

Yritystoston vaikutus ostavan yrityksen pörssikurssin arvoon

Lauri Haajanen



| | |
|---|--|
| Tekijä Lauri Haajanen | |
| Koulutusohjelma Liiketalouden koulutusohjelma | |
| Raportin/Opinnäytetyön nimi Yritystoston vaikutus ostavan yrityksen pörssikurssin arvoon | Sivu- ja liitesivumäärä 34+4 |
| <p>Opinnäytetyön tarkoituksena on selvittää yritysoston vaikutus ostavan yrityksen markkina-arvoon. Tarkoituksena on tutkia aihetta Helsingin pörssissä listatuilla yrityksillä.</p> <p>Ensimmäisessä luvussa käydään läpi syitä, miten tutkimukseen päädyttiin ja pohjustetaan sen taustoja. Toisessa luvussa käydään läpi tietoperustaa kahdessa osassa. Ensimmäinen osa keskittyy yrityskauppiin, niiden syihin ja toteutustapoja. Lisäksi esitellään niistä saatavia hyötyjä. Toisessa osassa perehdytään hiukan tekijöihin, jotka vaikuttavat osakkeiden hintakehitykseen.</p> <p>Kolmannessa luvussa pohjustetaan tutkimuksen taustoja ja aineistoa, jolla se toteutetaan. Siinä esitellään myös tapa, osakkeiden kehityksen vertailu indeksiin ennen ja jälkeen yrityskaupan ilmoitusten, mitä käytettiin tuloksen saamiseksi. Tämän jälkeen siinä esitetään tutkimushypoteesi ja joitain aikaisempia tutkimustuloksia.</p> <p>Luvussa neljä tuloksia käydään läpi eri aikaväleillä ja lisäksi eri liiketoimialoilla. Tuloksia esitellään osakkeiden ja markkinakorjatun tuoton keskiarvon, mediaanin, maksimin, minimin ja hajonnan kanssa. Näin kehityksestä yritetään saavuttaa mahdollisimman luotettava ja selkeä näkemys.</p> <p>Johtopäätöksenä voidaan todeta, ettei tässä tutkimuksessa käytetyillä yritysostoilla ollut selkeää kaavaa tai toistuvuutta tuottojen kehityksessä. Lisäksi aineiston suppeuden vuoksi kunnan toimialojen vertailu ei pystytty toteuttamaan.</p> | |
| Asiasanat Yrityskaupat, osakemarkkinat, pörssi | |

Sisällys

| | | |
|-------|--|----|
| 1 | Johdanto | 1 |
| 1.1 | Tutkimuksen tausta | 1 |
| 1.2 | Tutkimusmenetelmä, rajaukset ja rakenne | 1 |
| 1.3 | Käsitteet | 3 |
| 2 | Teoreettinen osa | 4 |
| 2.1 | Yrityskaupat | 4 |
| 2.1.1 | Yrityskaupat strategian perusteella | 6 |
| 2.2 | Yrityskauppoihin johtavat tekijät | 7 |
| 2.2.1 | Liikevaihdon kasvun tavoittelu | 7 |
| 2.2.2 | Synergiaedut | 8 |
| 2.2.3 | Synergiahaitat | 10 |
| 2.3 | Taloudelliset teoriat yrityskauppojen takana | 11 |
| 2.3.1 | Valuaatioteoria | 11 |
| 2.3.2 | Sijoitusten vertailu | 11 |
| 2.3.3 | Portfolioteoria ja riski | 11 |
| 2.3.4 | Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi | 11 |
| 2.3.5 | Vapaan kassavirran malli | 12 |
| 2.4 | Osakkeen hintaan vaikuttavat tekijät | 12 |
| 2.4.1 | Yrityskohtaiset tekijät | 13 |
| 2.4.2 | Makrotaloudelliset tekijät | 14 |
| 3 | Tutkimuksellinen osa | 15 |
| 3.1 | Aineisto | 15 |
| 3.1.1 | Yrityskauppojen data | 15 |
| 3.1.2 | Osakkeiden hinta- ja indeksidata | 16 |
| 3.2 | Tutkimuksen toteutustapa | 18 |
| 3.3 | Tutkimus hypoteesit | 18 |
| 3.3.1 | Aikaisemmat tutkimukset | 20 |
| 4 | Tutkimuksen tulokset | 21 |
| 4.1 | Tuotot ajanjaksolla (t-1) | 21 |
| 4.2 | Tuotot ajanjaksolla (t+1) | 22 |
| 4.3 | Tuotot ajanjaksolla (t-30) | 23 |
| 4.4 | Tuotot ajanjaksolla (t+30) | 24 |
| 4.5 | Tuotot ajanjaksolla (t-365) | 25 |
| 4.6 | Tuotot ajanjaksolla (t+730) | 26 |
| 4.7 | Tuotot toimialoittain | 27 |
| 4.8 | Tulosten yhteenveto | 28 |
| 5 | Lopetus | 30 |

| | |
|---|----|
| 5.1 Yhteenveto..... | 30 |
| 5.2 Jatkotutkimus ideat | 30 |
| 5.3 Oman oppimisen arviointi..... | 31 |
| Lähteet | 32 |
| Liitteet..... | 35 |
| Liite 1. Osakkeiden ja indeksien hinnat tarkastelu päiviltä | 35 |
| Liite 2. Osakkeiden markkinakorjatut tuotot tarkastelujaksoilta | 36 |
| Liite 3. Osakkeiden hinnan kehitys tarkastelujaksoilla. | 38 |

1 Johdanto

1.1 Tutkimuksen tausta

Yrityskauppa on merkittävä tekijä yrityksen toteuttaessa kasvustrategiaansa pidemmällä aikavälillä. Yrityskauppojen vaikutus ostavan yrityksen taloudelliseen menestykseen itse yritykselle ja omistajilleen voi luoda suuria mahdollisuuksia tai investointien menetyksiä. Idea aiheeseen syntyi alkuvuodesta 2020, jolloin Kone vahvisti tehneensä noin 17 miljardin ostotarjouksen Thyssenkruppin hissiliiketoiminnasta, mikä olisi ollut toteutuessaan Suomen suurin. (MTV Uutiset 2020.) Yrityskauppojen vaikutuksista ostavan yrityksen pörssikursseihin ei löytynyt Suomesta hirveästi mitään tietoa nopealla alku vilauksella, jonka vuoksi aihe alkoi kiinnostamaan. COVID-19 pandemian aikaansaaman poikkeustilan myllerryksen vuoksi osa yrityksistä joutuu tekemään strategisia muutoksia selviytyäkseen, kun toisilla voi olla mahdollisuus hankkia uusia liiketoimintoja halvempaan hintaan.

Nämä suuret yritysten uudelleenjärjestelyt ja yritysostot herättävät sijoittajan mielenkiinnon ja ajatuksen voisiko niiden avulla saavuttaa uusia tuottoja vai onko niistä haittaa jo menestyville yhtiöille. Tämän tutkimuksen tarkoituksena on seurata yrityksen pörssikursien kehitystä eri ajanjaksoilla ennen kaupan ilmoitusta ja jälkeen. Aiheuttavatko ne positiivisen vai negatiivisen reaktion markkinoilla ja millä aikavälillä? Kurssit alkavat heilahtelemaan heti ensimmäisten markkinoille kantautuneiden huhujen jälkeen, vaikka kukaan kaupan osapuolista ei olisi kerennyt mitään vielä kommentoimaan. Lisäksi tarkastelen tilannetta eri toimialoilla toimivien yritysten välillä, onko niillä eroja tuotoissa.

Opinnäytetyöni yrittää auttaa ymmärtämään ja selvittämään yrityskauppojen aiheuttamia reaktioita pörssikurssiin Helsingin pörssissä eri ajanjaksoilla. Vaihtelun rajaaminen kuitenkin pelkän kaupan vaikutukseen on haastavaa. Kurssit saattavat reagoida nimittäin useisiin erinäisiin sisäisiin ja ulkoisiin tekijöihin.

1.2 Tutkimusmenetelmä, rajaukset ja rakenne

Tutkimus suoritetaan kvantitatiivisena tutkimuksena, jossa on tarkoitus tarkastella yrityskauppojen vaikutusta yritysten osakekurssien muutoksiin. Opinnäytetyössä tavoitellaan löytämään nimenomaan kauppojen synnyttämä vaikutus. Osakekurssien muutosta verrataan OMX Helsinki 25 -Indexiin.

Tutkimus on rajattu Helsingin pörssin yhtiöihin. Aikahaarukkana tutkimuksessa on 2007–2020. Mukana ovat toteutuneet kaupat, joista on ollut dataa saatavilla. Tutkimus keskittyy yritysten osakekurssiin ja niiden taloudellinen suorituskyky on jätetty sen ulkopuolelle.

Tutkimuksen ensimmäisessä luvussa esitellään aihe ja syyt, miten päädyin siihen. Lisäksi siinä käydään läpi työn tavoitteet ja keinot saavuttaa ne. Siinä käydään myös läpi työn rajaukset ja käsitteet.

Toisessa luvussa käydään läpi yrityskauppojen tietoperustaa, niiden eri muotoja ja niiden tilannetta yleisesti ottaen. Siinä perehdytään syihin, miksi niitä tehdään ja mistä ne johtuvat. Kolmannessa luvussa käydään läpi yrityskauppojen teoriaa, miksi niitä tapahtuu sekä osakkeen hinnan muodostumista ja siihen vaikuttavia makrotaloudellisia tekijöitä, yrityskohtaisia asioita ja erinäisiä signaaleja.

Kolmannen luvun alussa käydään läpi aineistoa ja dataa, joilla tutkimus toteutetaan. Sen jälkeen kerrotaan tutkimuksen toteutustapa, kuinka tuloksiin päästiin ja esitellään tutkimushypoteesi. Siinä tutkitaan vaikutuksia eri ajanjaksoilla ja eri toimialoilla. Neljännessä luvussa tarkastellaan tutkimustuloksia ja syitä niiden takana. Lopulta viidennessä luvussa tehdään johtopäätökset koko tutkimuksesta, mietitään mitä opittiin ja pohditaan jatkotutkimusaiheita.

Päättökysymykseni on seuraava:

1. Millainen vaikutus yritysostolla on ostavan yrityksen pörssikurssiin?

Alakysymyksinä, joilla pyritään saamaan lisätietoa pääkysymystä ajatellen, ovat seuraavat:

1. Millaisia eroja yritysostoilla on eri toimialojen välillä?
2. Millaisella aikavälillä kurssit reagoivat yritysostoihin?
3. Millaisilla tavoilla yritysostoja toteutetaan?
4. Miksi yritysosto kannattaa?

| Alaongelmat | Teoreettinen viitekehys | Tutkimus | Tulokset |
|--|--------------------------------|-----------------|-----------------|
| Millaisia eroja yritysostoilla on eri toimialojen välillä? | 2.1.–2.2. | 3. | 4.7. |
| Millaisella aikavälillä kurssit reagoivat yritysostoihin? | 2.4 | 3. | 4.1.–4.6. |
| Millaisilla tavoilla yritysostoja toteutetaan? | 2.1.–2.3. | | |
| Miksi yritysosto kannattaa? | 2.1.–2.4. | 3. | 4.1.–4.7. |

1.3 Käsitteet

Julkinen ostotarjous

Pörssiyhtiön osakkeenomistajille tehtävä tarjous, joka koskee tavallisesti kaikkia osakkeita. Kohteena olevan yhtiön hallitus ehdottaa osakkeenomistajille, joko sen hylkäästä tai hyväksymistä. (Helsingin Sanomat. 2014)

Epänormaalit tuotot

Tarkoittaa tietyn sijoituskohteen tai -portfolion tavallisesta poikkeavia tuottoja tietyllä aikavälillä. Se on joko odottamatonta tai odotettua, kuten tuotto prosentti. (Investopedia. 2019)

OMXH25-hintaindeksi

Helsingin pörssin 25 vaihdetuimman osakkeen muodostava osakeindeksi. Osakkeiden painoarvo on rajoitettu 10 %:iin. Käytetään yleisesti vertaillessa sijoitusten tuottoja markkinakehitykseen. Lähtöarvo 500 on asetettu indeksille 4.3.1988. (Seligson. 2008)

2 Teoreettinen osa

2.1 Yrityskaupat

Yrityskaupat voidaan jakaa useaan eri kategoriaan kaupan toteutustavan mukaan, jolla yritykset järjestelivät toimintojaan tai omaisuuksiaan uudelleen. Yrityskauppojen toteutustavat on tavallisesti jaettu kahteen pääryhmään: liiketoiminta- eli substanssikauppoihin ja osake- ja yhtiöosuuskauppoihin. Näillä on suuri vaikutus kaupasta seuraaviin veroseuraamuksiin kaupan kummallekin osapuolelle. Liiketoimintakaupassa yhtiö myy jotain tiettyä aineellisten ja aineettomien tuotannontekijöiden osaa, kuten tulos- tai tuotantoyksikköä. Osake- ja yhtiöosuuskaupoissa on vuorostaan kyse osakkeiden tai osuuksien myynnistä. (K.M., L.J., M.I., N.J., S.K. & W.N. 2013. 28.)

Yritysosto on terminä itsessään melko laaja kuvaamaan erilaisia variaatioita, miten yritykset järjestelivät omaisuuksiaan. Ne sisältävät runsaasti yksityiskohtaisia ja monimutkaisia järjestelyjä, mitkä voi olla esimerkiksi sulautumisen, jakautumisen tai liiketoimintasiirron alkuvaiheita, jonka jälkeen kohdeyhtiö otetaan haltuun ja sen omaisuuksia tai toimintoja voidaan uudelleen järjestellä. (Katramo, M. & ym. 2013. 29.)

