuvataan koko aineistolla tehtyjen maiden rajojen sisä- sekä ulkopuo- lulle tehtyjen yritysostojen kumulatiivisia epänormaaleja tuottoja.

Taulukko 5. Kansainvälisyyden vaikutus kumulatiivisiin epänormaaleihin tuottoihin koko aineistolla. *, ** ja *** tarkoittavat tilastollisesti merkitsevää tulosta 10 %:n, 5 %:n ja 1 %:n merkitsevyystasolla.

Rajojen sisäiset kaupat (N = 81)				Rajat ylittävät kaupat (N = 28)			
[t1,t2]	CAAR	J1	p-arvo	[t1,t2]	CAAR	J1	p-arvo
[-10,-1]	-0,46 %	-0,4130	0,6796	[-10,-1]	-0,28 %	-0,2521	0,8010
[-5,-1]	-0,93 %	-1,1661	0,2436	[-5,-1]	-0,70 %	-0,8820	0,3778
[-1,+1]	1,63 %	2,6502	0,0080***	[-1,+1]	-0,54 %	-0,8856	0,3759
[0,0]	1,37 %	3,8555	0,0001***	[0,0]	-0,23 %	-0,6406	0,5218
[0,+1]	2,11 %	4,2127	0,0000***	[0,+1]	-0,23 %	-0,4594	0,6459
[+1,+5]	1,51 %	1,9047	0,0568*	[+1,+5]	0,55 %	0,6992	0,4844
[+1,+10]	1,30 %	1,1557	0,2478	[+1,+10]	1,36 %	1,2088	0,2268

Edellä olevasta Taulukosta 5 voidaan havaita, että rajojen sisäisten kauppohen kumulatiiviset epänormaalit tuotot ovat usealla tarkasteluikkunalla huomattavia ja tilastollisesti merkitseviä. Etenkin julkaisupäivän ympärillä $[-1, +1]$, $[0, 0]$ ja $[0, +1]$ saatuja tuloksia voidaan pitää erittäin merkitsevinä p-arvon ollessa alle 0,01. Tämän lisäksi myös yrityskauppaa seuraavan viiden päivän $[+1, +5]$ kumulatiivinen tuotto on selvästi positiivinen (1,51%) ja tilastollisesti heikosti merkitsevää. Tästä voidaan tehdä johtopäätös, että rajojen sisällä tapahtuneet yrityskaupat ovat tuottaneet ostavien osapuolien osakkeenomistajille normaalista poikkeavia lyhytaikaisia tuottoja. Pidemmällä aikavälillä $[-10, -1]$, $[-5, -1]$ ja $[+1, +10]$ tulokset eivät ole enää tilastollisesti merkitseviä. Rajat ylittävien kauppohen osalta havaitaan, että kumulatiiviset epänormaalit tuotot eivät tarjoa tilastollisesti merkitseviä tuloksia. Kahta tarkastelujaksoa $[+1, +5]$ ja $[+1, +10]$ lukuun ottamatta kumulatiiviset epänormaalit tuotot ovat lievästi negatiivisia. Seuraava kuviossa havainnollisestaa rajojen sisäisten ja rajat ylittävien kauppohen kumulatiivisia tuottoja koko aineiston osalta.

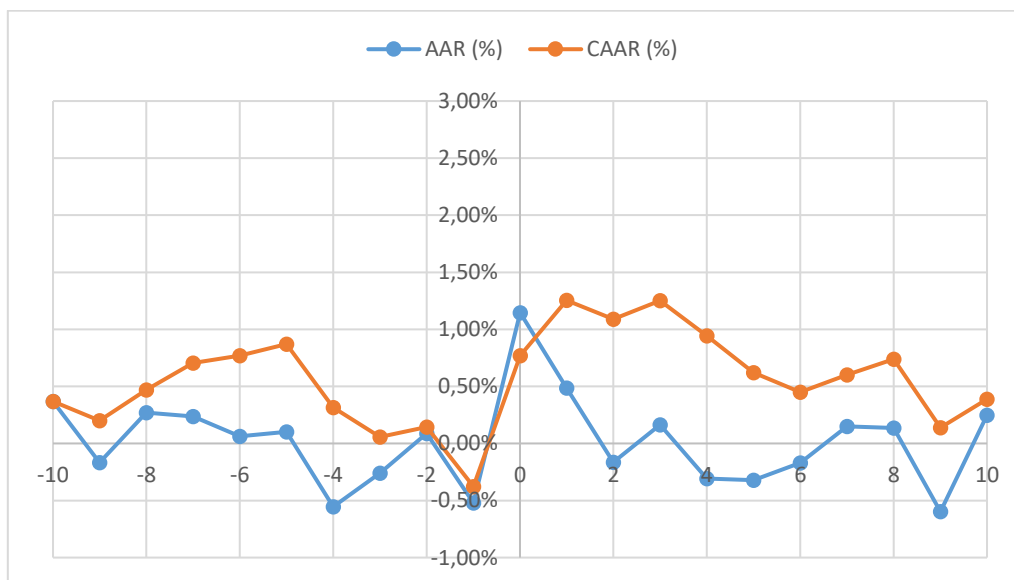


Kuvio 8. Rajojen sisällä tehtyjen ja rajat ylittävien yrityskauppohen kumulatiiviset epänormaalit tuotot (CAAR%) koko aineistolla.

Kuviosta 8 voidaan havaita, että rajojen sisäisten kauppohen kumulatiiviset epänormaalit tuotot ovat olleet yrityskaupan julkaisemisen jälkeen positiivisia kahta päivää lukuun ottamatta. Ainoastaan kuudentena ja yhdeksäntenä päivänä kaupan julkaisemisen jälkeen kumulatiivisia tuottoja kuvaava käyrä on laskeva. Maiden rajat ylittävien yritysostojen osalta kumulatiiviset epänormaalit tuotot ovat selvästi matalammat. Tämän perusteella voidaan sanoa, että rajojen sisällä tapahtuvat yrityskaupat ovat tuottaneet niiden osakkeenomistajille keskimäärin korkeampia tuottoja kuin rajat ylittävät kaupat. Tässä tulee muistaa se, että rajojen sisällä tapahtuneiden yrityskauppohen kokonaismäärä (81), on selvästi rajojen ylittävien kauppohen määrää (28) korkeampi, jolloin etenkin pienemmän ryhmän tuloksien tilastollinen merkitsevyys kärsii.

6.2 Mannereurooppalaiset pankit

Yksi tämän tutkimuksen tavoitteista oli selvittää, eroavatko saadut tulokset mannereurooppalaisten ja isobritannialaisten pankkien välillä. Seuraavassa Kuviossa 9 on esitetty saatuja tuloksia mannereurooppalaisten pankkien osalta. Pystyakseli kuvastaa edellisen kappaleen tavoin prosentuaalista epänormaalia tuottoa ja vaaka-akseli tapahtumaikkunaa. Kuvioista 9 voidaan havaita, että julkaisupäivänä keskimääräinen epänormaalituotto on selvästi korkeampi muihin tapahtumaikkunan päiviin verrattuna. Huomion arvoista on myös se, että normaalista poikkeavat tuotot painuvat negatiiviseksi jo toisena päivänä yrityskaupan julkaisemisen jälkeen, kun koko aineiston osalta tämä tapahtuu vasta kuudentena päivänä. Edellä mainittu kehitys heijastuu suoraan kumulatiivisiin epänormaaleihin tuottoihin, joita kuvaava käyrä on huomattavasti koko aineiston vastaavaa matlampi, ja joka taipuu laskuun kolmantena päivänä julkaisun jälkeen.



Kuvio 9. Epänormaali tuotto (AAR) ja kumulatiivinen epänormaali tuotto (CAAR) mannereurooppalaisilla pankeilla.