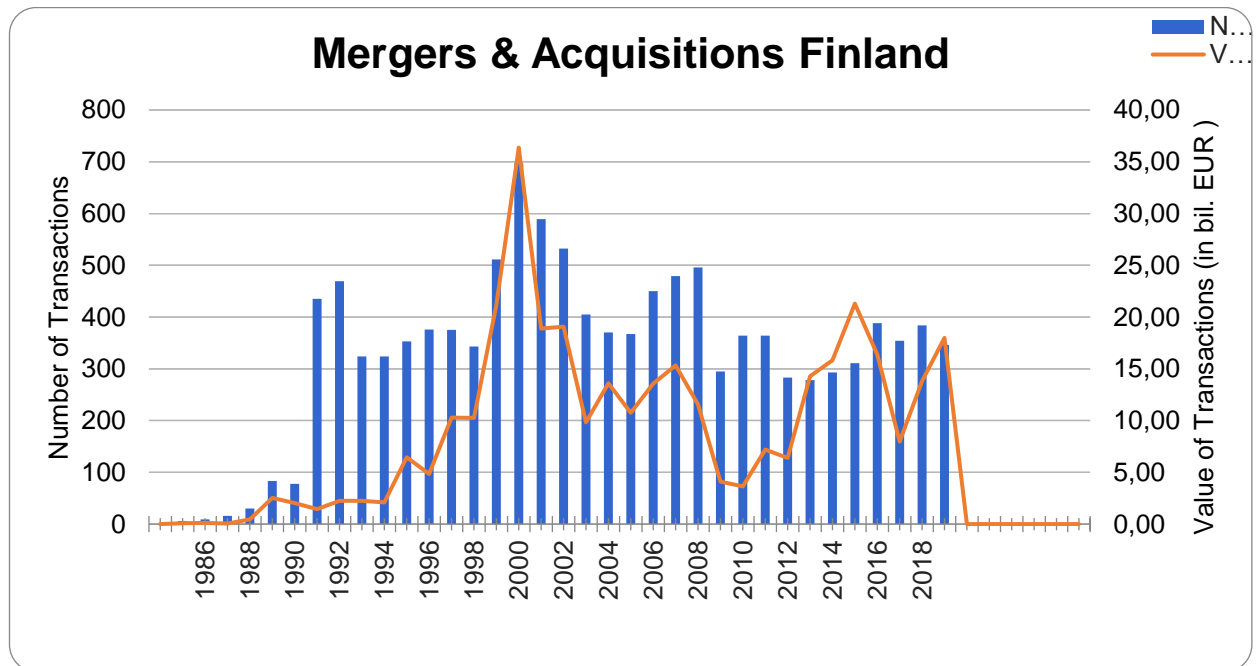
Osakekaupoissa ostaja hankkii osake-enemmistön suoraan kohdeyhtiön osakkeen omistajilta. Yksityiseltä omistajalta tämä tapahtuu yleensä helposti, sillä osakkeen omistajia on melko vähän. Julkisesti noteeratuista yhtiöistä ostajan on tehtävä julkinen ostotarjous, sillä pörssissä olevilla osakeyhtiöillä on erittäin laaja omistajajoukko. Osake- ja yhtiöosuuskauppa on yleisesti ottaen helpoin tapa toteuttaa yritysosto, olettaen, että siinä hankitaan osake-enemmistö ja kohteesta tulee ostajan tytäryhtiö. Tässä siirtyvät mukana kohdeyhtiön kaikki varat ja saatavat. (Edwin L., Miller Jr. & Segall L. 2017. 12)

Liiketoimintakaupassa ostava yritys hankkii osan kohdeyrityksen omaisuudesta. Samalla mukana voi tulla osa veloista tai sitten ei mitään, riippuen ostosopimuksesta. Tämän tyylinen kauppa on ostajalle usein helpoin tapa hankkia itselleen osa yrityksestä, jolla on useita eri toiminta-alueita, jotka eivät ole yhteydessä toisiinsa. Lisäksi verotuksellisesti tämä on järkevä tapa luopua osasta liiketoimintaa. (Edwin L. ym. 2017. 14)

Fuusiolla vuorostaan tarkoitetaan tilannetta, jossa kaksi tai useampi yritys yhdistyy. Yhdistymisen jälkeen liiketoimintaa jatketaan sulautuneessa yhtiössä. Fuusio voidaan toteuttaa kahdella eri tapaa, joko absorptiosulautumisena tai kombinaatiosulautumisena. Absorptiosulautumisessa sulautuvan yhtiö lakkaa olemasta ja sen varat ja velat siirtyvät il-

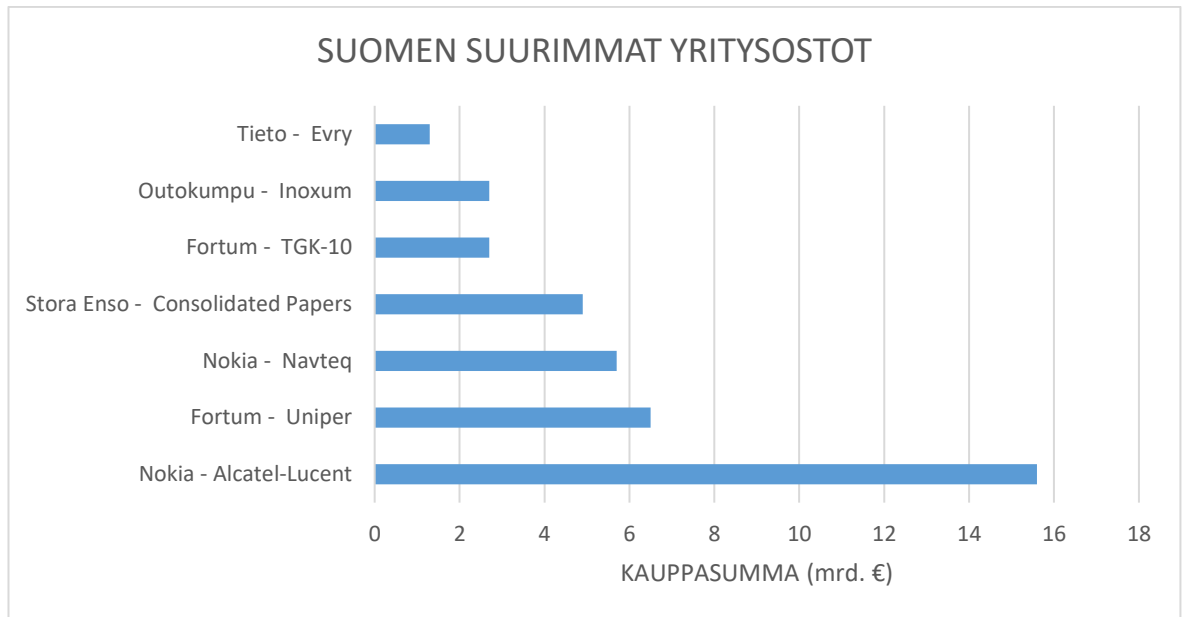
man selvitystilamenettelyä vastaanottavalle yhtiölle. Sulautuneen yhtiön osakkeenomistajat saavat vastikkeeksi vastaanottavan yhtiön omia osakkeita. Sulautumisvastiketta ei tarvitse antaa, mikäli kyseessä on tytäryhtiösulautuminen tai sisaryhtiösulautuminen, joissa yhtiöllä on sama omistaja. Kombinaatiosulautumisessa kaikki sulautuvat yhtiöt lakkaavat olemasta, kun ne muodostavat uuden yhtiön. (Katramo, M. & ym. 2013. 190-191.)

Taulukko 1. Yritysostot Suomessa 1986-2019 (Passport 2020)



Tässä taulukossa on esiteltyä suomalaisten yritysostojen ja fuusioiden yhteisarvo vuosilta 1986–2019. Kuten siitä voi todeta kauppojen määrä ja summa on kääntynyt taas nousuun 2007–2009 finanssikriisin jälkeen. Yrityskauppojen määrä on kytköksissä talouden yleisiin näkymiin Kauppalehden (2018) tekemän kyselyn mukaan.

Taulukko 2. Suomen suurimmat yritysostot (Helsingin Sanomat 2020)



Tässä on arvoltaan Suomen historian suurimmat yrityskaupat, joissa ostajana on ollut suomalainen yritys. Nokian aikanaan tekemä Alcatel-Lucent kauppa on koko luokaltaan melko omassa kategoriassa muihin verrattuna. Kaikki tässä taulukossa mukana olevat yritysostot ovat mukana tutkimuksen aineistossa, jota käsitellään myöhemmin. Siinä myös saadaan jotain osviittaa näiden mahdollisista vaikutuksista pörssikursseihin.

2.1.1 Yrityskaupat strategian perusteella

Yrityskaupat voidaan jakaa myös eri osiin niiden strategisten tavoitteiden perusteella. Horisontaalisessa yrityskaupassa osapuolina ovat samalla toimialalla toimivat ostaja ja kohdeyritys. Tässä tarkoituksena on ostavalla yrityksellä saavuttaa mahdollisimman suuri markkinaosuus, jolloin se voi kontrolloida hinnoittelua, kun kilpailu on vähäisempää. Näitä kuitenkin rajoitetaan jossain määrin, ettei kartelleita tai muita hintasopimuksia synny. Samalla toimialalla isommat yritykset hankkivat usein pienempiä erikoisosaamista harjoittavia yhtiöitä täydentääkseen omaa tarjontaansa. Hyötyä voidaan saavuttaa tuomalla ostettavan yhtiön uusia tuotteita oman brändin taakse (Katramo, M. & ym. 2013. 26–27.)

Vertikaalisessa yrityskaupassa osapuolet toimivat tuotantoketjun eri kohdissa samalla toimialalla. Tällaisilla yritysostoilla voidaan kehittää arvoa, kun tuotantoprosessin eri vaiheet saadaan omaan hallintaan ja kontaktirajapinta asiakkaisiin kasvaa. Ostajan ollessa ketjussa ylempänä, kaupan tarkoituksena on varmistaa tuotteiden saanti ja kontrolloida hankintaketjun toimintaa ja hintaa. Yrityksen ostaessa vuorostaan ketjussa ylempänä olevan yrityksen, on sen tavoitteena parempi jakelukanavien hallinta ja markkinakontrolli. Näin

ostajan ei tarvitse maksaa jakelijayhtiölle ja se voi itse huolehtia laadukkaasta markkinoinnista ja asiakashallinnasta. Asiakkaatkin saavat parempaa palvelua, kun he saavat palvelua suoraan tuottajalta itseltään eikä useiden eri välikäsien kautta. (Katramo, M. & ym. 2013. 27.)

Konsentrisessa yrityskaupassa yrityksen ydin liiketoimiala on eri kuin hankittavalla yhtiöllä, mutta tukevat toiminnan ympärillä olevat asiat kuten markkinat, markkinointikanavat tai tutkimus- ja kehitystoiminta ovat samantyyllisiä. Konglomeratiivisessa yrityskaupassa kohteena on täysin eri markkinalla tai toimialalla toimiva yritys. Tällaisen monialaisen yritysoston etuna on usein riskin hajauttaminen eri markkina-alueille tai tuotteille. Yrityskauppa onnistuu useammin hyvin, kun ostaja ja ostettava toimivat samalla alalla. (Katramo, M. & ym. 2013. 27–28.)

2.2 Yrityskauppoihin johtavat tekijät

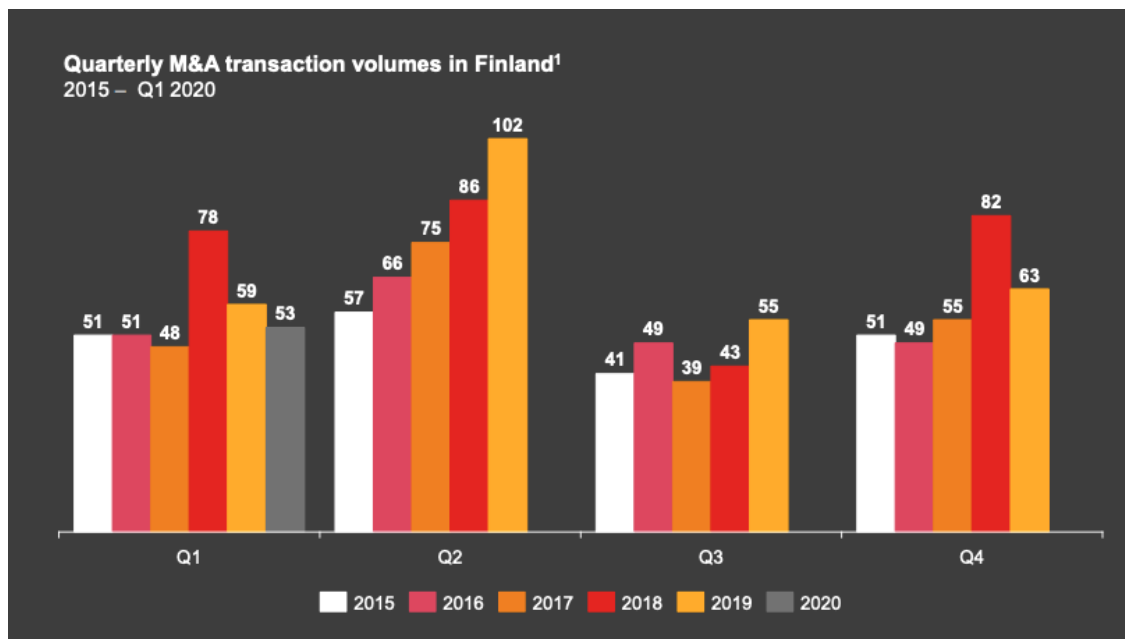
Yrityskauppojen tekemisen tavoitteena on aina, että sen toteuttaminen lisää jatkossa yrityksen kassavirtaa ja tuottaa osakkeen omistajille jatkossa enemmän rahaa. Tämän perusteella tulisi kauppaa ajatella niin, että yritykset tuottavat yhdessä enemmän kuin erillään. Ostavan yrityksen tavoitteena on kaupan tuovan lisäarvon määrä olisi suurempi kuin siitä maksettu hinta. (Edwin L., & ym. 2017. 12) Kaksi yleisintä keinoa tämän saavuttamiseen ovat synergiaetujen ja kasvun tavoittelu. (Gaughan. 2015.)

2.2.1 Liikevaihdon kasvun tavoittelu

Yrityksen sisäinen kasvu omalla toimialallaan voi olla melko hidasta ja se voi olla vaikeaa saavuttaa. Omalla toimialallaan yritys voi kasvaa nopeastikin yritysostojen kautta. Uudelle toimialalle lähteminen tuo aina omat haasteensa yritykselle, mikäli sillä ei ole kokemusta kyseiseltä alalta. Yrityksen tavoitellessa kasvua omalla toimialallaan se voi todeta, että sisäisellä kasvulla ei pystytä saavuttamaan haluttuja tuloksia tietyssä aikataulussa. Yritykselle voi tulla lyhyessä ajassa uusia mahdollisuuksia ja vaikeuksia, johon on reagoitava nopeallakin aikataululla. (Gaughan. 2015.) Covid-19 osoitti, kuinka monet eri yritykset alkoivat valmistaa terveydenhuollon tarvitsemia materiaaleja nopeallakin aikataululla. Tällaisissa tilanteissa ei yrityksellä ole välttämättä mahdollisuutta sisäisesti lähteä tavoittelemaan uusia markkinoita. Nopea reagointi ja toimenpiteet kannattavat, sillä kilpailijat voivat myös lähteä mukaan vauhdilla ja viedä markkinaosuuksia. Voi olla, että yritysosto on ainoa mahdollisuus lähteä kilpailuun mukaan, esimerkiksi ostamalla tuotantolinja tai tehdas, missä näitä materiaaleja voidaan valmistaa. Uuden innovaation tai tuotteen kehittäjäillä on

nimittäin aika etuna kilpailijoitaan vastaan. (Gaughan. 2015.) Seuraava mahdollinen kasvun mahdollisuus on esimerkiksi lentoyhtiöillä pandemian loputtua ja matkustamisen palautuessa normaaliksi. Silloin voi saavuttaa uusia markkina-alueita, mikäli reagoi nopeasti uusiin trendeihin. Näin yritysostojen kautta pystyy laajentamaan toimintaa myös maantieteellisesti uusille alueille. Yritysoston avulla laajentuva yritys pystyy tekemään sen nopeammin ja pienemmällä riskillä, kuin sisäisen kasvun kautta tavoitteleva yritys. Yrityskauppojen eri muodoilla saavutetaan etuja, kun heillä on jo tietoa uudesta markkinasta, olemassa oleva työvoima, kielestä ja kulttuurista sekä tullirajoituksista. (Gaughan. 2015.)

Taulukko 3. Kvartaalin yritysostojen volyymit Suomessa (PWC.2020)



Yrityksellä, joka on ollut aikaisemmin menestynyt ja luonut kasvua, voi olla paineita luoda kannattavaa kasvua. Silloin yritysostolla voidaan luoda sitä, kun toimialan tuotteiden ja palveluiden kysyntä on heikentynyt. Tavoitteena ei ole välttämättä luoda ainoastaan kasvua vaan myös parempaa kannattavuutta synergiaetujen myötä. On vain kuitenkin helpompaa luoda kasvua kuin samalla ylläpitää tai parantaa koko konsernin kannattavuutta. Johdon tehtäväksi jääkin huolehtia, että suurempi liikevaihto tuo vastaavan suuruiset voitot osakkeenomistajille, jottei kasvustrategia ole ollut väärä. (Gaughan. 2015.)

2.2.2 Synergiaedut

Synergiaedut, joita saavutetaan tekemällä yrityskauppoja, voidaan jakaa kahteen osaan, operatiivisiin ja taloudellisiin synergiaetuihin. Operatiivisiin etuihin kuuluu liikevaihdon parantaminen ja kustannustehokkuus, kun vuorostaan taloudellisia etuja on pienempi pääomakustannus. (Gaughan. 2015.)

Liikevaihtoa voi olla vaikea tehostaa, mutta siihen on eri keinoja. Jos yrityskauppa tapahtuu samalla toimialalla, uudella toimijalla voi olla mahdollisuus päättää hinnoittelusta. Tämä toimii silloin, kun yritys saavuttaa tarpeeksi suuren markkinaosuuden, markkinoilla on vain muutama kilpailija ja kilpailu on vähäistä. Toinen auttava tekijä voi olla itse ydinliiketoimintaa tukevien toimintojen yhtenäistäminen. Siinä missä toisella yrityksellä voi olla hyvä taloushallinto, mutta heikko markkinointi, voi hankittavalla yrityksellä olla ne toisin päin. Tuomalla se saman katon alle voidaan kehittää niitä osia, missä toisella on parantamisen varaa. (Gaughan. 2015.)

Yritykset saattavat tehdä yritysoston, mikäli heillä itsellään menee huonommin ja kehitys sakkaa. Se voi hankkia, jonkin uuden lupaavan tuotteen, jota se voi myydä ja markkinoida jo valmiiksi olevalla loistavalla organisaatiollaan. Kaupan kohteella voi olla lisäksi patenttiportfolio, joka sisältää lupaavia keksintöjä tai ideoita, jotka blokkavat ostavan yrityksen tuotekehitystä. Toinen ongelma pienille yrityksille voi olla se, ettei potentiaaliset asiakkaat välttämättä halua asiakassuhdetta heidän kanssaan. Suuremman yrityksen hankittua heidät tilanne voi olla toinen, kun yritystä pidetään stabiilimpana ja maineikkaampana. (Edwin, Miller & Segall. 2017. 10–11). Päämarkkinoilla, kuten Pohjois-Amerikassa tai Euroopassa yritysten voi olla hankalampi saavuttaa järkevää kasvua. Saattaa vaatia isojakin panostuksia pitää nykyinen markkina-asema. Näille yrityksille voisi olla järkevää lähteä hakemaan kasvua uusilta markkinoilta kehittyvistä maista, missä kasvu on suurempaa kuin kotimarkkinoilla. (Gaughan. 2015.)

Kustannusten alentaminen on yksi päätarkastelukohteista, kun yrityskauppoja suunnitellaan. Muutoksilla voidaan saavuttaa mittakaavaetuja, kun yrityksen toiminnan koko tai suhde laajenee, joka näin ollen laskee yksikön valmistuskustannuksia. Samalla voidaan karsia päällekkäisiä prosesseja tai tehtäviä. Pääomaa vaativilla tuotantoaloilla, joissa on suuret valmistuskustannukset ja pienet tuotantomäärät, tuotantomääriä voidaan saada nostettua työntekijöiden ja johdon kokemuksella ja tehokkaammalla pääoman käytöllä, kuin mihin pienemmällä yrityksellä olisi mahdollisuus. Säästöjä kuluissa voi saada myös suuremmalla ostovoimalla. Mitä enemmän yritys tilaa jotain tavaraa se pystyy hinnoittelemaan sen halvemmaksi kuin vähemmän tilaava yritys. Lisäksi tällainen on vähemmän säädeltyä kuin vaihtoehdot, jotka näkyvät enemmän kuluttajalle. (Gaughan. 2015.) Yritys saattaa hankkia myös toimittajan. Näin se saa tuotua tuotannon itselleen ja poistettua hinnoittelun muuttumisen riskin.

Taloudelliset synergiaedut tarkoittavat alempia pääoman kustannuksia ostavalle yhtiölle. Yrityskauppa voi vähentää riskiä yrityksen kassavirroissa, kun ne ovat jakautuneet use-

ammalle eri osa alueelle. Konkurssin ja maksuvaikeuksien riski on näin huomattavasti matalampi kuin vaihtoehto, jossa pääsääntöinen kassavirta tulee yhdestä lähteestä. Näin ollen yritys saa pankeilta ja muilta lainanantajilta lainaa paremmilla ehdoilla ja edullisemmin. Tilanteessa, jossa toinen yrityksistä olisi mahdollisesti konkurssin partaalla, se voisi pysyä pystyssä toisen yrityksen tuloilla ja näin ollen estää luotonantajien ja sijoittajien tappiot. (Gaughan. 2015.)

Isommalla firmalla on parempi asema rahoitusmarkkinoilla pienempiin nähden. Sen pääsy on sinne helpompaa ja pääoman kerääminen usein halvempaa vähä riskisyyden vuoksi. Yrityksillä voidaan käyttää myös käteisvaroja mahdollisesti tiettyyn korkean tuoton projektiin, johon ostettavalla yrityksellä ei ole varaa. Yritys voi hajauttaa riskiä monipuolistaamalla liiketoimintaansa eri alueille. Siinä missä monet yritykset ovat epäonnistuneet yritystoiminnassa oman liiketoiminta-alansa ulkopuolella, on toiset onnistuneet tekemään huomattavia voittoja. (Gaughan. 2015.)

2.2.3 Synergiahaitat

Kaikki ei mene yrityskaupoissa kuitenkaan aina putkeen, vaan siitä voi olla myös haittoja. Liikevaihtoon vaikuttavia tekijöitä voi olla muun muassa se, ettei asiakkaat halua tehdä kauppaa ison yhtiön kanssa. Budjetoitua liikevaihtoa on nimittäin todennäköisesti käytetty perusteena kauppaa hinnoitellessa. Eli mikäli liikevaihto laskee, tarkoittaa se kaupan hinnoittelun menneen pieleen tuloja menetettäessä. (Gaughan. 2015.) Imagon ja fokuksen hajautuminen saattavat mennä pieleen yrityskaupoissa. Yritys ei välttämättä pysty luomaan samanlaista vaikutelmaa asiakkailleen kuin ennen. Lisäksi yritykselle voi tulla negatiivisia haittoja, mikäli kohde yritys on aikaisemmin näyttäytynyt huonossa valossa tai ollut osallisena skandaaleissa. Mitä erilaisemmilla aloilla yritykset toimivat, tulee kauppa suunnitella ja analysoida tarkemmin. (Katramo, M. & ym. 2013. 27.)

Estääkseen mahdolliset virheet askeleet ja löytääkseen heikot kohdat ostava yritys tekee kohde yritykseen due diligence -tarkastuksen ennen lopullisen kaupan tekemistä. Tällä termillä tarkoitetaan yrityskaupan tai -järjestelyn ostavan osapuolen tarkastusta kohdeyhtiöstä. Sen tavoitteena on antaa laaja kuva kohteesta, vähentää olemassa olevaa riskiä ja luoda luottamusta osapuolten välille. (Järvinen 2010 teoksessa Katramo, M & ym. 2013. 50) Due-diligence tehdään tukemaan päätöksentekoa, sekä määrittelemään kohteen arvoa. Hyvällä tarkastuksella voidaan varmistaa, että sijoituspäätös kannattaa tehdä. Mikäli tarkastuksessa ilmenee jotain ongelmia tai haittoja, voidaan kaupanteko prosessi vielä keskeyttää. (Katramo, M. & ym. 2013. 50.)

2.3 Taloudelliset teoriat yrityskauppojen takana

2.3.1 Valuaatioteoria

Yksinkertaistettuna yrityskauppojen ainoa tarkoitus on tuottaa arvoa enemmän osakkeenomistajilleen. Niiden tavoite on tehdä ostajan liiketoiminnasta arvokkaampaa. Miten tämä toimii sitten yrityskaupoissa? Tulevaisuudessa ostettavan yrityksen tai liiketoiminnan oletetaan tuovan voittoa ostajalle ja ostavan osapuolen tavoitteena on ostaa se tuota todellista markkinahintaa edullisemmin. Ostajan tulee analysoida kohde kunnolla ja selvittää millaisia tuottoja siltä voi olettaa tulevaisuudessa. (Edwin L., & ym. 2017. 1–2)

2.3.2 Sijoitusten vertailu

Yksi ongelma, joka ostavalla yrityksellä tulee eteen, on erilaisten sijoituskohteiden vertailu. Mahdollisia kohteita voi olla useita erilaisia, mutta investoitava summa ei riitä niihin kaikkiin. Tällöin yritys joutuu vertailemaan keskenään erilaisia kohteita, ja tekemään päätöksiä mihin niistä sijoittaa erilaisten arvonmääritys mallien perusteella. (Edwin L., & ym. 2017. 2–3)

2.3.3 Portfolioteoria ja riski

Riskin olemassaolo tekee yrityskaupoista, kuin muistakin investointipäätöksistä erittäin hankalia. Se koostuu eri todennäköisyyksistä, joissa tuleva investoinnin tuotto eroaa ennustetusta. Hajauttamisesta puhutaan yleisesti keinona vähentää riskin aiheuttamia negatiivisia vaikutuksia jakamalla varat eri sijoitusmahdollisuuksiin. Sillä menetetään kuitenkin myös mahdollisuus suurin epänormaaleihin tuottoihin. Yrityksoston hinta koostuu periaatteessa oletetusta tuotosta ja siihen kohdistuvasta riskilisästä. Portfolio teorian mukaisesti riskiä kannattaa ottaa suhteessa parhaaseen mahdolliseen tuottoon. Lisäriskin ottaminen vaiheessa, jossa lisätuotot eivät ole enää mahdollisia, ei ole järkevää. (Edwin L., & ym. 2017. 4-5)

2.3.4 Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi koskee eri omaisuuserien hinnan käyttäytymistä markkinoilla. Määritelmän mukaan markkinat heijastavat kaikkea olemassa olevaa tietoa, jolloin epätavallisia voittoja ei voi ansaita hyödyntämällä näitä tietoja. Markkinat pysyvät tehokkaina, mikäli markkinahintojen reaktio uuteen tietoon on välitön ja puolueeton. Teo-

rian mukaan uusi tieto vaikuttaa hintoihin niin nopeasti ja tehokkaasti, ettei sitä voida käyttää arvioimaan tulevia hinnan vaihteluita. (The Balance. 2020.) Tämän perusteella voidaan päätellä, mikäli yritys maksaa julkisesti noteeratusta yhtiöstä ylihintaa, tämä uskoo tietävänsä jotain mitä markkinat eivät tai ostaja on hinnoitellut tarjouksen väärin. (Edwin L., & ym. 2017. 7)

Teorian mukaan tehokkaiden markkinoiden hypoteesi voidaan jakaa kolmeen osaan sen vahvuuden mukaan. Heikon muodon mukaan nykyiset hinnat heijastavat aikaisempia hinta- ja volyymitietoja. Puolivahvassa muodossa teoriasta otetaan huomioon aikaisempien tietojen lisäksi yrityksen tilinpäätöstiedot, ilmoitukset osingonmaksusta, johdon muutokset ja kansantaloudelliset tekijät. Vahvassa muodossa hintaan tulisi sisällyttää nopeasti myös sisäpiiritiedot, jolloin niillä ei voida saavuttaa korkeita epänormaaleja tuottoja. (The Balance. 2020.)

Teorian totuudenmukaisuudesta ja toimivuudesta on käyty jatkuvaa keskustelua. Vastavasti on sanottu, että sijoittajat tekevät päätöksensä vanhojen tuottojen ja hintojen sekä tietojen perusteella. He saattavat myös reagoida uutisiin paljon voimakkaammin kuin olisi järkevää ja kurssit saattavat heilahdella paljonkin, jopa pienen poikkeaman takia. Lisäksi eri tahot saattavat tehdä päätöksiä omien etujensa mukaisesti, eikä esimerkiksi yrityksen. Yrityksen johdolla voi olla myös omat intressit osakkeenomistajiin nähden. Johto voi olla halukas ottamaan riskiä eri tavalla kuin omistajat, mikäli heillä ei ole mitään hävittävää siinä, mutta paljon saavutettavaa erilaisten kannustamien puolesta. (Edwin L., & ym. 2017. 7)

2.3.5 Vapaan kassavirran malli

Vapaalla kassavirralla tarkoitetaan yrityksen käteisvaroja, jotka ovat jaettavissa osakkeenomistajille. Ohjaamalla yrityksen varoja, niin ettei niitä makseta osinkoina osakkeenomistajille, johtajat pystyvät toimimaan vapaammin ilman haasteita, joita olisi pääomamarkkinoille menemisessä. Investointien rahoittaminen sisäisesti takaa sen, että varoja on käytettävissä ja ettei niistä pyydetä suurta hintaa. Tämä aiheuttaa kuitenkin ristiriitoja johdon ja osakkeenomistajien välillä. Rahan pitäminen yrityksellä aiheuttaa johdolle painetta parantaa taloudellista suorituskykyä esimerkiksi yritysostojen avulla. (Jensen M. 1986. 111–112.)