Seuraavassa Taulukossa 6 edellisen kuvaajan keskimääräiset normaalista poikkeavat tuotot on esitetty numeromuodossa. Julkaisupäivän ($T=0$) keskimääräinen epänormaali tuotto on selvästi positiivinen (1,15%), ja sitä voidaan pitää tilastollisesti heikosti merkitseväenä p-arvon ollessa alle 0,1. Tästä voidaan tehdä johtopäätös, että ostavana osapuolena olevien mannereurooppalaisten pankkien osakkeenomistajat hyötyvät lyhyellä aikavälillä yrityskaupoista. Aineistosta nousee esille myös kaksi muuta päivää, joiden tuloksia voidaan pitää tilastollisesti heikosti merkitsevinä. Epänormaali tuotto on selvästi negatiivinen sekä neljä päivää ennen yrityskauppaa (-0,56%) että yhdeksän päivää yrityskaupan jälkeen (-0,60%). Muilta osin saadut keskimääräiset epänormaalit tuotot eivät poikkea merkittävästi nolosta tai ole tilastollisesti merkitseviä.

Taulukko 6. Epänormaalit tuotot mannereurooppalaisilla pankeilla. *, ** ja *** tarkoittavat tilastollisesti merkitsevää tulosta 10 %:n, 5 %:n ja 1 %:n merkitsevyystasolla.

Päivä	AAR	Testisuure	p-arvo
-10	0,37 %	1,2842	0,1991
-9	-0,17 %	-0,3012	0,7632
-8	0,27 %	0,7940	0,4272
-7	0,24 %	0,9294	0,3527
-6	0,06 %	0,2266	0,8208
-5	0,10 %	0,3229	0,7468
-4	-0,56 %	-1,9387	0,0525*
-3	-0,26 %	-0,4914	0,6231
-2	0,09 %	0,1257	0,9000
-1	-0,52 %	-0,9433	0,3455
0	1,15 %	1,6708	0,0948*
1	0,49 %	0,6286	0,5296
2	-0,17 %	-0,3721	0,7098
3	0,16 %	0,5507	0,5818
4	-0,31 %	-1,0610	0,2887
5	-0,32 %	-1,3913	0,1641
6	-0,17 %	-0,6495	0,5160
7	0,15 %	0,7146	0,4748
8	0,14 %	0,6316	0,5276
9	-0,60 %	-1,9371	0,0527*
10	0,25 %	1,3633	0,1728

Seuraavaan Taulukkoon 7 on koottu mannereurooppalaisten pankkien saamat kumulatiiviset epänormaalit tuotot valituilla tarkasteluikkunoilla. Koko aineiston tavoin, myös mannereurooppalaisten pankkien osakkeen omistajat saavat yrityskaupan julkaisemisen yhteydessä selvän ja tilastollisesti merkitsevän normaalista poikkeavan tuoton. Suurin kumulatiivinen tuotto (1,63%) on havaittavissa julkaisupäivänä ja sitä seuraavana päivän [0, +1] aikana. Tulosta voidaan myös pitää tilastollisesti erittäin merkitsevänä p-arvon ollessa alle 0,01.

Taulukko 7. Kumulatiiviset epänormaalit mannereurooppalaisilla pankeilla. *, ** ja *** tarkoittavat tilastollisesti merkitsevää tulosta 10 %:n, 5 %:n ja 1 %:n merkitsevyystasolla

[t1,t2]	CAAR	J1	p-arvo
[-10,-1]	-0,38 %	-0,2946	0,7683
[-5,-1]	-1,15 %	-1,2670	0,2051
[-1,+1]	1,11 %	1,5827	0,1135
[0,0]	1,15 %	2,8295	0,0047***
[0,+1]	1,63 %	2,8478	0,0044***
[+1,+5]	-0,15 %	-0,1622	0,8711
[+1,+10]	-0,38 %	-0,2968	0,7666

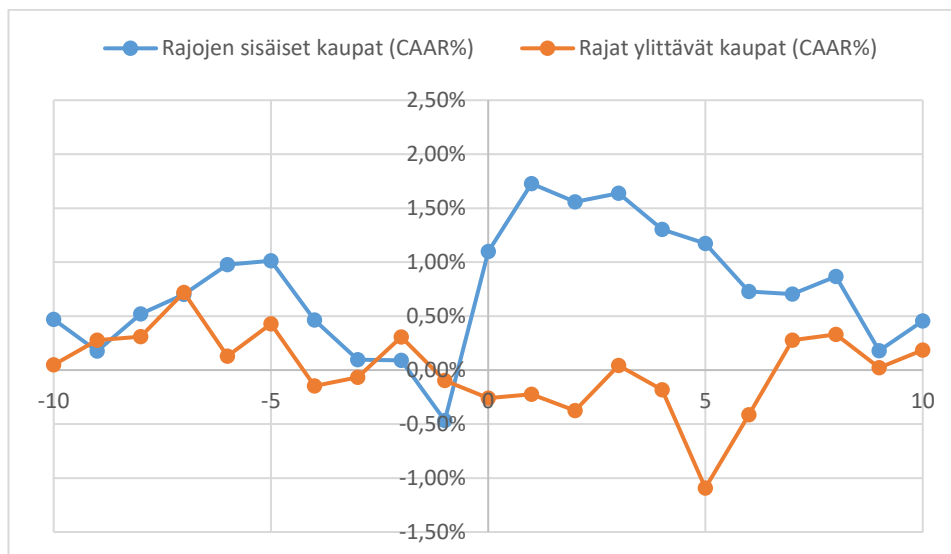
Kansainväliset kaupat mannereurooppalaisilla pankeilla

Alle olevaan Taulukkoon 8 on koottu mannereurooppalaisten pankkien tekemien maiden rajojen sisäisten ja niiden ylittävien yrityskauppojen kumulatiiviset epänormaalit tuotot. Siitä voidaan tehdä koko aineistoa käsittelevän osion kanssa yhdenmukainen havainto siitä, että rajojen sisällä tapahtuvien kauppojen tuotot poikkeavat huomattavasti normaalista usealla tarkasteluperiodilla. Maiden rajojen sisäisiä yrityskauppoja on yhteensä 53 ja rajat ylittäviä kauppooja yhteensä 17 kappaletta.

Taulukko 8. Kansainvälisyyden vaikutus kumulatiivisiin tuottoihin mannereurooppalaisilla pankeilla. *, ** ja *** tarkoittavat tilastollisesti merkitsevää tulosta 10 %:n, 5 %:n ja 1 %:n merkitsevyystasolla

Rajojen sisäiset kaupat (N = 53)				Rajat ylittävät kaupat (N = 17)			
[t1,t2]	CAAR	J1	p-arvo	[t1,t2]	CAAR	J1	p-arvo
[-10,-1]	-0,47 %	-0,4159	0,6775	[-10,-1]	-0,10 %	-0,0873	0,9304
[-5,-1]	-1,44 %	-1,8173	0,0692*	[-5,-1]	-0,23 %	-0,2870	0,7741
[-1,+1]	1,64 %	2,6609	0,0078***	[-1,+1]	-0,53 %	-0,8601	0,3897
[0,0]	1,57 %	4,4094	0,0000***	[0,0]	-0,16 %	-0,4537	0,6501
[0,+1]	2,19 %	4,3712	0,0000***	[0,+1]	-0,12 %	-0,2488	0,8035
[+1,+5]	0,07 %	0,0921	0,9266	[+1,+5]	-0,83 %	-1,0493	0,2941
[+1,+10]	-0,64 %	-0,5740	0,5660	[+1,+10]	0,44 %	0,3951	0,6928