2.4 Osakkeen hintaan vaikuttavat tekijät

Osakkeisiin sijoittaminen on yksi tuottavimmista sijoitusmahdollisuuksista. Sitä harjoittavat yksityishenkilöt kuin myös sijoitusyhtiöt. Sijoittajien tuoton lähteen lisäksi se on tärkeä

keino yritysten rahoittajana. Osakkeiden kurssimuutokset saattavat heilahdella rajustikin lyhyellä aika välillä, mikä luo mahdollisuuksia tuottoihin tai tappioihin.

2.4.1 Yrityskohtaiset tekijät

Osakekurssit saattavat heilahdella monestakin eri syystä. Yrityksestä itsestään lähtöisiä syitä ovat muun muassa muutokset liikevaihdossa, tuloksessa ja tulevaisuissa voitoissa. Ne vaikuttavat moniin eri tunnuslukuihin, joilla yrityksen taloudellista asemaa tai voitontuotto kykyä mitataan. Ilmoitukset näiden muutoksista tai asioissa, jotka johtavat niihin aiheuttavat reaktioita markkinoilla. Muutokset tai ilmoitukset osingosta saattavat aiheuttaa reaktiota myös, mikäli ne poikkeavat huomattavasti ennusteista eli olettamuksesta, mikä on ollut markkinoilla. (Ontario Securities Commission. 2020)

Uudet tuotteet tai tarjottavat palvelut saattavat aiheuttaa reaktioita, kun yrityksen liikevaihto mahdollisesti kasvaa niiden mukana. Vastaavasti huonona pidetty aluevaltaus tai tuotteiden takaisin veto voi aiheuttaa negatiivisia reaktioita. Uudet isot sopimukset voivat myös heiluttaa pörssikursseja. Huonoista uutisista vaikutuksia on todennäköisesti yksiköiden tai tehtaiden lakkauttamisella ja henkilöstöön kohdistuvilla uutisilla kuten lomautuksilla tai irtisanomisilla. Johdossa tapahtuvat muutokset saattavat aiheuttaa reaktioita, kun hyvin johtanut henkilö lähteekin muualle taikka huonosti menestynyt johtaja kokeillaan korvata paremmalla. Mahdolliset virheet kirjanpidossa tai yritysskandaalit aiheuttavat yleensä reaktiota markkinoilla. (OSC. 2020) Suurista skandaaleista viime vuosina on kärsinyt esimerkiksi Volkswagen, joka jäi kiinni päästöhuijauksista ja Boeing, jonka lentokoneita asetettiin lentokieltoon parin onnettomuuden jälkeen. (Forbes. 2019.)

Edellä mainittujen tekijöiden lisäksi myös yritysostoilla oletetaan olevan vaikutusta hintaan ja aiheuttavan reaktioita markkinoilla. (OSC. 2020) Yleisesti hyvänä pidettävä kauppa, joka luo yritykselle lisää tuottoja tai luo synergiaetuja saattaa nostaa osakkeen hintaa pörssissä, kun huonona pidettävä vuorostaan laskea sitä.

Samalla toimialalla olevien yritysten hinnat voivat muuttua samansuuntaisesti. Samalla toimialalla toimiviin yrityksiin ulkoiset tekijät voivat vaikuttaa samalla tavalla. (OSC. 2020) Korona iski esimerkiksi kovaa lentoyhtiöiden kursseihin matkustusrajoitteiden astuessa voimaan keväällä 2020. Siinä, missä ne silloin romahtivat nopeasti, nousu oli myös nopeaa ensimmäisten lupaavien rokote uutisten kantautuessa markkinoille. (CNBC. 2020). Samalla markkina-alueella toimivien yritysten kurssit voivat hyötyä kilpailijoiden heikosta menestyksestä. Tähän saatiin osviittaa samaan aikaan, sillä kun lentoyhtiöiden kurssit nousivat rokote uutisten johdosta, sai Finnair vielä hieman lisää nostetta Norwegianin huonojen uutisten myötä. (Ilta-Sanomat. 2020.)

2.4.2 Makrotaloudelliset tekijät

Yritysten omien valintojen tai niiden kilpailijoiden tilanteen vuoksi, muutoksia voi aiheuttaa myös pörssi. Vahvassa markkinassa, jossa sijoittajalla on optimismia kuten nousukaudella tai taloudellisena kulta-aikana, kaikkien osakkeiden hinnat voivat nousta ja luotto kasvuun kasvaa. Talouden kasvuun uskoessa ja sijoittajat saattavat ostaa lisää osakkeita toivoen tulevaisuuden korkeampia hintoja ja tuottoja. Heikkona aikana hinnat voivat laskea, kun investoijien luottamus heikkenee talouteen ja kaikki alkavat myymään omistuksiaan. Tällaisessa tilanteessa on usein kysymys lamasta tai taantumasta, jolloin työttömyys on korkea ja hintataso kasvaa. (OSC. 2020)

Korkeat korot voivat pudottaa osakkeiden hintaa. Tällöin yritysten lainarahan hinta kasvaa, joka pienentää tuottoja ja näin ollen osakkeiden voitonjakoa omistajille. Silloin myös erilaiset korkoinstrumentit saattavat olla houkuttelevampia sijoituskohteita kuin osakkeet. Inflaatiolla ja deflaatiolla on myös vaikutusta osakkeiden hintoihin. Ne aiheuttavat muutoksia koroissa, mikä vaikuttaa omalta osaltaan kurssien kehitykseen. (OSC. 2020)

Taloudelliset, poliittiset tai muuten toimintaympäristöön vaikuttavat tekijät aiheuttavat suuriakin muutoksia kurseissa jopa globaalisti. Esimerkiksi öljyn hinnan muutos tai levottomuudet ympäri maailmaa näkyvät pörssikurseissa. Viimeisimpänä loistavana esimerkkinä on Covid-19 pandemia. Yrityksistä ja niiden tekemisestä täysin riippumaton tekijä pudotti kurseja kaikkialla ja vei maailmaan täydelliseen epätietoisuuden tilaan. Luonnonmullistuksetkin voivat vaikuttaa yritysten toimintaa, mikäli ne osuvat suoraan niiden tuotantoon esimerkiksi tuhoten tuotantolaitoksia tai raaka-aineita. Markkina-alueelle iskeytyessä ihmisten ostovoima voi heikentyä. (OSC. 2020)

Poliittisia vaikutuksia voi ilmentyä esimerkiksi, kun vallanpitäjät vaihtuvat. Yrityksille asetamat lait tai säädökset voivat muuttua ja verotus kiristyä. Tällaiset tekijät voivat ajaa yrityksiä epäedulliseen asemaan kilpailussa toisiaan vastaan. Valtion tai muun instituution ohjaama rahapolitiikka vaikuttaa lisäksi yritysten toimintakykyyn. Esimerkiksi euron noustessa muihin valuuttoihin verrattuna, asiakkaiden kustannukset nousevat ostettaessa tavaraa euromaista. Se saattaa johtaa myynnin heikentymiseen ja pienempiin voittoihin, mikä taas vaikuttaa vuorostaan osakkeiden hintoihin. Vastaavasti valuutan arvon laskevissa ja muiden ostovoiman parantuessa, tulot voivat nousta ja nostaa osakkeen hintaa. (OSC. 2020)

3 Tutkimuksellinen osa

Tässä osassa käydään läpi tutkimukseen käytettävää dataa, mitä siihen kuuluu ja mistä se on hankittu. Lisäksi paneudutaan tutkimuksen toteutustapaan, miten se tehtiin. Lopulta esitellään tutkimushypoteesia ja testataan sen tilastollista merkittävyyttä.

3.1 Aineisto

Suurin osa yrityskaupoista on peräisen NASDAQ:n sivuilta, josta on otettu tiedot julkisista ostotarjouksista Helsingin pörssin yhtiöillä välillä 2007–2020. Palvelusta ei tullut kuitenkaan lähellekään kaikkia mahdollisia kauppoja vaan ainoastaan osa siitä määrästä, mitä niitä on tehty viimeisen 13 vuoden aikana. Tarvittavia tietoja ei ollut kunnolla saatavissa muista paikoista. Listaa on täydennetty lisäksi Helsingin Sanomien ja muiden tietoon tulleiden kauppajen mukaan. Tutkimusaineistoa on rajattu 2007 vuodesta eteenpäin finanssikriisin jälkeisenä aikana. Suurin osa tutkituista kurssien ja indeksien kehityksestä on tapahtunut lisäksi ennen 2020 alkanutta Covid-19 pandemian aiheuttamaa pörssikurssien suurta vaihtelua.

3.1.1 Yrityskauppojen data

Yhteensä listauksessa oli 22 yrityskauppaa 16:sta eri yhtiöltä usealta eri toimialalta. Kaikissa kaupoissa ostavana osapuolena on ollut suomalainen suuri tai keskisuuri pörssi-yhtiö. Yhtiöt on luokiteltu toimialoittain Kauppalehden (Kauppalehti, 2020) luokittelun mukaan.

Taulukko 4. Lista aineiston kaupoista

| Ostaja | Kohde | Toimiala |
|----------------|------------------------------|--------------------------------|
| Ahlstrom | Munksjö | Perusteollisuus |
| Amer Sports | Nikita | Urheiluvälineet |
| Citycon Oyj | Sektor Gruppen AS | Kiinteistöyhtiöt |
| Cramo Oyj | Theisen Baumaschinen AG | Kone -ja laitevuokraus |
| Elisa | Starman | Tietoliikennepalvelut |
| Fortum | Uniper | Yleishyödylliset palvelut |
| Fortum | Ekokem | Yleishyödylliset palvelut |
| Fortum | TGK-10 | Yleishyödylliset palvelut |
| Konecranes Abp | Terex Corp-Material Handling | Teollisuustuotteet ja palvelut |
| Neste | IH Demeter BV | Öljy ja kaasu |
| Nokia Oyj | Alcatel-Lucent | Tietoliikennepalvelut |
| Nokia Oyj | Comptel | Tietoliikennepalvelut |
| Nokia Oyj | Navteq | Tietoliikennepalvelut |
| Nokia Oyj | Nokia Siemens Networks Oy | Tietoliikennepalvelut |
| Outokumpu Oyj | Inoxum | Perusteollisuus |

| | | |
|--------------------------|-----------------------------------|--------------------------------|
| Sampo | <i>Topdanmark</i> | Rahoituspalvelut |
| Sanoma Oyj | <i>ProSiebenSat1</i> | Viestintä |
| Stockmann Oyj Abp | <i>Lindex AB</i> | Vähittäiskauppa |
| Tieto | <i>Evry</i> | Teknologia |
| UPM-Kymmene Oyj | <i>Oy Metsa-Botnia AB-Uruguay</i> | Perusteollisuus |
| UPM-Kymmene Oyj | <i>Myllykoski Oy</i> | Perusteollisuus |
| YIT Oyj | <i>Lemminkäinen Oyj</i> | Teollisuustuotteet ja palvelut |

Yrityksistä aineistossa eniten edustettuna Nokia (4), Fortum (3) ja UPM-Kymmene (2) kaupalla. Muilta yrityksiltä aineistossa on vain yksi kauppa. Kaikkien kauppojen ilmoitus päivämäärä on ollut ajanjaksolla 2007–2020.

Kunnolla toimialan vaikutuksia kuvaavaan aineistoon olisi voinut olla vielä useampi esimerkki per toimiala. Tässä on lajiteltuna kauppojen osuus nyt käytettävässä aineistosta toimialoittain.

Taulukko 5. Lajiteltuna toimialoittain osuus koko aineistosta

| | | |
|--------------------------------|-----------|----------------|
| Tietoliikennepalvelut | 5 | 22,7 % |
| Perusteollisuus | 4 | 18,2 % |
| Yleishyödylliset palvelut | 3 | 13,6 % |
| Teollisuustuotteet ja palvelut | 2 | 9,1 % |
| Kiinteistöyhtiöt | 1 | 4,5 % |
| Kone- ja laitevuokraus | 1 | 4,5 % |
| Rahoituspalvelut | 1 | 4,5 % |
| Teknologia | 1 | 4,5 % |
| Urheiluvälineet | 1 | 4,5 % |
| Viestintä | 1 | 4,5 % |
| Vähittäiskauppa | 1 | 4,5 % |
| Öljy ja kaasu | 1 | 4,5 % |
| Yhteensä | 22 | 100,0 % |

Toimialoista eniten on edustettuna tietoliikennepalvelut 22,7 %, perusteollisuus 18,2 %, yleishyödylliset palvelut 13,6 % ja teollisuustuotteet ja palvelut 9,1 %. Loppujen osa-alueiden aineistossa on ollut vain yksi yrityskauppa.

3.1.2 Osakkeiden hinta- ja indeksidata

Osakkeiden hintoja on kerätty tarkastelujaksolta kuudelta eri ajankohdalta kaupan julkaisupäivän (t) lisäksi. Lyhyen aikavälin mittaukseen on valittu päivä ennen (t-1) ja jälkeen (t+1) pörssitiedotteen, sekä kuukausi ennen (t-30) ja jälkeen (t+30). Tällä ajanjaksolla pysytään mahdollisesti huomiomaan myös jo ennen virallisia ilmoituksia ilmenneitä huhuja, jotka ovat saattaneet aiheuttaa muutoksia osakekursseissa. Pidemmän ajan mittaukseen on valittu yksi vuosi ennen (t-365) julkaisu ajankohtaa ja kaksi vuotta sen jälkeen (t+730).

Yksi vuosi kertonee suunnilleen hintatason, millä yritys on ollut ennen ostoa. Kaksi vuotta alkaa vuorostaan, jo hiukan näyttämään yrityskaupan vaikutuksia pidemmällä aikajanelle tulevaisuudessa. Osakkeiden hinta data on kerätty verkosta Investing.com (Investing.com. 2020.) sivustolta. Osakkeiden hinnat on kerätty tarkalleen oikean ajanjakson päähän, mikäli se on ollut kaupankäyntipäivä. Tarkasteluajanjakson päivämäärän osuessa viikonlopulle tai pyhäpäivälle, se on muutettu. Ennen julkaisupäivää olevat päivämäärät on muutettu edelliseksi kaupankäynti päiväksi ja julkaisupäivän jälkeiset tiedot on muutettu seuraavaksi mahdolliseksi kaupankäyntipäiväksi. Muutamassa tapauksessa vanhemmat tiedot kuin 2007 on vaihdettu 1.1.2007. kursseiksi. Lisäksi parin uudemman kaupan kahden vuoden seuranta päivämäärä on vaihdettu uusimmaksi päivämääräksi, joka on ollut mahdollista saada. Osakkeiden hinnat ovat aina kyseisen päivän päätöskursseja.

Tutkimuksessa osakkeiden hinnan kehitystä on verrattu OMX Helsinki 25 -osakeindeksiin. Se koostuu Helsingin pörssin 25 vaihdetuimmasta osakkeesta, missä jokaiselle yksittäisellä osakkeella on maksimissaan 10 % painoarvo. Tutkittavien yritysten kuuluessa suurten yritysten kategoriaan, OMXH25 on hyvä vertailukohta. Osakkeita tulee nimittäin verrata relevanttiin vertailuindeksiin. (Sijoittaja.fi 2017.) Tässäkin hinta-aineisto on kerätty osakkeiden tapaan samalta ajanjaksolta 1.1.2007 – 30.10.2020. Vertailua tehdessä osakkeiden tarkastelu päivämääriin. on ne muutettu samalla tavalla kaupankäynti päivämääräksi kuin osakkeilla.

Taulukko 6. OMX Helsinki 25 1.1.2007 – 30.10.2020 (Investing.com. 2020.)

Published on Investing.com, 8/Nov/2020 - 19:45:41 GMT, Powered by TradingView
 OMX Helsinki 25, Suomi, Helsinki:OMXH25, M



Matalimmillaan indeksin on ollut 1189,09 pistettä 9. maaliskuuta 2009. Korkeimmillaan se on vuorostaan ollut alkuvuodesta 2020 11. helmikuuta, noin kuukausi ennen jyrkkää koronan aiheuttamaa romahdusta.

3.2 Tutkimuksen toteutustapa

Tutkimus toteutettiin tilastollisena analyysinä keräämällä siinä kaikilta mukana olleilta yrittäjäkaupoilta osakkeiden hinnat ja OMXH25-indeksi vertailuajankohtana. Sen jälkeen siinä laskettiin, jokaisen osakkeen kehitys vertailuväleissä ja verrattiin sitä indeksiin samoilla aikaväleillä. Aikavälejä, joita tutkimuksessa käytettiin olivat -1 päivä, +1 päivä, -30 päivää, +30 päivää, -365 päivää ja +730 päivää kaupan julkaisuajankohdasta eli ilmoituspäivästä. Markkinakorjattu tuotto (*MAR*) saatiin laskettua osakkeelle yksinkertaisesti vähentämällä osakkeen tuotosta, indeksin tuotto tarkasteltavalta ajanjaksolta. Tämän laskemiseen käytettiin seuraavaa olemassa olevaa kaavaa,

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt},$$

jossa

R_{it} = osakkeen tuotto hetkellä *t*

R_{mt} = indeksin tuotto hetkellä *t*.

(Event Study Tools 2020.)

Tutkimuksessa jokaiselle tapaukselle laskettiin kyseisellä kaavalla luvut vastaaville ajanjaksoille. Tulokset käsitellään muodossa, mikä sisältää keskiarvot, mediaanit, maksimit, minimit ja keskihajonnan.

3.3 Tutkimus hypoteesit

Tutkimushypoteesit perustuvat aikaisemmin esitettyihin tietoihin, jonka mukaan yritykset tekevät yrityskauppoja parantaakseen kilpailukykyään ja tuottaakseen enemmän arvoa omistajilleen. Tämän ajatuksen pohjalta on luotu seuraavat hypoteesit tutkimukselle.

H₁: Yrityskauppa vaikuttaa positiivisesti ostavan yrityksen pörssikurssiin.

H₂: Toimialalla on merkitystä yrityskaupan aiheuttamaan pörssireaktioon.

Tutkimushypoteeseja testattiin T-testillä, jotta selvitetään ovatko ne tilastollisesti merkitseviä. Testi suoritettiin 95 %:n luottamustasolla. Suorittaaksemme testin oli hypoteesit asetettava uusiin muotoihin. Hypoteesi H_1 : *Yrityskauppa vaikuttaa positiivisesti ostavan yrityksen pörssikurssiin asetetaan muotoihin, jossa yhteyttä ei ole olemassa tai on olemassa.*

H_0 : *Yrityskaupan tuotto ei poikkea keskimääräisestä markkinatuotosta valittuna ajanjaksona*

H_1 : *Yrityskaupan tuotto poikkeaa keskimääräisestä markkinatuotosta valittuna ajanjaksona*

Taulukko 7. T-testi aineiston statistiikka

| One-Sample Statistics | | | | |
|-----------------------|----|----------|----------------|-----------------|
| | N | Mean | Std. Deviation | Std. Error Mean |
| T -1 | 22 | 1,4820% | 3,95515% | 0,84324% |
| T +1 | 22 | 0,3068% | 3,58338% | 0,76398% |
| T -30 | 22 | 1,5728% | 10,73886% | 2,28953% |
| T +30 | 22 | -0,1365% | 9,21247% | 1,96411% |
| T -365 | 22 | 5,3928% | 30,20148% | 6,43898% |
| T +730 | 22 | 0,4527% | 39,31603% | 8,38221% |

Aineistolle tehtiin testi, jokaiselle päivälle. Tulosten perusteella P-luku (*Sig. (2-tailed)*) jää jokaisessa tapauksessa välille $0,05 < p < 0,1$, mikä tarkoittaa, ettei nollahypoteesia pystytty hylkäämään, jolloin se jää voimaa. Näin ollen voidaan todeta, ettei osakekaupoilla ollut tilastollisesti suurta vaikutusta keskimääräiseen tuottoon. Prosentuaalisesti niissä on kuitenkin eroja, joita voidaan tarkastella ja analysoida. Tässä tapauksessa suurin tekijä tilastolliseen merkitsemättömyyteen oli yrityskauppojen melko pieni määrä aineistossa. (Tilastokeskus. 2020.) Tämä tarkoittaa, että hinnan muutokset voivat aiheutua muista tekijöistä kuten yrityksen tulokseteko kyvystä, muista pörssitiedotteista sekä kaikesta muusta yritykseen vaikuttavista tekijöistä.

Taulukko 8. T-testin tulokset

| One-Sample Test | | | | | | |
|-----------------|-------|----|-----------------|-----------------|---|----------|
| Test Value = 0 | | | | | | |
| | t | df | Sig. (2-tailed) | Mean Difference | 95% Confidence Interval of the Difference | |
| | | | | | Lower | Upper |
| T-1 | 1,758 | 21 | ,093 | 1,48200% | -0,2716% | 3,2356% |
| T+1 | ,402 | 21 | ,692 | 0,30685% | -1,2819% | 1,8956% |
| T-30 | ,687 | 21 | ,500 | 1,57283% | -3,1885% | 6,3342% |
| T+30 | -,069 | 21 | ,945 | -0,13646% | -4,2210% | 3,9481% |
| T-365 | ,838 | 21 | ,412 | 5,39278% | -7,9978% | 18,7834% |
| T+730 | ,054 | 21 | ,957 | 0,45270% | -16,9790% | 17,8845% |

3.3.1 Aikaisemmat tutkimukset

Osa aikaisemmista tutkimuksista osoittaa, kuten Tarabayn ja Hammoudin (2017), että isompia epänormaaleja tuottoja on tullut ostaville yhtiöille tapahtuma ikkunassa noin 20 päivää ennen ja jälkeen ilmoituksen. Ne myös toteavat, että tapahtumaikkunan ulkopuolella kehitys on ollut negatiivista. Ma, Pagán ja Chu (2009) tulivat tutkimuksessaan samankaltaiseen lopputulokseen tutkiessaan Aasian markkinoita.

Dilshad (2012) tuli tutkiessaan tulokseen, että osakekurseissa on todellakin jotain reaktioita tapahtumahetken ympärillä. Analyysi tosin osoitti, ettei nuo muutokset välttämättä johdu yritysostoista. Tutkimuksessa käsiteltiin pankkifuusioita Euroopassa. Malpezzi ja Martimo (2017) kirjoittavat vuorostaan heidän maisterityössään Ruotsin IT-alan kaupoista pitkällä aikavälillä. He toteavat, että osakkeet ovat kehittyneet positiivisesti tai negatiivisesti tutkimustavan mukaan. Voidaankin todeta, että ei ole löytynyt yksiselitteistä näyttöä, miten osakkeiden hinnat ovat kehittyneet yrityskauppojen jälkeen.

4 Tutkimuksen tulokset

Tässä luvussa on tarkoitus käydä läpi edelliseen aineistoon perustuvia tutkimustuloksia. Tulokset käydään läpi ensiksi ajanjaksoittain ja lopulta toimialoittain. Tulokset on saatu aikaisemmin esitetyllä kaavalla, jossa osakkeen tuotosta on vähennetty markkinatuotto OMXH25-indeksin mukaisesti.

4.1 Tuotot ajanjaksolla (t-1)

Ensimmäisenä käydään läpi osakkeiden hinnan kehitys edellisestä päivästä kaupan julkaisemispäivään. Tässä ollaan tapahtuma päivänä niin on mahdollista, että huhuja on jo ollut aikaisemmin, jotka ovat voineet jo vaikuttaa osakkeen hintaan.

Taulukko 9. Tulokset ajanjaksolla (t-1)

| | Osakkeen tuotto | Markkinakorjattu tuotto |
|---------------------|-----------------|-------------------------|
| KESKIARVO | 2,29 % | 1,48 % |
| MEDIAANI | 1,09 % | 0,73 % |
| MAKSIMI | 17,86 % | 17,32 % |
| MINIMI | -3,35 % | -1,72 % |
| KESKIHAJONTA | 4,29 % | 3,86 % |
| N | 22 | 22 |

Taulukosta nähdään, että tulokset julkistuspäivänä ovat keskimäärin olleet 1,48 %. Siinä missä suurin yksittäinen epänormaali tuotto oli 17,32 % Konecranesin kaupassa, pienin oli miinuksella ainoastaan -1,72 %. Positiivisia tuottoja syntyi 14 kaupasta, joka vastasi 63,64 % osuutta kaikista yhteensä. Mediaani osoittaa sen myös, että keskiväli tuotoissa yhdessä päivässä jää melko lähelle nollaa. Negatiivisiakin vaikutuksia löytyi. Kahdeksan kaupan kohdalla tuotto jäi alle nollan. Niistä suurimpana oli Fortumin ostoilmoitus TGK-10:stä. Siinä osakkeen hinta ilman markkinakorjausta, putosi -3,35 %. Keskimäärin hajonta kauppojen välillä oli kuitenkin suhteellisen pientä pysyessä ainoastaan 3,86 %.

Tämä on osittain linjassa aikaisempien tutkimusten mukaan, jotka totesivat epänormaaleja tuottoja lähellä tapahtumahetkeä. Tällä aikavälillä se, että pystyy löytämään juuri oikean osakkeen, joka reagoi vahvasti ilmoitusuutiseen vaatii hyvää analysointia ja hiukan tuuria.

4.2 Tuotot ajanjaksolla (t+1)

Tässä on esitettyä tuotot toisella ajanjaksolla eli ilmoituksesta seuraavana kaupankäyntipäivänä. Tässä vaiheessa tieto on tullut markkinoille julkisesti ja on lähes kaikkien saatavilla, joten aiemmin esitetyn tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan sen tulisi näkyä jo osakkeiden hinnoissa.

Taulukko 10. Tulokset ajanjaksolla (t+1)

| | Osakkeen tuotto | Markkinakorjattu tuotto |
|---------------------|-----------------|-------------------------|
| KESKIARVO | 0,40 % | 0,31 % |
| MEDIAANI | 0,16 % | 0,02 % |
| MAKSIMI | 10,47 % | 9,10 % |
| MINIMI | -4,68 % | -5,11 % |
| KESKIHAJONTA | 3,56 % | 3,50 % |
| N | 22 | 22 |

Tässä voidaan huomata, että tuotot ovat pudonneet edelliseen päivään $t-1$ nähden ja ovat hyvin matalalla indeksin verrattuna. Muutokset eivät kuitenkaan ole vielä erityisen radikaaleja. Keskiarvo on pudonnut edellisen päivän 1,48 %:sta 0,31 %:iin ja mediaanikin on hiuksenhienosti positiivisen tuloksen puolella 0,02 %. Parhaiten osakkeista menestyivät Neste (9,10 %), Ahlstrom (8,22 %) ja UPM-Kymmene (3,90 %). Siinä, missä edellisellä aikajaksolla oli positiivisia epänormaaleja tuottoja kokonaisostojen määrästä reilut 60 %, nyt niitä oli ainoastaan 50 %.

Heikoimmin pärjäsivät Outokumpu (-5,11 %), YIT Oyj (-3,98 %) ja Konecranes (-3,73 %). Ne olivat jokainen reilusti miinuksella päivä sen jälkeen, kun tiedot olivat tulleet markkinoille. Se voi johtua sattumasta tai sitten yrityskaupasta tulleella tiedolla voi olla vaikutusta. Sijoittajat eivät ole välttämättä kokeneet yhtiön ottamaan suuntaa oikeaksi tai kokevat, että ne sisältävät turhan suuria riskejä. Keskihajonta oli ainoa, joka pysyi suunnilleen samana kahden ensimmäisen ajanjakson välillä. Siinä oli eroa päivien välillä ainoastaan 0,36 %-yksikköä. Kymmenen yrityksen osake nousi kahtena peräkkäisenä päivänä tapahtumahetkellä. Tämä on hiukan alle 50 % tutkituista tapauksista. Lisäksi edellisenä päivänä negatiivista tuottoa tuottaneista yhtiöistä vain kaksi pystyi parantamaan seuraavana päivänä.

4.3 Tuotot ajanjaksolla (t-30)

Tämä taulukko esittää osakkeiden kurssien kehityksen kuukaudesta ennen ilmoitusta ilmoituspäivään. Tämä alkaa olla jo sen verran pidempi ajanjakso, ettei huhuja ole vielä välttämättä kerennyt ilmaantumaan. Tällä jaksolla yrityksen taloudellinen tila on kuitenkin mahdollisesti pysynyt suhteellisen samana ja muita osakekurssiin vaikuttavia tekijöitä ei ole kerennyt ilmaantumaan yhtä paljoa kuin pidemmällä ajanjaksolla.