Taulukosta 8 huomataan, että maiden rajojen sisällä tapahtuvien normaalista poikkeava tuotto on lyhyellä aikavälillä selvästi positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä. Suurin kumulatiivinen epänormaali tuotto (2,19%) on havaittavissa julkaisupäivän ja sitä seuraavan päivän huomioon ottavalla tarkasteluperiodilla [0, +1]. Samoin pelkän julkaisupäivän [0, 0] ja sen ympäröivät päivät [-1, 1] huomiovilla tarkastelujaksoilla kumulatiiviset tuotot poikkeavat selvästi normaalista. Kaikkia edellä mainittuja tuloksia voidaan pitää tilastollisesti erittäin merkitsevinä p-arvojen ollessa alle 0,01. Ennen kaupan julkaisua olevat kumulatiiviset epänormaalit tuotot ovat selvästi negatiivisia, joista tarkastelujaksolla [-5, -1] havaittua negatiivista kumulatiivista tuottoa (-1,44%) voidaan pitää tilastollisesti merkittävänä. Pidempiä aikavälejä kaupan julkaisun jälkeen tarkasteltaessa [+1, +5] ja [+1, +10] tulokset eivät ole enää tilastollisesti merkitseviä. Rajat ylittävien kauppojen osalta taulukosta voidaan havaita, että kumulatiiviset tuotot ovat yhtä tarkastelujaksoa lukuun ottamatta negatiivisia. Ainoastaan pisimmällä julkaisun jälkeisellä periodilla [+1, +10] tuotot ovat positiivisia (0,44%). Negatiiviset tuotot vaihtelevat 0,83% ja 0,10% välillä. Saadut tulokset eivät kuitenkaan ole millään tarkastelujaksolla tilastollisesti merkitseviä. Johtopäätöksinä tuloksista voidaan sanoa, että mannereurooppalaisten pankkien maiden rajojen sisällä toteutetut yrityskaupat tuottavat niiden osakkeenomistajille selviä lyhytaikaisia epänormaaleja tuottoja. Vastaavaa vaikutusta ei ole havaittavissa maiden rajat ylittävien yrityskauppojen osalta.

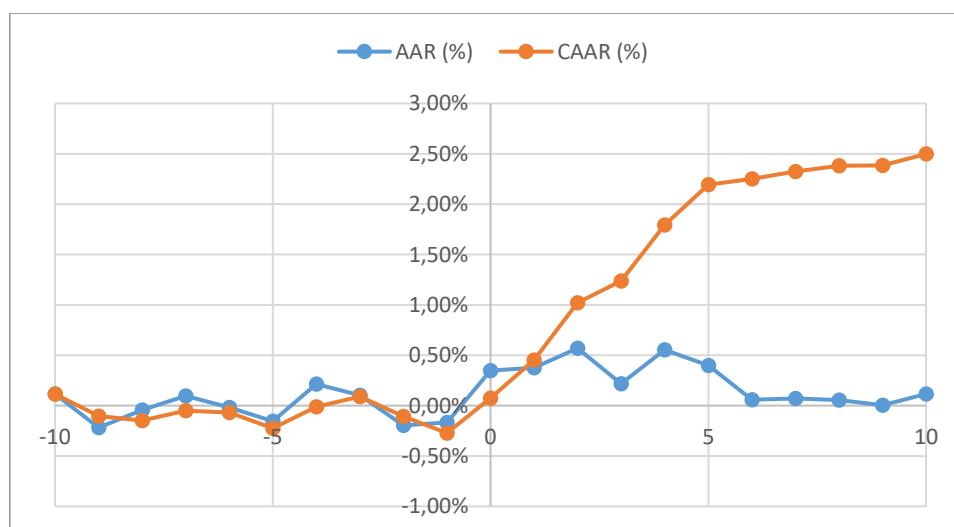


Kuvio 10. Rajojen sisällä tehtyjen ja rajat ylittävien yrityskauppojen kumulatiiviset epänormaalit tuotot (CAAR%) mannereurooppalaisilla pankeilla.

Yllä oleva Kuviosta 10 on selvästi havaittavissa, että yrityskaupan julkaisun yhteydessä rajojen sisäisten kauppoojen kumulatiivinen tuotto nousee merkittävästi normaalia tuottoa korkeammaksi. Maiden rajat ylittäen kauppoojen osalta julkaisupäivällä ei näytä olevan merkittävää vaikutusta mannereurooppalaisten pankkien kumulatiivisiin normaalista poikkeaviin tuottoihin.

6.3 Isobritannialaiset pankit

Seuraavassa taulukossa kuvataan isobritannialaisten pankkien tekemien yrityskauppojen epänormaaleja sekä kumulatiivisia epänormaaleja tuottoja.



Kuvio 11. Epänormaali tuotto (AAR) ja kumulatiivinen epänormaali tuotto (CAAR) isobritannialaisilla pankeilla.

Kuten yllä olevasta Kuviosta 11 voidaan havaita, keskimääräisiä epänormaaleja tuottoja kuvaava sininen viiva on selvästi nollan yläpuolella yrityskaupan julkaisemista seuraavana viitenä päivänä. Tästä johtuen myös kumulatiivisia normaaleja tuottoja kuvaava käyrä nousee jyrkästi tapahtumapäivän jälkeen. Keskimääräinen epänormaalituotto painuu lähelle normaalia kuusi päivää yrityskaupan jälkeen, painumatta kuitenkin kertaakaan negatiiviseksi. Tämän perusteella voidaan sanoa, että isobritannialaisten pankkien osakkeen omistajat saavat yrityskauppojen julkaisun jälkeen normaalista poikkeavan positiivisen arvonnousun.

Seuraavassa Taulukossa 9 edellisen kuvion keskimääräiset epänormaalit tuotot on esitetty lukuina. Ennen julkaisua normaalista poikkeavien tuottojen arvot vaihtelevat päiväkohtaisesti nollan molemmilla puolilla, mutta julkaisupäivän jälkeen ne pysyvät positiivisena lukuun ottamatta yhdeksättä päivää, jolloin arvo on 0,00%. Suurin normaalista poikkeavat tuotto (0,57%) ilmenee 2 päivää kaupan julkaisemisen jälkeen. Viimeisestä tulosten tilastollisesta merkitsevyyttä kuvastavasta sarakkeesta huomataan, että saadut tulokset eivät ole yhdenkään päivän kohdalla tilastollisesti merkitseviä. Tämä poikkeaa koko aineistolla sekä mannereurooppalaisilla pankeilla saaduista tuloksista, sillä niissä kummassakin julkaisupäivän ($T=0$) normaalista poikkeavaa tuottoa voidaan pitää tilastollisesti merkitseväenä.

Taulukko 9. Epänormaalit tuotot isobritannialaisilla pankeilla. *, ** ja *** tarkoittavat tilastollisesti merkitsevää tulosta 10 %:n, 5 %:n ja 1 %:n merkitsevyystasolla

Päivä	AAR	Testisuure	p-arvo
-10	0,12 %	0,4390	0,6607
-9	-0,22 %	-0,6142	0,5391
-8	-0,04 %	-0,1632	0,8703
-7	0,10 %	0,3696	0,7116
-6	-0,02 %	-0,0628	0,9499
-5	-0,16 %	-0,4055	0,6851
-4	0,21 %	0,7142	0,4751
-3	0,10 %	0,2945	0,7683
-2	-0,20 %	-0,6788	0,4973
-1	-0,17 %	-0,6750	0,4996
0	0,35 %	0,6093	0,5423
1	0,38 %	0,8168	0,4140
2	0,57 %	1,2432	0,2138
3	0,22 %	0,4582	0,6468
4	0,56 %	1,0524	0,2926
5	0,40 %	1,0473	0,2949
6	0,06 %	0,2415	0,8092
7	0,07 %	0,2422	0,8086
8	0,06 %	0,1949	0,8454
9	0,00 %	0,0074	0,9941
10	0,11 %	0,2471	0,8048

Muun aineiston tavoin myös isobritannialaisten yhtiöiden kumulatiivisia epänormaaleja tuottoja arvioidaan seitsemällä tarkasteluperiodilla. Alla olevasta Taulukosta 10 havaitaan, että kumulatiiviset epänormaalit tuotot jatkavat kasvuaan yrityskaupan julkaisun jälkeen. Tarkastelujaksolla [+1, +10] normaalista poikkeava keskimääräinen tuotto on yhteensä 2,42%, ja tätä lyhemmällä periodilla [+1, +5] vastaava luku on 2,12%. Kumpaakin näistä luvuista voidaan pitää tilastollisesti merkitsevänä p-arvon ollessa alle 0,05. Mannereurooppalaisten yhtiöiden tavoin, myös isobritannialaiset yhtiöiden kumulatiiviset tuotot yrityskaupan julkaisemisen ympärillä [-1, +1], [0, 0] ja [0, +1] ovat selvästi positiivisia. Tulokset eivät kuitenkaan ole tilastollisesti yhtä merkitseviä. Ennen yrityskaupan julkaisua [-10, -1] ja [-5, -1] kumulatiiviset tuotot ovat negatiivisia, mutta tilastollisesti vähemmän merkitseviä.