Taulukko 11. Tulokset ajanjaksolla (t-30)

| | Osakkeen tuotto | Markkinakorjattu tuotto |
|---------------------|-----------------|-------------------------|
| KESKIARVO | 3,51 % | 1,57 % |
| MEDIAANI | 5,20 % | 2,47 % |
| MAKSIMI | 25,05 % | 17,25 % |
| MINIMI | -13,68 % | -32,36 % |
| KESKIHAJONTA | 8,93 % | 10,49 % |
| N | 22 | 22 |

Keskiarvo 1,57 %:a on pysynyt suunnilleen samalla tasolla kuin tarkastelujaksolla *t-1*. Mediaani on sen sijaan noin kolminkertainen sen ollessa 2,47 %. Mediaani kuvaa tulosta, tässä tapauksessa jopa melkein paremmin. Maksimi ja minimi tuotoissa on huomattavasti suurempia tuloksia kuin lyhyemmän aikavälin arvoissa. Keskiarvoon, kun vaikuttaa huomattavasti esimerkiksi Cramon osakkeen kehitys, joka on ollut plussan puolella noin 6 %, mutta vastaavasti markkinaindeksi on kehittynyt samaan aikaan jopa 38,74 %:a, jolloin osakkeen kehitys markkinakorjattuna on ollut -32,36 %.

Aikavälin kasvaessa myös hajontaa on paljon enemmän kuin aikaisemmillä yhden päivän tarkastelujaksoilla. Aikaisemmasta noin 3,5 %:sta se on kasvanut reiluun 10 %:iin. Positiivisten tapausten osuus oli taas samalla tasolla, kun aikavälillä *t-1* noin 60 %:ssa ostoista. Voidaan nähdä siis pieniä yhtenäisyyksiä yhteistuloksissa edeltävien päivien kanssa. Harvalla yhtiöllä ne ovat kuitenkin noudattaneet samaa linjaa. *T-30* aikavälillä positiiviset tuotot ovat olleet suurempia kuin vastaavalla aikavälillä ilmoituksen jälkeen. Tämä voi johtuneen siitä, että tiedot ovat silloin tulleet markkinoille huhujen ja lopulta virallisen ilmoituksen myötä.

4.4 Tuotot ajanjaksolla (t+30)

Hinnoissa, jotka ovat kehittyneet kuukauden aikana markkinoille on kantautunut oletettavasti paljon enemmän tietoa yrityskaupasta ja sen mahdollisista hyödyistä tai ongelmista. Mikäli siinä nähdään jotain haasteita tai se ei ole varmaa, voi se heijastua kurssiin.

Taulukko 12. Tulokset ajanjaksolla (t+30)

| | Osakkeen tuotto | Markkinakorjattu tuotto |
|---------------------|-----------------|-------------------------|
| KESKIARVO | 1,59 % | -0,14 % |
| MEDIAANI | -0,04 % | 0,11 % |
| MAKSIMI | 28,33 % | 16,90 % |
| MINIMI | -19,08 % | -26,30 % |
| KESKIHAJONTA | 10,82 % | 9,00 % |
| N | 22 | 22 |

Tällä ajanjaksolla tutkituista väleistä oli ainoana markkinakorjatun tuoton keskiarvo negatiivinen -0,14 %. Positiivisia tuloksia oli 54,55 % tutkituista tapauksista. Negatiiviseksi tuoton painoi tutkittujen osakkeiden heikko tuottavuus markkinaindeksiin nähden. Kolme suurinta laskijaa olivat Outokumpu Oyj:n Inoxum kauppaa (-26,30 %), Nokian Alcatel-Lucentin osto (-10,66 %) ja Tiedon fuusio Evryn kanssa (-8,97 %). Mediaani kuitenkin pysyi myös tällä aikavälillä positiivisen kehityksen puolella.

Hajonta oli suunnilleen samaa luokkaa, mitä yhtä pitkällä aikavälillä *t-30*. Heikompaa kehitystä voi osaltaan selittää, markkinoiden ylireagointi tietoon yrityskaupasta, joka kuitenkin saattanut tasoittua. Pörssillä on taipumusta ylireagoida hyvin kuin huonoinkin uutisiin, kuten OP Ryhmän pääjohtaja Timo Ritakallio on todennut Talouselämälle. (Talouselämä. 2020.) Tämän aikavälin tuottavimpia osakkeita oli UPM-Kymmene Metsä-Botnian kauppiaan sekä Ahlstrom Munksjöön hankkimisellaan. Osakekurssien kehityksestä kaupan ilmoituksen jälkeiseltä ajalta voidaan todeta, ettei niissä ole nähtävissä aivan vastaavanlaisia nousuja, kuin ennakkoon epäiltiin. Voidaan kuitenkin epäillä tiedon vaikuttaneen hintaan jo ilmoituspäivänä, jolloin kauppa itsessään ei anna enää nostetta, ennen kuin sen tulevat vaikutukset näkyvät konkreettisesti tuloksessa.

4.5 Tuotot ajanjaksolla (t-365)

Tässä taulukossa on esitetty tiedot aikaväliltä $t - 1$ vuosi, joka on ollut pisin aikajänne ennen yrityskaupan ilmoitusta. Sillä välin osakkeiden hintoihin on ollut monia erinäisiä vaikuttavia tekijöitä, kuten tulosjulkistuksia ja muita uutisia.

Taulukko 13. Tulokset ajanjaksolla (t-365)

| | Osakkeen tuotto | Markkinakorjattu tuotto |
|---------------------|-----------------|-------------------------|
| KESKIARVO | 10,19 % | 5,39 % |
| MEDIAANI | 6,07 % | 2,47 % |
| MAKSIMI | 74,07 % | 69,45 % |
| MINIMI | -58,80 % | -37,65 % |
| KESKIHAJONTA | 36,01 % | 29,51 % |
| N | 22 | 22 |

Tällä vuoden ajanjaksolla ennen tietoa yritysostosta epänormaalit tuotot ovat olleet keskimäärin 5,39 %. Tämä on paras kaikista ajanjaksoista tutkimuksessa. Myös mediaani on jaetulla kärkisijalla. Suurimmat osakkeiden tuotot ovat olleet reilusti yli 50 % ennen markkinakorjausta. Tällaisia osakkeita löytyi neljä kappaletta. Pidemmällä aikavälillä tuotto onkin yleensä plussalla. Esimerkiksi Helsingin pörssin kaikkien osakkeiden tuottoa kuvaavan OMX Helsinki GI -indeksin kehitys on ollut keskimäärin 6,1 % vuodessa viimeisen 20 vuoden aikana. (Sijoittaja.fi. 2019.) Suurin markkinakorjatuista tuotoista löytyy Ahlstrom-Munksjöltä, joidenka yhdistyminen on ollut juuri tutkittava yrityskauppa. Muita suuria nousijoita on muun muassa ollut Fortumin TKG-10:n osto, Neste ja Nokia.

Hajonta on kasvanut entisestään aikavälin pidentyessä ollen jo noin 30 %. Positiiviset ja negatiiviset tuotot ovat vuodessa kasvaneet jo kymmeneen prosentteihin. Alle 10 % muutoksen sisältä löytyy ainoastaan Fortumin, Konecranesin, Tieton ja UMP-Kymmenen kaupat. Suurimpia negatiivisia tuottoja aiheutui Nokian, Outokummun ja Elisan osakkeelle.

4.6 Tuotot ajanjaksolla (t+730)

Viimeisenä aikaväleistä on käsittelyssä pisin niistä eli tapahtumaväli kaksi vuotta julkistus-päivästä. Tähän väliin yrityksillä mahtuu useampi tulosjulkistus, sekä muita tapahtumia, joilla on voinut olla vaikutusta osakkeen hintaan.

Taulukko 14. Tulokset ajanjaksolla (t+730)

| | Osakkeen tuotto | Markkinakorjattu tuotto |
|---------------------|-----------------|-------------------------|
| KESKIARVO | 8,05 % | 0,45 % |
| MEDIAANI | -2,40 % | -9,59 % |
| MAKSIMI | 121,63 % | 102,88 % |
| MINIMI | -69,45 % | -69,61 % |
| KESKIHAJONTA | 53,46 % | 38,41 % |
| N | 22 | 22 |

Kahden vuoden epänormaalit tuotot ylittävät keskiarvoltaan indeksin vain niukasti markkinakorjatun tuoton ollessa 0,45 %. Mediaanikin on melkein 10 % miinuksella. Aineistossa suurin vaikutus keskiarvoon on Nesteellä, jonka nousu on 102,88 % kahdessa vuodessa. Nesteen nousua ei voi perustella ainoastaan yritysostolla, sillä liikevaihto ja -kasvu on ollut useita prosentteja viime vuosina. (Inderes. 2020.) Tämä tosin edellyttäne, että sen tekevät yritysostot ovat luultavasti onnistuneita, jotta niillä on saavutettu kasvua. Kahden vuoden kuluttua yrityskaupan ilmoituksesta ainoastaan kymmenen yrityksen markkinakorjatut osakkeen hinnat olivat tuottaneet positiivisesti indeksiin nähden. Muita suuria nousuja tuottivat Nokia 75,13 % ja UPM-Kymmene Metsä Botnian kaupallaan 48,61 %.

Minimi tuottokin on kasvanut suurimpaan arvoonsa -69,61 % tällä aikavälillä. Kyseessä on Outokummun Inoxum kauppa, jonka epänormaalituotto oli vielä suurimpia tarkasteluvälillä *t-30*. Muita suuria negatiivisia epänormaaleja tuottoja oli historian suurin suomalainen yritysosto Nokian Alcatel-Lucent hankinta -37,98 % ja Sanoman ProSiebenSat1:n hankinta -38,51 %. Keskihajontakin on kasvanut sen suurimpaan arvoon 38,41 %. Tätä kasvua selittää kaikista pisin tarkasteluväli. Se sisältää paljon erilaista informaatiota, mitä markkinoille on tippunut yrityskaupan julkistuksen jälkeen. Siellä on todennäköisesti monia eri tulosjulkistuksia ja osavuosisikatsauksia, uusia strategisia päätöksiä ja varmaan myös toisia yrityskauppoja.

4.7 Tuotot toimialoittain

Tähän loppuun käsitellään vielä tuloksia yritysostoista ostavan yrityksen toimialan perusteella. Tulokset on lajiteltu taulukossa toimialoittain, ja eri aikavälien markkinakorjattujen tuottojen keskiarvot on laskettu. Aineiston pienen koon vuoksi, monissa kategorioissa on ainoastaan yksi kauppa per toimiala, mikä ei kuvaa hyvin koko toimialaa vaan ainoastaan yritystä, joka on ollut kyseessä.

Taulukko 15. Tulokset toimialoittain eri aikaväleiltä

| Toimiala | N | Mkt. ka. T-1 | Mkt. ka. T+1 | Mkt. ka. T-30 | Mkt. ka. T+30 | Mkt. ka. T-365 | Mkt. ka. T+730 |
|--------------------------------|------|--------------|--------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Kiinteistöyhtiöt | 1,00 | -0,95 % | 2,32 % | -5,41 % | -4,76 % | -14,74 % | -29,49 % |
| Kone- ja laitevuokraus | 1,00 | 0,35 % | 0,35 % | -32,36 % | 8,15 % | 10,32 % | -29,29 % |
| Perusteollisuus | 4,00 | 2,05 % | 2,56 % | 7,08 % | 3,32 % | 12,70 % | -11,80 % |
| Rahoituspalvelut | 1,00 | 1,13 % | 1,46 % | 3,59 % | 0,20 % | -20,10 % | -13,67 % |
| Teknologia | 1,00 | 2,35 % | -2,88 % | 3,08 % | -8,97 % | -0,86 % | -15,64 % |
| Teollisuustuotteet ja palvelut | 2,00 | 10,29 % | -3,86 % | 9,61 % | -3,83 % | -13,25 % | -11,87 % |
| Tietoliikennepalvelut | 5,00 | 0,11 % | 0,11 % | 3,95 % | -1,50 % | 4,43 % | 14,01 % |
| Urheiluvälineet | 1,00 | -0,50 % | -1,03 % | -3,27 % | 0,02 % | 15,98 % | 22,19 % |
| Viestintä | 1,00 | 0,65 % | -0,68 % | -15,29 % | 1,32 % | -23,52 % | -38,51 % |
| Vähittäiskauppa | 1,00 | 1,24 % | -3,37 % | -2,83 % | -7,69 % | 14,32 % | -25,10 % |
| Yleishyödylliset palvelut | 3,00 | 0,07 % | -0,54 % | 5,65 % | 2,75 % | 9,15 % | 12,49 % |
| Öljy ja kaasu | 1,00 | -1,18 % | 9,10 % | 2,88 % | 2,33 % | 63,34 % | 102,88 % |

Lyhyen aikavälin $t-1$ ja $t+1$ tuloksista voidaan huomata, ettei eri toimialojen välillä ole suuria eroja. Ainoa silmiin pistävä suurempi epänormaali tuotto julkaisupäivänä on teollisuustuotteiden ja palveluiden -kategoriasa, sen ollessa 10,29 %. Ajanjaksolla $t-1$ on ainoastaan kolmella toimialalla keskiarvo negatiivinen, kun vuorostaan $t+1$ negatiivisia tuottoja on jo 50 % toimialoista. $T-1$:ssä suurimman tuoton omannut teollisuustuotteet ja palvelut oli eniten laskenut $t+1$ aikaikkunassa. Siinä osakkeiden markkinakorjatut tuotot olivat laskeneet -3,86 %.

Kuukauden aikavälillä $t-1$ kovimpia nousijoita olivat teollisuustuotteet ja palvelut (9,61 %), perusteollisuus (7,08 %) ja yleishyödylliset palvelut (5,65 %). Näistä nousee esille se, että teollisuuteen liittyvät yritykset ovat olleet nosteessa ajasta ennen ilmoituspäivää siihen saakka. Heikoimmin pärjäivät kone- ja laitevuokraus, viestintä ja kiinteistöyhtiöt. Tässä oli tosin, jokaiselta alalta ainoastaan yksi kauppa tarkastelussa. $T+30$ aikavälillä suuria kymmenien prosenttien tuottoja ei nähty. Positiiviset tapaukset jäivät kaikki noin muutaman prosentin tasolle, suurimman kone- ja laitevuokrauksen noustessa 8,15 %. Tämäkin tosin johtui yksinomaan Cramon kurssikehityksestä kyseisenä aikana.

Kehityksessä vuosi ennen ilmoituspäivää ajanjaksolla $t-365$ on muutamien kymmenien prosenttien nousuja ja laskuja. Eniten nousi öljy ja kaasu (63,34), Nesteen ollessa ainoa yhtiö siinä kategoriasa. Muut positiivisen vaikutuksen saaneet toimialat nousivat väliltä

4,43 % - 15,98 %. Laskijoista suurimmat laskut tulivat viestinnälle, rahoituspalveluille ja kiinteistöyhtiöille näitäkin oli tosin ainoastaan yksi tapaus per kategoria.