Taulukko 10. Kumulatiiviset epänormaalit tuotot isobritannialaisilla pankeilla. *, ** ja *** tarkoittavat tilastollisesti merkitsevää tulosta 10 %:n, 5 %:n ja 1 %:n merkitsevyystasolla

[t1,t2]	CAAR	J1	p-arvo
[-10,-1]	-0,27 %	-0,25271	0,80049
[-5,-1]	-0,20 %	-0,26724	0,78929
[-1,+1]	0,56 %	0,94463	0,34485
[0,0]	0,35 %	1,0176	0,3089
[0,+1]	0,72 %	1,50212	0,13307
[+1,+5]	2,12 %	2,78054	0,00543***
[+1,+10]	2,42 %	2,24988	0,02446**

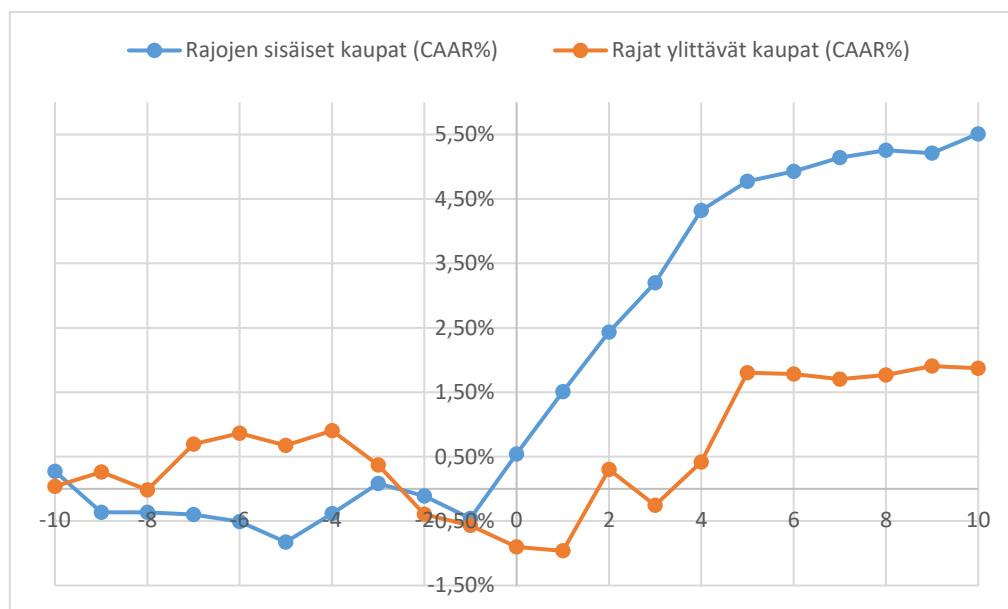
Kansainväliset kaupat isobritannialaisilla pankeilla

Tulosten viimeisessä osiossa tarkastellaan yrityskaupan kansainvälisyyden merkitystä isobritannialaisten pankkien näkökulmasta. Alla olevaa Taulukkoon 11 on koottu sekä maan rajojen sisäisten että rajat ylittävien kauppajaksoiden kumulatiiviset epänormaalit tuotot valituilla tarkastelujaksoilla. Siitä havaitaan, että rajojen sisäisten kauppajaksoiden kumulatiiviset tuotot ovat selvästi positiivisia julkaisupäivän ympärillä. Merkille pantavaa on, että toisin kuin mannereurooppalaisilla pankeilla, isobritannialaisten pankkien kumulatiiviset tuotot jatkavat kasvua vielä kymmenen päivää kaupan julkaisemisen jälkeen. Tarkasteluperiodilla [+1, +10] normaalista poikkeava kumulatiivinen tuotto on yhteensä 4,97%, kun mannereurooppalaisten pankkien vastaava luku on -0,64%. Samoin tätä lyhyemmän tarkastelujakson [+1, +5] kumulatiiviset tuotot ovat selvästi positiivisia (4,24%). Näillä tarkasteluperiodeilla saatuja tuloksia voidaan pitää tilastollisesti erittäin merkitsevänä p-arvojen ollessa alle 0,01. Tämän lisäksi myös julkaisupäivän ympärillä keskittyneiden aikaikkunoiden [-1, +1], [0, 0] ja [0, +1] kumulatiiviset epänormaalit tuotot ovat selvästi positiivisia ja tilastollisesti merkitseviä. Rajat ylittävien kauppajaksoiden osalta vastaavia tilastollisesti merkitseviä tuloksia ei ole havaittavissa. Kuitenkin niidenkin tulosten osalta kumulatiiviset tuotot kääntyvät selvästi positiivisiksi mentäessä julkaisupäivän jälkeen ajassa eteenpäin.

Taulukko 11. Kansainvälisyyden vaikutus kumulatiivisiin epänormaaleihin tuottoihin isobritannialaisilla pankeilla. *, ** ja *** tarkoittavat tilastollisesti merkitsevää tulosta 10 %:n, 5 %:n ja 1 %:n merkitsevyystasolla

Rajojen sisäiset kaupat (N = 28)				Rajat ylittävät kaupat (N = 11)			
[t1,t2]	CAAR	J1	p-arvo	[t1,t2]	CAAR	J1	p-arvo
[-10,-1]	-0,46 %	-0,4073	0,6838	[-10,-1]	-0,57 %	-0,5068	0,6123
[-5,-1]	0,05 %	0,0665	0,9470	[-5,-1]	-1,43 %	-1,8015	0,0716*
[-1,+1]	1,62 %	2,6300	0,0085***	[-1,+1]	-0,57 %	-0,9248	0,3550
[0,0]	1,00 %	2,8069	0,0050***	[0,0]	-0,33 %	-0,9295	0,3526
[0,+1]	1,96 %	3,9128	0,0001***	[0,+1]	-0,39 %	-0,7850	0,4325
[+1,+5]	4,24 %	5,3358	0,0000***	[+1,+5]	2,70 %	3,4014	0,0007***
[+1,+10]	4,97 %	4,4298	0,0000***	[+1,+10]	2,77 %	2,4663	0,0137

Alla olevassa Kuviossa 12 havainnollisesta isobritannialaisten pankkien rajojen sisäisten ja rajat ylittävien yrityskauppojen prosentuaalisia kumulatiivia epänormaaleja tuottoja. Siitä nähdään, että kummassakin tapauksessa kumulatiiviset tuotot kääntyvät kaupan julkaisun jälkeen positiivisiksi, mutta havaittu vaikutus on selvästi voimakkaampi rajojen sisällä toteutetuilla yrityskaupoilla. Yhteenvetona voidaan kuitenkin todeta, että kummassakin tapauksessa osakkeenomistajat näyttävät hyötyvän pankkien tekemistä yrityskaupoista ja



Kuvio 12. Rajojen sisällä tehtyjen ja rajat ylittävien yrityskauppojen kumulatiiviset epänormaalit tuotot (CAAR%) isobritannialaisilla pankeilla.