Kaksi vuotta ilmoituksen jälkeen positiivisen kehityksen olivat tuottaneet ainoastaan tietoliikennepalvelut, urheiluvälineet, yleishyödylliset palvelut ja öljy ja kaasu. Nämä kaikki olivat nousseet 12,49 % - 102,88 %. Näihin osa-alueisiin kuului 10 kauppaa, mikä oli melkein puolet kaikista tutkituista tapauksista. Loput toimialat kuten teollisuus laskivat t+730 aikavälin aikana -11,80 % - -38,51 %. Kuten tuloksista huomaa, minkään toimialan välillä ei ole oikein kunnon yhteneviä tuloksia, mikä viittaa siihen, että toimialalla ei olisi merkitystä yrityskaupan vaikutuksessa pörssikurssiin. Aikaisemmin on tullut jo kuitenkin mainittua ja testattua, ettei aineisto ollut tarpeeksi kattava tilastolliseen analyysiin, joka toteaisi sen vaikuttavan.

4.8 Tulosten yhteenveto

Tuloksista voidaan huomata, että oikein millään yhtiöllä tai toimialalla ei ollut johdonmukaista kehitystä osakekursseissa. Fortumin Uniper kauppa oli ainoa tapaus, jossa osake oli kehittynyt positiivisesti, jokaisella aikavälillä. Ilmoituspäivän jälkeisillä jokaisella ajanjaksoilla oli positiivisia epänormaaleja tuottoja ainoastaan Fortumilla Ekokem kaupasta, Elisalla, Nesteellä ja UPM-Kymmenellä Metsä-Botnian hankinnasta. Se, että ylipäätään kaikkien kauppojen keskiarvo on plussan puolella kahden vuoden jälkeen, johtuu lähinnä Nesteen huikeasta pörssikehityksestä. Tämä kuvastaa hyvin aikaisemmin esiteltyä portfolio teoriaa, jossa suojautumalla negatiiviselta riskiltä voidaan myös menettää poikkeuksellisen suuret epänormaalit tuotot. Fortumin Uniper kaupan lisäksi vain Ahlstrom Munksjön yhdistyminen ja Nokian Siemens Network Oy:n osto olivat kehittyneet positiivisesti jokaiselle tutkitulla aikavälillä ennen ilmoituspäivää.

Kuten taulukosta 14. voidaan huomata, moni yritys on tuottanut indeksiä vähemmän yrittösten jälkeen. Siitäkään ei voi kuitenkaan nähdä selkeää toistuvuutta tapausten väliltä, onko tuotto ollut pääsääntöisesti positiivista vai negatiivista. Kaupat ovat aina uniikkeja tapauksiaan ja niiden aiheuttamaa reaktiota voi olla hankala ennustaa, kuten huomattu ja todettu aiemmin.

Taulukko 16. Yritysten markkinakorjatut tuotot eri aikaväleillä

| Ostaja | Kohde | Sum of T -365 | Sum of T -30 | Sum of T -1 | Sum of T +1 | Sum of T +30 | Sum of T +730 |
|------------------|------------------------------|---------------|--------------|-------------|-------------|--------------|---------------|
| Ahlstrom | Munksjö | 69,45 % | 8,90 % | 1,79 % | 8,22 % | 13,16 % | -11,62 % |
| Amer Sports | Nikita | 15,98 % | -3,27 % | -0,50 % | -1,03 % | 0,02 % | 22,19 % |
| Citycon Oyj | Sektor Gruppen AS | -14,74 % | -5,41 % | -0,95 % | 2,32 % | -4,76 % | -29,49 % |
| Cramo Oyj | Theisen Baumaschinen AG | 10,32 % | -32,36 % | 0,35 % | 0,35 % | 8,15 % | -29,29 % |
| Elisa | Starman | -20,89 % | -1,34 % | 0,36 % | 1,93 % | 2,14 % | 14,85 % |
| Fortum | Ekokem | -19,02 % | 9,47 % | 0,90 % | 0,31 % | 5,44 % | 17,79 % |
| | TGK-10 | 40,67 % | -0,91 % | -1,52 % | -2,01 % | -3,81 % | -7,56 % |
| | Uniper | 5,80 % | 8,39 % | 0,82 % | 0,08 % | 6,62 % | 27,24 % |
| Konecranes Abp | Terex Corp-Material Handling | -9,08 % | 16,50 % | 17,32 % | -3,73 % | -5,54 % | 6,70 % |
| Neste | IH Demeter BV | 63,34 % | 2,88 % | -1,18 % | 9,10 % | 2,33 % | 102,88 % |
| Nokia | Alcatel-Lucent | 16,33 % | -2,12 % | -1,64 % | -1,21 % | -10,66 % | -37,98 % |
| | Comptel | -37,65 % | 0,30 % | -0,01 % | -0,95 % | 6,84 % | 8,09 % |
| | Navteq | 10,23 % | 7,85 % | -0,74 % | -0,05 % | -2,53 % | 9,99 % |
| Nokia Oyj | Nokia Siemens Networks Oy | 54,13 % | 15,04 % | 2,59 % | 0,83 % | -3,28 % | 75,13 % |
| Outokumpu Oyj | Inoxum | -32,20 % | 17,25 % | -1,72 % | -5,11 % | -26,30 % | -69,61 % |
| Sampo | Topdanmark | -20,10 % | 3,59 % | 1,13 % | 1,46 % | 0,20 % | -13,67 % |
| Sanoma Oyj | ProSiebenSat1 | -23,52 % | -15,29 % | 0,65 % | -0,68 % | 1,32 % | -38,51 % |
| Stockmann Oyj Ab | Lindex AB | 14,32 % | -2,83 % | 1,24 % | -3,37 % | -7,69 % | -25,10 % |
| Tieto | Evry | -0,86 % | 3,08 % | 2,35 % | -2,88 % | -8,97 % | -15,64 % |
| UPM-Kymmene Oyj | Myllykoski Oy | 22,54 % | -0,05 % | 5,02 % | 3,24 % | 9,54 % | -14,60 % |
| | Oy Metsa-Botnia AB-Uruguay | -8,99 % | 2,22 % | 3,09 % | 3,90 % | 16,90 % | 48,61 % |
| YIT Oyj | Lemminkäinen Oyj | -17,43 % | 2,71 % | 3,25 % | -3,98 % | -2,12 % | -30,44 % |

Voi olla, että yrityskaupat ovat vain yksi tekijä osakkeiden hinnan kehityksessä. Näihin muutoksiin, mitä yrityksille on tapahtunut kyseisillä väleillä voi olla monta eri syytä kuten on aikaisemmin esitetty. Yrityksen suorituskyky voi olla parantunut esimerkiksi kaupasta saavutettujen synergia etujen myötä tai se voi olla heikentynyt nousseiden kustannusten vuoksi. Jos osakkeiden tuloksia verrataan ottamatta indeksiä huomioon (liite 3.), yrityskaupan jälkeen jokaisella aikavälillä nousseita yrityksiä on neljä. Yhtiöitä, joiden osakkeiden hinta on vuorostaan laskenut samalla aikavälillä, on kuusi. Tämä tarkoittaa, että yli puolella tutkittavista tapauksista on ollut molempia negatiivisia ja positiivisia tuottoja riippumatta indeksistä ilmoituspäivän jälkeen.

5 Lopetus

5.1 Yhteenveto

Tavoitteena oli selvittää, miten yrityskauppa ostavan yrityksen pörssikurssiin. Tutkimuksessa ei pystytty tilastollisesti osoittamaan, että juuri yrityskaupalla olisi vaikutusta osakkeen hintaan. Valtaosassa ei myöskään näkynyt sen selittäviä muutoksia. Prosentuaalisia muutoksia kuitenkin analysoidessa voidaan olettaa, että ainakin muutamassa tapauksessa sillä on ollut vaikutusta. Tuloksista ei kuitenkaan tule yhtenäistä linjaa tai näkemystä siitä vaikuttavatko kaupat positiivisesti vai negatiivisesti yrityksen markkina-arvoon. Ainoa kehitys, minkä tuloksista voi huomata on se, että kehitys ennen on ollut positiivisempaa ja epänormaalien tuottojen hajonta on kasvanut aikavälin kasvaessa.

Tutkimuksessa pyrittiin löytämään eroja lisäksi eri toimialojen väliltä. Pienen kohdejoukon ja tilastollisen merkittömyyden vuoksi sellaisiakaan ei saatu hirveästi esille. Ainoa silmiinpistävä ero oli positiivisten tuottojen osuus määrällisesti eri kategorioiden välillä. Teoria osuuden pohjalta voidaan kuitenkin todeta, että yhtiöt tekevät yrityskauppa päätöksiä monista eri syistä ja monin eri tavoittein.

Tutkimuksessa pyrittiin esittämään lisäksi erilaisia yrityskaupan muotoja ja syitä, sekä niiden aikaansaamia etuja. Tavoitteena oli perustella yrityskaupan hyödyt liikevaihdon lisääjänä, kasvun luojana sekä synergiaetujen mahdollistaminen. Tutkimus itsessään toteutettiin vertailemalla tarkasteluvälin osakkeiden tuottoja vastaavan ajan markkinaindeksin tuottoon. Siitä saatuja tuloksia analysointiin ja pyrittiin löytämään yhtäläisyyksiä.

5.2 Jatkotutkimus ideat

Tätä tutkimusta osakkeiden hinnan muutoksista yrityskaupan seurauksena voisi jatkaa moneen eri suuntaan. Jatkotutkimuksessa voisi pureutua laajemman datan ansiolla vielä tarkemmin toimiala kohtaisiin eroihin ja ominaisuuksiin. Voisi olla mielenkiintoista selvittää esimerkiksi, millä alalla tehdään eniten yritysostoja. Erilaisia aikaikkunoitakin voisi tutkia, miten muutokset näkyvät esimerkiksi viikko, kuukausi tai vuosi tasolla.

Maailmalla tutkimuksia on tehty enemmän, mutta esimerkiksi juuri Suomen yritysostoja yleisesti tai joltain tietyltä sektorilta voisi avata vielä enemmän. Tämän toteutukseen tarvitsisi, jonkun paremman datalähteen kuin NASDAQ:n nettisivut tai Googlen. Thomson Reutersin Eikon Databasesta löytyisi todennäköisesti paljon enemmän ja monipuolisempaa dataa käytettäväksi.

5.3 Oman oppimisen arviointi

Idea aiheeseen tuli monen mutkan kautta omasta halusta käyttää pörssidataa tutkimuksen pohjana. Halusin selvittää ensikertaa kunnolla, minkälaisia tuloksia ja päättelyitä pystyy sen perusteella tekemään. Minusta tuntuu, että olen pystynyt työn myötä lisäämään käsitystäni pörssin ja yrityskauppojen toiminnasta, sekä pörssidatan käytöstä tutkimuksessani. Kiinnostus osakemarkkinoihin ja niiden analysointiin kasvanut tietyllä tapaa enemmän tässä työn edetessä. Se herättää pohdintoja, mitä kaikkea työanalysointi alalta voisi tarjota. Tämänhetkiseen työhöni taloushallinnon ratkaisujen parissa, sillä ei ole suurta lisäarvoa, mutta mielestäni tämä pitää tietyllä tavalla oven auki tulevaisuuden vaihtoehtoja varten.

Omaan työhöni olen siltä osin tyytyväinen, kun sain tehtyä sitä. Motivaatio ja aikatauluhaasteet kävivät lopulta liian suuriksi ja aikataulukin muuttui aika paljon matkan varrella alkuperäisestä. Se johtui osittain koronan aiheuttamista tekijöistä, kokopäiväisen työn yhteen sovittamisesta sekä henkilökohtaisten menetyksieni takia. Suurin venytys johtui kuitenkin ehdottomasti omasta motivaatiosta. Aloittamisen vaikeus jatkui läpi työn ja aina, kun sitä piti tehdä, oli vaikeaa. Vauhtiin päästyäni jaksoin kuitenkin mielestäni pitää keskittymisen hyvin työssä ja tuottaa sitä tehokkaasti. Tulevaisuudessa yrittäisin kaivaa motivaatiota vielä kovemmin ja olla tiukempi itselleni aikataulussa pysymisestä. Nyt työ kuitenkin valmistui viimeiseen itselleni ja muiden asettamaan määrään aikaan mennessä, johon olen kuitenkin melko tyytyväinen.

Lähteet

CNBC 2020. Airlines, Boeing surge to the highest levels in months on upbeat vaccine news. Luettavissa: <https://www.cNBC.com/2020/11/09/airlines-surge-on-upbeat-vaccine-news-american-jumps-19percent-.html>. Luettu: 16.11.2020

Dilshad, N. 2012. Profitability Analysis of Mergers and Acquisitions: An Event Study Approach. Cardiff Business School, Cardiff University. Cardiff.

Edwin L., Jr. Miller and Lewis N. Segall. 2017. Mergers and Acquisitions: A Step-By-Step Legal and Practical Guide. John Wiley & Sons, Incorporated. New Jersey.

Eventstudytools 2020. Expected Return Models. Luettavissa: <https://www.eventstudytools.com/expected-return-models>. Luettu: 1.11.2020

Forbes 2020. Too Big to Fail? Accountability Threatening Future of Volkswagen, Boeing and Sackler Family Brands. Luettavissa: <https://www.forbes.com/sites/gregpetro/2019/08/16/too-big-to-fail-accountability-threatening-future-of-volkswagen-boeing-and-sackler-family-brands/?sh=714fda01303e>. Luettu: 16.11.2020.

Gaughan, P. 2015. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, 6th Edition. Wiley. New Jersey.

Helsingin Sanomat 2014. Julkinen ostotarjous. Luettavissa: <https://www.hs.fi/talous/art-2000002703789.html>. Luettu: 17.11.2020

Helsingin Sanomat 2020. HS kokosi yhteen Suomen suurimpia ja kiinnostavimpia yrityskauppoja: Nämä yhtiöt on myyty Suomesta ulkomaille – ja nämä on ostettu Suomeen. Luettavissa: <https://www.hs.fi/talous/art-2000006572664.html>. Luettu: 15.11.2020

Ilta-Sanomat 2020. Finnairin osake yhä hurjassa nousussa – Analyytikko: yhtiön painajainen voi päättyä talvella. Luettavissa: <https://www.is.fi/taloussanomat/art-2000007610235.html>. Luettu: 16.11.2020

Inderes 2020. Neste. Luettavissa: <https://www.inderes.fi/fi/yhtiot/neste>. Luettu: 15.11.2020

Jensen, M. 1986. The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy. Luettavissa: <https://core.ac.uk/download/pdf/6706754.pdf>. Luettu: 7.11.2020

Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svennas, K. & Wilkman, N. 2013. Yrityskauppa. WSOY. Helsinki.