7 YHTEENVETO TULOKSISTA

Tässä tutkielmassa analysoitiin tapahtumatutkimuksella eurooppalaisten pankkisektorin toimijoiden tekemien yrityskauppojen vaikutuksia niissä ostavina osapuolina olevien pankkien osakekursseihin. Tulosten perusteella voidaan todeta, että ainakin lyhyellä aikavälillä sijoittajat uskovat ostavana osapuolena olevan pankin arvonnousuun. Vastaavasti ennen kaupan julkaisua ei ollut havaittavissa tietovuotoihin viittaavia lyhytaikaisia normaalista poikkeavia kurssireaktioita. Saatujen havaintojen mukaan ostavan osapuolen arvo kasvaa maiden rajojen sisälle tehdyissä yrityskaupoissa, mutta vastaavaa kurssireaktiota ei synny kansainvälisissä laajenemisissa.

Tutkimuksessa pyrittiin vastaamaan kolmeen tutkimuskysymykseen, joista ensimmäinen oli:

- (1) Ovatko Euroopan pankkisektorilla toteutetut yrityskaupat vaikuttaneet niissä ostavana osapuolena olevien yhtiöiden arvoihin lyhyellä aikavälillä?

Tutkimuksessa saatujen tulosten mukaan yrityskaupan julkaisupäivänä on havaittavissa positiivinen (0,96%), tilastollisesti merkitsevä kurssireaktio. Myös yrityskauppaa seuraavana päivänä on havaittavissa normaalista tuotosta poikkeavia lieviä ylituottoja. Tästä voidaan tehdä johtopäätös, että tämän aineiston osalta pankkien tekemät yrityskaupat tuottavat lyhyellä aikavälillä lisäarvoa ostavan osapuolen osakkeenomistajille. Saadut tulokset ovat linjassa, ja jopa hie- man korkeampia kuin useissa aikaisemmissa tutkimuksissa, joissa tarjoavan osapuolen on havaittu saavan lievästi positiivisen normaalista poikkeavan tuoton välittömästi yrityskaupan julkaisun yhteydessä. Martynovan ja Renneboogin (2006) vastaavanlaisessa Euroopan markkinoille keskittyneessä tutkimuksessa ostavana osapuolena olevat yhtiöt saivat julkaisupäivänä keskimäärin 0,5% normaalista poikkeavan tuoton. Positiivisen ostavan osapuolen kurssikehityksen ovat tutkimuksissaan havainneet myös Moeller ja Schlingemann (2004) ja Kiyamaz ja Baker (2008). Toisaalta saadut tulokset ovat ristiriidassa muun muassa Mulherin ja Boonen (2000), sekä Hackbarthin ja Morellecin (2008) tutkimusten kanssa, joissa ostavan osapuolen kurssikehityksen on havaittu olevan lievästi negatiivinen välittömästi yrityskaupan julkaisun jälkeen.

Yrityskaupan jälkeisten kurssireaktioiden lisäksi tutkimuksessa oltiin kiinnostuneita tarkastelemaan lyhytaikaisia vaikutuksia ennen kaupan julkaisua. Osassa aikaisemmista tutkimuksista isobritannialaisten yhtiöiden oli havaittu saavan epänormaaleja, tilastollisesti merkitseviä tuottoja ennen varsinaista kaup- papäivää, jonka voidaan katsoa viittaavan mahdollisiin tietovuotoihin (Mateev 2017). Tässä tutkimuksessa ei kuitenkaan havaittu vastaavanlaisia tuloksia, vaan sekä mannereurooppalaisten että isobritannialaisten pankkien julkaisupäivää edeltävät tarkastelupäivät eivät tarjonneet tilastollisesti merkitseviä tuloksia.

Tästä voidaan tehdä johtopäätös, jonka mukaan tällä aineistolla ei ollut havaittavissa merkkejä siitä, että tieto yrityskaupasta olisi ollut markkinoilla jo ennen sen julkaisua.

Koko aineiston lisäksi tutkimuksessa oltiin kiinnostuneita selvittämään maiden välisiä eroja. Tutkimuksen toinen tutkimuskysymys kuului:

- (2) Poikkeavatko saadut tulokset isobritannialaisten ja muiden länsieurooppalaisten yhtiöiden välillä?

Saatujen tulosten mukaan mannereurooppalaiset pankit saavat julkaisupäivänä selvästi positiivisen (1,15%), tilastollisesti heikosti merkitsevän normaalista poikkeavan tuoton. Vastaavaa, tilastollisesti merkitsevää julkaisupäivän kurssimuutosta ei ollut havaittavissa isobritannialaisilla pankeilla. Mannereurooppalaisilla pankeilla suurin kumulatiivinen tuotto (1,63%) on havaittavissa julkaisupäivänä ja sitä seuraavana päivän [0, +1] aikana. Isobritannialaisilla pankeilla puolestaan kumulatiiviset epänormaalit tuotot jatkavat tasaista kasvua yrityskaupan julkaisun jälkeen. Tarkastelujaksolla [+1, +10] normaalista poikkeava keskimääräinen tuotto on yhteensä 2,42%, ja tätä lyhemmällä periodilla [+1, +5] vastaava luku on 2,12%. Kumpaan näistä luvuista voidaan pitää tilastollisesti merkitsevänä.

Tulosten perusteella voidaan todeta, että kumpikin tarkasteltavista ryhmistä saa yrityskaupan julkaisemisen jälkeen normaalista poikkeavia tuottoja lyhyellä aikavälillä. Mannereurooppalaisten pankkien epänormaalit tuotot keskittyvät välittömästi kaupan julkaisun yhteyteen, kun puolestaan isobritannialaisten pankkien kurssimuutokset eivät olleet yhtä voimakkaita, mutta pitkäkestoisempia. Saadut tulokset ovat yhteneväisiä Mateevin (2017) tekemän tutkimuksen kanssa, jossa ostavana osapuolena olevien mannereurooppalaisten ja isobritannialaisten yhtiöiden lyhyen aikavälin tuotto oli keskimääräisesti positiivinen. Toisaalta tulokset eroavat isobritannialaisten yhtiöiden osalta Craninckxin ja Huyghebarthin (2013) sekä Mateevin ja Andonovin (2015) tutkimuksista, joissa isobritannialaisten yhtiöiden kaupan julkaisemisen jälkeiset epänormaalit tuotot olivat negatiivisia. Näissä tutkimuksissa tätä perusteltiin Iso-Britannian markkinoilla vallitsevasta tiukemmasta sääntelystä, joka todennäköisesti osaltaan vaikuttaa myös tässä tutkimuksessa saatuihin tuloksiin.

Aikaisemmassa tutkimuksessa yrityskauppojen kansainvälisyyden on havaittu vaikuttavat merkittävästi niiden taloudelliseen onnistumiseen. Tutkimuksen kolmas ja viimeinen tutkimuskysymys kuului:

- (3) Poikkeavatko saadut tulokset maiden rajat ylittävien yrityskauppojen ja maiden rajojen sisälle tapahtuvien kauppojen välillä?

Saatujen tulosten perusteella voidaan tehdä johtopäätös, jonka mukaan maiden rajojen sisällä toteutetut yrityskaupat tuottavat niiden osakkeenomistajille selviä lyhytaikaisia epänormaaleja tuottoja. Etenkin julkaisupäivän ympärillä [-1, +1], [0, 0] ja [0, +1] saatuja tuloksia voidaan pitää tilastollisesti erittäin merkitsevinä. Vastaavaa vaikutusta ei ole havaittavissa maiden rajat ylittävien yrityskauppojen osalta. Tutkimuksen tulokset ovat saman suuntaisia Goergenin ja Renneboogin

(2004) ja sekä Campan ja Hernandon (2004) tekemien havaintojen kanssa, joiden mukaan maiden rajojen sisäiset kaupat tuottivat lyhytaikaisia normaalista poikkeavia tuottoja. Päinvastaisia tuloksia ovat saaneet muun muassa Mateev ja Andonov (2016), joiden mukaan maan rajojen sisäisten yrityskauppojen yhteydessä ei ollut havaittavissa epänormaaleja lyhytaikaisia tuottoja. Maan rajojen sisälle tapahtuvien kauppojen korkeampia epänormaaleja tuottoja on perusteltu muun muassa pienemmillä kulttuurisilla eroilla. Kurssireaktiot heijastavat sijoittajien epävarmuutta rajat ylittävien kauppojen onnistumiselle.