Kauppalehti. 2018. Yrityskauppoja tehdään yhä kiihtyvään tahtiin. Luettavissa: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/yrityskauppoja-tehdaan-yha-kiihtyvaan-tahtiin/4c185927-6abe-3d7c-a45d-3887ad8404e1>. Luettu: 18.11.2020

Ma, J., Pagán, J.A. & Chu, Y. 2009. Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets. Luettavissa: https://www.researchgate.net/publication/266465074_Abnormal_Returns_to_Mergers_and_Acquisitions_in_Ten_Asian_Stock_Markets. Luettu: 10.11.2020

Malpezzi, N. & Martimo, E. 2017. Hit or miss? - Do acquisitions create value for the acquiring company's shareholders? A long-term event study on acquisitions performed by Swedish IT companies. Master Thesis. Lund University. Lund.

MTV Uutiset 2020. Kone teki 17 miljardin euron tarjouksen saksalaisesta hissiyhtiöstä. Luettavissa: <https://www.mtvuutiset.fi/artikkeli/kone-tarjoaa-thyssenkrupp-hissiliiketoiminnasta-17-miljardia-euroa-utisoi-bloomberg-kaupankaynti-koneen-osakkeilla-keskeytettiin-helsingin-porssissa/7706110>

Ontario Securities Commission. Get Smarter About Money. Factors that can affect stock prices. Luettavissa: <https://www.getsmarteraboutmoney.ca/invest/investment-products/stocks/factors-that-can-affect-stock-prices/>. Luettu: 16.11.2020

Osakkeiden hinnat. Investing.com. Luettavissa: [investing.com/equities/](https://www.investing.com/equities/) Luettu: 1.11.-8.11.2020.

Passport 2020. Economies and Consumer Annual Data. Luettavissa: <https://www-portal-euromonitor-com.ezproxy.haaga-helia.fi/portal/statisticsevolution/index>. Luettu 8.11.2020.

PWC. Quarterly M&A transaction volumes in Finland 2015 – Q1 2020. Luettavissa: [pwc.fi/en/publications/assets/ma-market-update-may-2020-pwc.pdf](https://www.pwc.fi/en/publications/assets/ma-market-update-may-2020-pwc.pdf). Luettu: 8.11.2020

Seligson 2008. HEX25 INDEX. Luettavissa: <https://www.seligson.fi/omxh25/Esitteet/HEX25-indexGuide-112003.pdf>. Luettu: 17.11.2020

Sijoittaja.fi 2020. Voiko osakesijoittaja voittaa indeksin? Luettavissa: <https://www.sijoittaja.fi/611111/voiko-osakesijoittaja-voittaa-indeksin/>. Luettu: 14.11.2020

Sijoittaja.fi. Helsingin pörssin 20 vuoden tuotto ja johtopäätökset tuottokehityksestä. Luettavissa: <https://www.sijoittaja.fi/124139/helsingin-porssin-20-vuoden-tuotto-ja-johtopaatokset-tuottokehityksesta/>. Luettu: 15.11.2020

Talouselämä 2020. Jäikö rokotteen pörssinoste väliaikaiseksi? Luettavissa: <https://www.talouselama.fi/uutiset/jaiko-rokotteen-tuoma-porssinoste-valiaikaiseksi-porsilla-on-aina-taipumusta-ylireagoida-niin-hyviin-kuin-huonoihinkin-uutisiin/bc32f2da-7684-45ef-93b0-940192ee7dd5>. Luettu: 15.11.2020

Tarabay, M. & Hammoud, J. 2017. Abnormal Returns to Shareholders of M&A Participating Firms: Evidence from the Kuwaiti Stock Market. Luettavissa: https://www.researchgate.net/publication/318424844_Abnormal_Returns_to_Shareholders_of_MA_Participating_Firms_Evidence_from_the_Kuwaiti_Stock_Market. Luettu: 10.11.2020

The Balance 2020. Efficient Markets Hypothesis. Luettavissa: <https://www.the-balance.com/efficient-markets-hypothesis-emh-2466619>. Luettu: 07.11.2020.

Tilastokeskus 2020. Tilastollinen merkitsevyys. Luettavissa: https://www.stat.fi/meta/kas/til_merkitsevyy.html. Luettu: 15.11.2020

Liitteet

Liite 1. Osakkeiden ja indeksien hinnat tarkastelu päiviltä

| OSTAJA | KOHDEYHTIÖ | ILMOITUSPÄIVÄ (t) | OSAKKEEN PÄÄTÖSKURSSI (t) | INDEKSIPÄÄTÖS (t) |
|-------------------|--------------------------------|-------------------|---------------------------|-------------------|
| Ahlstrom | Munksjö | 7.11.2016 | 11,72 | 3389,57 |
| Amer Sports | Nikita | 16.12.2011 | 8,67 | 1822,96 |
| Citycon Oyj | Sektor Gruppen AS | 25.5.2015 | 12,62 | 3435,08 |
| Cramo Oyj | Theisen Baumaschinen AG | 11.1.2011 | 7,67 | 2663,17 |
| Elisa | Starmanin Viron liiketoiminnat | 13.12.2016 | 30,72 | 3651,71 |
| Fortum | Uniper | 27.9.2017 | 16,66 | 3944,71 |
| Fortum | Ekokem | 13.5.2016 | 12,91 | 3072,47 |
| Fortum | TGK-10 | 29.2.2008 | 27,7 | 2771,16 |
| Konecranes Abp | Terex Corp-Material Handling | 16.5.2016 | 24,28 | 3089,09 |
| Neste | IH Demeter BV | 25.10.2018 | 22,16 | 3860,46 |
| Nokia | Alcatel-Lucent | 15.4.2015 | 7,38 | 3637,2 |
| Nokia | Comptel | 9.2.2017 | 4,582 | 3681,93 |
| Nokia | Navteq | 09.02.2007 | 16,125 | 3046,52 |
| Nokia Oyj | Nokia Siemens Networks Oy | 1.7.2013 | 2,82 | 2244,88 |
| Outokumpu Oyj | Inoxum | 31.1.2012 | 6,29 | 2093,47 |
| Sampo | Topdanmark | 7.9.2016 | 40,5 | 3474,08 |
| Sanoma Oyj | ProSiebenSat1 | 20.4.2011 | 13,88 | 2616,63 |
| Stockmann Oyj Abp | Lindex AB | 10.1.2007 | 35,35 | 2834,9 |
| Tieto | Evry | 18.6.2019 | 26,74 | 3938,9 |
| UPM-Kymmene Oyj | Oy Metsa-Botnia AB-Uruguay | 15.7.2009 | 6,39 | 1641,03 |
| UPM-Kymmene Oyj | Myllykoski Oy | 21.12.2010 | 12,77 | 2638,39 |
| YIT Oyj | Lemminkäinen Oyj | 19.6.2017 | 7,9 | 4139,81 |

Liite 2. Osakkeiden markkinakorjatut tuotot tarkastelujaksoilta

| Ostaja | Kohde | Toimiala | T -1 | T +1 | T -30 | T +30 | T -365 | T +730 |
|-------------------|------------------------------|--------------------------------|------|---------|---------|----------|----------|-------------------|
| Ahlstrom | Munksjö | Perusteollisuus | | 1,79 % | 8,22 % | 8,90 % | 13,16 % | 69,45 % -11,62 % |
| Amer Sports | Nikita | Urheiluvälineet | | -0,50 % | -1,03 % | -3,27 % | 0,02 % | 15,98 % 22,19 % |
| Citycon Oyj | Sektor Gruppen AS | Kiinteistöyhtiöt | | -0,95 % | 2,32 % | -5,41 % | -4,76 % | -14,74 % -29,49 % |
| Cramo Oyj | Theisen Baumaschinen AG | Kone- ja laitevuokraus | | 0,35 % | 0,35 % | -32,36 % | 8,15 % | 10,32 % -29,29 % |
| Elisa | Starman | Tietoliikennepalvelut | | 0,36 % | 1,93 % | -1,34 % | 2,14 % | -20,89 % 14,85 % |
| Fortum | Uniper | Yleishyödylliset palvelut | | 0,82 % | 0,08 % | 8,39 % | 6,62 % | 5,80 % 27,24 % |
| Fortum | Ekokem | Yleishyödylliset palvelut | | 0,90 % | 0,31 % | 9,47 % | 5,44 % | -19,02 % 17,79 % |
| Fortum | TGK-10 | Yleishyödylliset palvelut | | -1,52 % | -2,01 % | -0,91 % | -3,81 % | 40,67 % -7,56 % |
| Konecranes Abp | Terex Corp-Material Handling | Teollisuustuotteet ja palvelut | | 17,32 % | -3,73 % | 16,50 % | -5,54 % | -9,08 % 6,70 % |
| Neste | IH Demeter BV | Öljy ja kaasut | | -1,18 % | 9,10 % | 2,88 % | 2,33 % | 63,34 % 102,88 % |
| Nokia | Alcatel-Lucent | Tietoliikennepalvelut | | -1,64 % | -1,21 % | -2,12 % | -10,66 % | 16,33 % -37,98 % |
| Nokia | Comptel | Tietoliikennepalvelut | | -0,01 % | -0,95 % | 0,30 % | 6,84 % | -37,65 % 8,09 % |
| Nokia | Navteq | Tietoliikennepalvelut | | -0,74 % | -0,05 % | 7,85 % | -2,53 % | 10,23 % 9,99 % |
| Nokia Oyj | Nokia Siemens Networks Oy | Tietoliikennepalvelut | | 2,59 % | 0,83 % | 15,04 % | -3,28 % | 54,13 % 75,13 % |
| Outokumpu Oyj | Inoxum | Perusteollisuus | | -1,72 % | -5,11 % | 17,25 % | -26,30 % | -32,20 % -69,61 % |
| Sampo | Topdanmark | Rahoituspalvelut | | 1,13 % | 1,46 % | 3,59 % | 0,20 % | -20,10 % -13,67 % |
| Sanoma Oyj | ProSiebenSat1 | Viestintä | | 0,65 % | -0,68 % | -15,29 % | 1,32 % | -23,52 % -38,51 % |
| Stockmann Oyj Abp | Lindex AB | Vähittäiskauppa | | 1,24 % | -3,37 % | -2,83 % | -7,69 % | 14,32 % -25,10 % |
| Tieto | Evry | Teknologia | | 2,35 % | -2,88 % | 3,08 % | -8,97 % | -0,86 % -15,64 % |
| UPM-Kymmene Oyj | Oy Metsa-Botnia AB-Uruguay | Perusteollisuus | | 3,09 % | 3,90 % | 2,22 % | 16,90 % | -8,99 % 48,61 % |
| UPM-Kymmene Oyj | Myllykoski Oy | Perusteollisuus | | 5,02 % | 3,24 % | -0,05 % | 9,54 % | 22,54 % -14,60 % |
| YIT Oyj | Lemminkäinen Oyj | Teollisuustuotteet ja palvelut | | 3,25 % | -3,98 % | 2,71 % | -2,12 % | -17,43 % -30,44 % |

Liite 3. Osakkeiden hinnan kehitys tarkastelujaksoilla.

| OSTAJA | KOHDEYHTIÖ | Sum of o -365 | Sum of o -30 | Sum of o -1 | Sum of o +1 | Sum of o +30 | Sum of o +730 |
|------------------|--------------------------------|---------------|--------------|-------------|-------------|--------------|---------------|
| Ahlstrom | Munksjö | 69,12 % | 6,74 % | 3,17 % | 8,53 % | 18,52 % | 7,25 % |
| Amer Sports | Nikita | -13,30 % | -10,43 % | -0,91 % | -1,73 % | 12,34 % | 69,78 % |
| Citycon Oyj | Sektor Gruppen AS | 1,35 % | -8,64 % | -1,81 % | 1,62 % | -6,50 % | -12,04 % |
| Cramo Oyj | Theisen Baumaschinen AG | 37,70 % | 6,38 % | 2,27 % | 1,96 % | 9,00 % | -42,63 % |
| Elisa | Starmanin Viron liiketoiminnat | -6,97 % | 4,74 % | 1,09 % | 1,24 % | 1,99 % | 19,08 % |
| Fortum | Ekokem | -27,43 % | 6,87 % | 1,10 % | 0,85 % | 8,06 % | 56,16 % |
| | TGK-10 | 34,73 % | 1,09 % | -3,35 % | -3,75 % | -6,82 % | -31,48 % |
| | Uniper | 19,94 % | 10,84 % | 0,91 % | 0,96 % | 10,02 % | 28,99 % |
| Konecranes Abp | Terex Corp-Material Handling | -16,99 % | 13,78 % | 17,86 % | -3,71 % | -4,08 % | 45,06 % |
| Neste | IH Demeter BV | 57,50 % | -8,32 % | -0,23 % | 10,47 % | 1,85 % | 114,26 % |
| Nokia | Alcatel-Lucent | 49,06 % | 0,41 % | -1,47 % | -1,49 % | -18,02 % | -34,07 % |
| | Comptel | -13,55 % | 0,31 % | 0,79 % | -0,52 % | 8,86 % | 19,29 % |
| | Navteq | 13,91 % | 15,31 % | 0,12 % | -0,83 % | -2,60 % | -39,18 % |
| Nokia Oyj | Nokia Siemens Networks Oy | 74,07 % | 9,60 % | 3,68 % | 1,06 % | 0,00 % | 121,63 % |
| Outokumpu Oyj | Inoxum | -53,99 % | 25,05 % | -0,47 % | -2,23 % | -19,08 % | -37,68 % |
| Sampo | Topdanmark | -8,25 % | 5,66 % | 1,89 % | 1,23 % | -0,07 % | 7,68 % |
| Sanoma Oyj | ProSiebenSat1 | -9,10 % | -13,68 % | 2,13 % | -0,72 % | -0,14 % | -55,22 % |
| Stockmann Oyj Ab | Lindex AB | 10,80 % | -6,36 % | 0,51 % | -1,92 % | -0,23 % | -69,45 % |
| Tieto | Evry | -8,24 % | 2,85 % | 4,05 % | -2,77 % | -10,32 % | -12,64 % |
| UPM-Kymmene Oyj | Myllykoski Oy | 56,50 % | 5,89 % | 6,77 % | 3,60 % | 8,54 % | -29,13 % |
| | Oy Metsa-Botnia AB-Uruguay | -58,80 % | 2,24 % | 7,58 % | 1,56 % | 28,33 % | 86,70 % |
| YIT Oyj | Lemminkäinen Oyj | 16,18 % | 6,90 % | 4,64 % | -4,68 % | -4,68 % | -35,19 % |