Mannereurooppalaisten ja isobritannialaisten pankkien tuloksia vertailtaessa havaitaan, että kummassakin ryhmässä maiden sisäiset kaupat tuottavat merkittäviä normaalista poikkeavia tuottoja välittömästi julkaisupäivän yhteydessä. Mannereurooppalaisilla yhtiöillä maiden rajojen sisällä tapahtuvien normaalista poikkeava suurin kumulatiivinen epänormaali tuotto (2,19%) on havaittavissa julkaisupäivän ja sitä seuraavan päivän huomioon ottavalla tarkastelu-periodilla [0, +1]. Isobritannialaisilla pankeilla saman tarkastelujakson epänormaali tuotto on 1,96%. Kummallakin pelkän julkaisupäivän [0, 0] ja sen ympäröivät päivät [-1, 1] huomioivilla tarkastelujaksoilla kumulatiiviset tuotot poikkeavat selvästi normaalista. Kaikkia edellä mainittuja tuloksia voidaan pitää tilastollisesti erittäin merkitsevinä. Merkille pantavaa on, että toisin kuin mannereurooppalaisilla pankeilla, isobritannialaisten pankkien kumulatiiviset tuotot jatkavat kasvua vielä kymmenen päivää kaupan julkaisemisen jälkeen. Tarkastelu-periodilla [+1, +10] normaalista poikkeava kumulatiivinen tuotto on yhteensä 4,97%, kun mannereurooppalaisten pankkien vastaava luku on -0,64%. Samoin tätä lyhyemmän tarkastelujakson [+1, +5] kumulatiiviset tuotot ovat selvästi positiivisia (4,24%).

Rajat ylittävien kauppojen osalta mannereurooppalaisilla pankeilla kumulatiiviset tuotot ovat yhtä tarkastelujaksoa lukuun ottamatta negatiivisia. Ainoastaan pisimmällä julkaisun jälkeisellä periodilla [+1, +10] tuotot ovat positiivisia (0,44%). Negatiiviset tuotot vaihtelevat 0,83% ja 0,10% välillä. Saadut tulokset eivät kuitenkaan ole millään tarkastelujaksolla tilastollisesti merkitseviä. Isobritannialaisilla pankeilla puolestaan rajat ylittävät kaupat tarjoavat kahdella tarkastelujaksolla tilastollisesti merkittäviä tuloksia. Aikavälillä [-5, -1] kumulatiiviset epänormaali tuotot ovat -1,43% ja aikavälillä [+1, +5] 2,70%. Tässä tulee huomioida, että isobritannialaisia maan rajat ylittäviä yrityskauppoja on ainoastaan 11 kappaletta, joten tuloksista ei voida tehdä suurempia johtopäätöksiä.

8 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä tutkielmassa analysoitiin eurooppalaisten pankkisektorin toimijoiden tekemien yrityskauppojen vaikutuksia niissä ostavina osapuolina olevien yhtiöiden osakekursseihin lyhyellä aikavälillä. Lisäksi tutkimuksessa vertailtiin poikkeavatko tulokset maiden rajojen ylittävien yrityskauppojen ja rajojen sisällä tapahtuvien kauppojen välillä. Kolmanneksi tutkimuksessa selvitettiin eroavatko isobritannialaisten pankkien saamat epänormaalit tuotot mannereurooppalaisten pankkien vastaavista. Tutkimuksen lopullinen aineisto sisälsi yhteensä 109 vuosina 2009-2017 tehtyä yrityskauppaa, joissa kumpanakin osapuolena oli länsieurooppalainen pankkisektorin toimija.

Tutkimuksen menetelmänä käytettiin tapahtumatutkimusta, joka on tyypillinen taloustieteissä käytettävä menetelmä, kun kiinnostuksen kohteena on uuden informaation vaikutus arvopaperimarkkinoihin (MacKinley 1997). Menetelmän taustalla on oletus tehokkaista markkinoista, jonka mukaan uusi informaatio heijastuu välittömästi yhtiöiden arvoihin. Tästä johtuen tapahtumien vaikutusta voidaan mitata niissä osallisina olleiden yhtiöiden osakemarkkina-aineiston avulla. Tutkimuksessa yrityskauppojen vaikutuksia tutkittiin seitsemän eri aikaikkunan kautta $[-10, -1]$, $[-5, -1]$, $[-1, +1]$, $[0, 0]$, $[0, +1]$, $[+1, +5]$ ja $[+1, +10]$. Osakkeen hinnan muutoksesta syntynyttä tuottoa verrattiin yleistä kurssikehitystä kuvaaviin markkinaportfolioihin, jotka tässä tutkimuksessa olivat mannereurooppalaisilla pankeilla STOXX Europe 600 Banks -indeksi ja isobritannialaisilla pankeilla FTSE 350 Banks -indeksi. Saatujen tulosten tilastollista merkitsevyyttä tarkasteltiin tilastollisten testisuureiden avulla.

Tutkimustulokset vahvistavat osaltaan käsitystä siitä, että ainakin lyhyellä aikavälillä sijoittajat uskovat ostavana osapuolena olevan pankin arvonnousuun. Merkittävimmit epänormaalit tuotot ovat havaittavissa yritysoston julkaisupäivänä, mutta tämän lisäksi keskimääräinen kumulatiivinen normaalista poikkeava tuotto on selvästi positiivinen useana päivänä julkaisun jälkeen. Julkaisupäivänä keskimääräiset tuotot koko aineistolla poikkesivat normaalista lähes prosentin 5%:n merkitsevyytystasolla. Saatut tulokset ovat linjassa useiden aikaisempien tutkimusten kanssa, joissa tarjoavan osapuolen on havaittu saavan lievästi positiivisen tilastollisen normaalista poikkeavan tuoton välittömästi yritysoston julkaisemisen jälkeen (Moeller & Schlingemann 2004, Kiyamaz & Baker 2008).

Kumulatiivisten tuottojen normaalista poikkeavaa kehitystä voidaan pitää luonnollisena, sillä sijoittajan näkökulmasta yrityskaupan julkaisun voidaan katsoa indikoivan tarjoavan pankin hyvää taloudellista tilannetta. Koko aineistolla tarkasteltuna kumulatiiviset epänormaalit tuotot vaihtelevat yrityskaupan julkaisun jälkeen $+0,96\%$:n ja $+1,51\%$:n välillä valituilla tarkasteluperiodeilla. Mannereurooppalaisilla pankeilla suurin kumulatiivinen tuotto on havaittavissa heti yrityskaupan julkaisun jälkeen, kun puolestaan isobritannialaisten pankkien kumulatiiviset tuotot kehittyvät positiivisesti usean päivän ajan. Saatut tulokset ovat yhteneväisiä Mateevin (2017) tekemän tutkimuksen kanssa, jossa ostavana

osapuolena olevien mannereurooppalaisten ja isobritannialaisten yhtiöiden lyhyen aikavälin tuotto oli keskimääräisesti positiivinen. Ennen kaupan julkaisua saatujen tulosten osalta voidaan todeta, että kummallakaan edellä mainituista ryhmistä ei ole nähtävissä aikaisemmissa tutkimuksissa havaittuja tietovuotoihin viittaavia epänormaaleja kurssireaktioita ennen yritysoston julkaisua.

Kansainvälisyyden osalta tulokset antavat viitteitä siitä, että sijoittajat uskovat maan rajojen sisälle suuntautuneiden yritysostojen lisäävän ostavana osapuolena olevien pankkien arvoa. Sekä isobritannialaisten että mannereurooppalaisten pankkien kumulatiiviset epänormaalit tuotot rajojen sisälle suuntautuneiden yritysostojen jälkeen poikkeavat merkittävästi markkinatuotoista. Saadut tulokset ovat saman suuntaisia Goergenin ja Renneboogin (2004) ja sekä Campan ja Hernandon (2004) tekemien havaintojen kanssa, joiden mukaan maiden rajojen sisäiset kaupat tuottivat lyhytaikaisia normaalista poikkeavia tuottoja. Maiden rajojen ulkopuolelle suuntautuvien yritysostojen osalta vastaavaa merkittävää arvonnousua ei ole havaittavissa. Kansainvälisten yritysostojen heikompi tuotto-odotuksia voidaan perustella niihin liittyvillä suuremmilla epävarmuustekijöillä. Usein rajat ylittävissä yritysostoissa kulttuuriset ja lainsäädännölliset tekijät aiheuttavat haasteita. Lisäksi kansainvälisissä yritysostoissa sijoittajien on vaikeampi saada luotettavaa informaatiota kaupan taloudellisten vaikutusten arvioimiseksi.

Saadut tulokset tarjoavat monia mahdollisuuksia jatkotutkimukselle. Pelkästään pankkisektorille keskittyneen tutkimuksen lisäksi eräs mielenkiintoinen näkökulma olisi toteuttaa tutkimus laajemmalla aineistolla ja selvittää esimerkiksi toimialojen välisiä mahdollisia eroja. Tässä tutkimuksessa yhtenä näkökulmana oli selvittää kansainvälisyyden vaikutusta ostavina osapuolina olevien yhtiöiden kurssikehitykseen. Aikaisemmissa tutkimuksissa monien muiden tekijöiden, kuten maksutavan ja kaupan koon, on havaittu vaikuttavan yritysostojen taloudelliseen onnistumiseen. Yksi mahdollisuus olisi tutkia useamman selittävän muuttujan vaikutusta pankkien tekemien yrityskauppojen julkaisemisen jälkeiseen kurssikehitykseen. Samoin tutkimusta voisi laajentaa koskemaan pidempää aikaväliä, sillä tämä tutkimus keskittyy analysoimaan saatuja tuloksia ainoastaan lyhyellä aikavälillä yrityskaupan julkaisemisen ympärillä.

LÄHTEET

- Amihud, Y., & Lev, B. 1981. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The bell journal of economics*, 605-617.
- Andrade, G., Mitchell, M. L., & Stafford, E. 2001. New evidence and perspectives on mergers.
- Ang, J. S., & Cheng, Y. 2006. Direct evidence on the market - driven acquisition theory. *Journal of Financial Research*, 29(2), 199-216.
- Angwin, D. 2007. *Mergers and acquisitions*. John Wiley & Sons, Ltd
- Angwin, D. N., & Meadows, M. 2009. The Coice of Insider or Outsider Top Executives in Acquired Companies. *Long range planning*, 359-389.
- Asimakopoulos, I. & Athanasoglou, P. P. 2013. Revisiting the merger and acquisition performance of European banks. *International Review of Financial Analysis*, 29, 237-249.
- 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(3), 341-372.
- Beitel, P., & Schiereck, D. 2001. Value creation at the ongoing consolidation of European banking market. Institute of Mergers & Acquisitions. Working paper No. 05/01.
- Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. 1993. Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 28(3), 347-362.
- Billett, M. T., & Qian, Y. 2008. Are overconfident CEOs born or made? Evidence of self-attribution bias from frequent acquirers. *Management Science*, 54(6), 1037-1051.
- Boone, A. L., & Mulherin, J. H. 2000. Comparing acquisitions and divestitures. *J. Corporate Finance*, 6 (2), 117-139.
- Brouthers, K. D., Van Hastenburg, P., & Van Den Ven, J. 1998. If most mergers fail why are they so popular?. *Long Range Planning*, 31(3), 347-353.
- Bruner, R. F. 2002. Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of applied Finance*, 12(1), 48-68.
- Bruner, R. F. 2004. *Applied mergers and acquisitions* Vol. 173. John Wiley & Sons.
- CAIA Association. 2015. M&A Activity: Where Are We In the Cycle. Saatavilla: <https://caia.org/aiar/access/article-937>. Viitattu 22.8.2018.
- Campa, L. M., & Hernando, I. 2004. Shareholder value creation in European M&As. *European Financial Management*, 10, 47-81.
- Campa, L. M., & Hernando, I. 2006. M&A performance in the European financial industry. *Journal of Banking and Finance*, 30(12), 3367-3392.
- Capaldo, A., Dobbs, R., & Suonio, H. 2008. Deal making in 2007: Is the M&A boom over? *McKinsey Quarterly*, 1.

- Christensen, C., Alton R., Rising C., & Waldeck A. 2011. The New M&A Playbook. *Harvard Business Review*, 89, 3.
- Conn, R. L., Cosh, A. & Guest, P. M., 2005. The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5), 815-870.
- Corrado, C. J. 2011. Event studies: A methodology review. *Accounting & Finance*, 51(1), 207-234.
- Coyle, B. 2000. *Mergers and acquisitions*. Global Professional Publishing.
- Craninckx, K., & Huyghebaert, N. 2013. Do weakly governed acquirers make intrinsically bad deals? A study on European takeovers. A paper presented at the 62nd Annual Meeting of MFA, March 13-16, Chicago.
- Cybo-Ottone, A., & Murgia, M. 2000. Mergers and shareholder wealth in European banking. *Journal of Banking & Finance*, 24, 831-859.
- Damodaran, A. 2005. *The Value of Synergy*. New York: Stern School of Business
- Danbolt, J., & Maciver, G. 2012. Cross-Border versus Domestic Acquisitions and the Impact on Shareholder Wealth. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39, 7-8.
- Datta, D. K., Pinches, G. E., & Narayanan, V. K. 1992. Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta - analysis. *Strategic management journal*, 13(1), 67-84.
- Dennis, D. K., & McConnell, J. J. 1986. Corporate mergers and security returns. *Journal of Financial Economics*, 16(2), 143-187.
- Diaw, A. 2014. The effect of mergers and acquisitions on shareholder wealth: the case of European banks. *International Journal of Financial Management*, 4(4).
- Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S., & Teoh, S. H. 2006. Does investor misvaluation drive the takeover market?. *The Journal of Finance*, 61(2), 725-762.
- Doukas, J. A., & Petmezas, D. 2007. Acquisitions, Overconfident Managers and Self - attribution Bias. *European Financial Management*, 13(3), 531-577.
- Eisenhardt, K. M. 1989. Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
- Euroopan keskuspankki. 2017. Number of monetary financial institutions (MFIs) in the euro area. Saatavilla: https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/escb/html/table.en.html?id=JDF_MFI_MFI_LIST&period=index. Viitattu 15.12.2017
- Faccio, M., & Lang., L. 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 41(1), 197-220.
- Faccio, M., McConnell, J. J., & Stolin, D. 2006. Returns to acquirers of listed and unlisted targets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(1), 197-220.
- Focarelli, D., Panetta, F., & Salleo, C. 2002. Why Do Banks Merge? *Journal of Money, Credit and Banking*, 34 (4), 1047-1066.

- Fuller, K., Netter, J. & Stegemoller, M. 2002. What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*, 57(4), 1763-1793.
- Gaughan, P. A. 2010. M&A Outlook. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 21(2), 3-10.
- Gaughan, P. A. 2015. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons.
- Gleich, R., Kierans, G., & Hasselbach, T. 2010. Value in Due Diligence: Contemporary strategies for merger and acquisition success. Ashgate Publishing Group, 0-243.
- Goergen, M., & Renneboog, L. 2004. Shareholder wealth effects of European domestic and cross - border takeover bids. *European Financial Management*, 10(1), 9-45.
- Golbe, D. L., & White, L. J. 1993. Catch a wave: The time series behavior of mergers. *The review of Economics and Statistics*, 493-499.
- Golubov, A., Petmezas, D., & Travlos, N. G. 2013. Empirical mergers and acquisitions research: A review of methods, evidence and managerial implications. *Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance*, 287-313.
- Gomes, E., Angwin, D., N., Weber, Y., & Tarba, S., Y. 2013. Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre - and Post - M&A Connections for Improved Performance. *Thunderbird International Business Review*, 55 (1), 13-35.
- Gort, M. 1969. An economic disturbance theory of mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, 624-642.
- Hackbarth, D., & Morellec, E. 2008. Stock returns in mergers and acquisitions. *Journal of Finance*, 63(3), 1213-1252.
- Harford, J. 2003. Efficient and distortional components to industry merger waves.
- Harford, J. 2005. What drives merger waves?. *Journal of financial economics*, 77(3), 529-560.
- Haspeslagh, P. & Jemison, D. 1991. *Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal*. New York: Free Press.
- Hayward, M. L., & Hambrick, D. C. 1997. Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*, 103-127.
- Hankir, Y., Rauch, C., & Umber, M. P. 2011. Bank M&A: A market power story. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2341-2354.
- Howson, P. 2003. *Due Diligence: The Critical Stage in Acquisitions and Mergers*. Abington: Gower Publishing Limited.
- Huikuri, H. 2016. *Yritystoiminnan uudelleenjärjestely*. 4.p. ST-Akatemia Oy.
- IMF. 2014. *The Impact of the Global Financial Crisis on Banking Globalization*.
Saataavilla: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14197.pdf>. Viitattu 15.12.2017.

- IMF. 2017. What are Financial Services. Saatavilla: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/03/pdf/basics.pdf>. Viitattu 15.12.2017.
- Immonen, R. 2015. Yritysjärjestelyt. 6.p. Helsinki, Talentum
- Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA). 2017. Statistics. Saatavilla: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>. Viitattu 1.8.2018.
- Jarrell, G. A., & Poulsen, A. B. 1989. The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from three decades. *Financial management*, 12-19.
- Jovanovic, B., & Rousseau, P. L. 2002. The Q-theory of mergers (8740). National Bureau of Economic Research.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial economics*, 11(1-4), 5-50.
- Kallunki, J-P., & Niemelä, J. 2004. Uusi yrityksen arvonnäyttö. Helsinki, Talentum.
- Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svensson, K., & Wilkman, N. 2013. Yrityskauppa. 4.p. Sanoma Pro.
- Kauppalehti. 2017. Yrityksiä ostetaan enemmän kuin moneen vuoteen: "Markkina on todella kuuma". Saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/yrityksia-ostetaan-enemman-kuin-moneen-vuoteen-markkina-on-todella-kuuma/Pu33JWwU>. Viitattu 16.10.2017.
- Kilpailulaki 2011/948. Annettu Helsingissä 12.8.2011. Saatavilla: <http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2011/20110948>
- Kiyamaz, H., & Baker, H., K. 2008. Short-term performance, industry effects, and motives: Evidence from large M&As. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 47(2), 17-44.
- Kothari, S. P., & Warner, J. B. 2004. The econometrics of event studies.
- KPMG. 2016. M&A Survey 2016. Saatavilla: <https://info.kpmg.us/content/dam/info/ma-survey2016/pdf/2016-ma-outlook.pdf>. Viitattu 17.10.2017.
- KPMG. 2017. M&A Predictor. Saatavilla: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/04/global-manda-deals.pdf>. Viitattu 28.11.2017.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Schleifer, A., & Vishny, R. 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economics*, 106, 1113-1147.
- Leland, H. E. 2007. Financial synergies and the optimal scope of the firm: Implications for mergers, spinoffs, and structured finance. *The Journal of Finance*, 62(2), 765-807.
- Lewellen, W. G. 1971. A pure financial rationale for the conglomerate merger. *The Journal of Finance*, 26(2), 521-537.

- MacKinlay, A. C. 1997. Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.
- Maksimovic, V., & Phillips, G. 2001. The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains?. *The Journal of Finance*, 56(6), 2019-2065.
- Martynova, M. V., & Renneboog, L. D. 2005. Takeover waves: triggers, performance and motives. Tilburg University.
- Martynova, M., & Renneboog, L. 2006. Mergers and acquisitions in Europe. ECGI - Finance Working Paper, 114.
- Martynova, M., & Renneboog, L. 2008. A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?. *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2148-2177.
- Mateev, M. 2017. Is the M&A announcement effect different across Europe? More evidences from continental Europe and the UK. *Research in International Business and Finance*, 40, 190-216.
- Mateev, M., & Andonov, K. 2016. Do cross-border and domestic bidding firms perform differently. New evidence from continental Europe and the UK. *Research in International Business and Finance*, 37, 327-349.
- Mitchell, M. L., & Lehn, K. 1990. Do bad bidders become good targets?. *Journal of Political Economy*, 98(2), 372-398.
- Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. 1996. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of financial economics*, 41(2), 193-229.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. 2004. Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201-228.
- Mueller, D. C., & Sirower, M. L. 2003. The causes of mergers: tests based on the gains to acquiring firms' shareholders and the size of premia. *Managerial and Decision Economics*, 24(5), 373-391.
- Mulherin, J. H., & Boone, A. L. 2000. Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of corporate finance*, 6(2), 117-139.
- Murphy, K. J. 1985. Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of accounting and economics*, 7(1-3), 11-42.
- Nelson, R. L. 1966. Business cycle factors in the choice between internal and external growth.
- OECD. 2017. Financial sector. Saatavilla: <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6815>. Viitattu 15.12.2017.
- Osaakeyhtiölaki 624/2006. Annettu Helsingissä 21.7.2006. Saatavilla: <http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624>.
- Parola, H., & Ellis, K. M. 2014. M&A negotiation stage: A review and future research directions. In *Advances in Mergers and Acquisitions* (pp. 33-57). Emerald Group Publishing Limited.
- Pasiouras, F., & Zopounidis, C. 2008. Consolidation in the Greek banking industry: which banks are acquired? *Managerial Finance*, 34 (3), 198-213.
- Peterson, P. P. 1989. Event studies: A review of issues and methodology. *Quarterly journal of business and economics*, 36-66.

- Rhodes - Kropf, M., & Viswanathan, S. 2005. Market valuation and merger waves. *The Journal of Finance*, 59(6), 2685-2718.
- Roll, R. 1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*, 197-216.
- Ross, S. A. 1976. The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*, 13 (3), 341-361.
- Ross, S. A. 1973. The economic theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W. & Jaffe, J. 2013. *Corporate Finance*. 10th ed. New York, McGraw-Hill Irwin.
- Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. 1990. Herd behavior and investment. *The American Economic Review*, 465-479.
- Sharpe, W. F. 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19 (3), 425-442.
- Schoenberg, R. 2006. Measuring the performance of corporate acquisitions: An empirical comparison of alternative metrics. *British Journal of Management*, 17(4), 361-370.
- Schweiger, D., M., & DeNisi, A., S. 1991. Communication with employees following an acquisition: A longitudinal field experiment. *Academy of Management Journal*, 34, 110-135.
- Schwert, G. W. 1996. Markup pricing in mergers and acquisitions. *Journal of Financial economics*, 41(2), 153-192.
- Seth, A. 1990. Value creation in acquisitions: A re - examination of performance issues. *Strategic Management Journal*, 11(2), 99-115.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. 2003. Stock market driven acquisitions. *Journal of financial Economics*, 70(3), 295-311.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1991. Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications. *Strategic Management Journal*, 12, 51-59.
- Smith, R. L., & Kim, J. H. 1994. The combined effects of free cash flow and financial slack on bidder and target stock returns. *Journal of Business*, 281-310.
- Steiner, P. O. 1975. *Mergers: Motives, effects, policies*. University of Michigan Press.
- Sudarsanam, S., & Sorwar, G. 2010. Determinants of takeover premium in cash offers: An option pricing approach. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5 - 6), 687-714.
- Tenhunen, L., & Werner, R. 2000. *Yrityskaupan käsikirja. Tietosanoma*.
- Trautwein, F. 1990. Merger motives and merger prescriptions. *Strategic management journal*, 11(4), 283-295.
- Vaihekoski, M. 2016. Rahoitusalan sovellukset ja Excel. Saatavilla: <https://verkkojajahyly.almatalent.fi/teos/BABBXXBUAGFF>.