

Joonas Kostainen

TOISTUVIEN YRITYSOSTOJEN VAIKUTUS OSTAVAN YRITYKSEN OSAKKEEN TUOTTOIHIN

Johtamisen ja talouden tiedekunta
Pro gradu -tutkielma
Huhtikuu 2021

TIIVISTELMÄ

Joonas Kostiainen	Toistuvien yritysostojen vaikutus ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin
Pro gradu -tutkielma	66 sivua, 3 liitesivua
Tampereen yliopisto	Kauppätieteiden tutkinto-ohjelma, Yrityksen laskentatoimi
Ohjaaja	Lili Kihn

Yrityskaupat ovat merkittäviä strategisia järjestelyjä ja keskeinen keino kasvattaa yrityksen liiketoimintaa. Yrityskaupat ovatkin suosittu aihe laskentatoimen ja rahoituksen tutkimuksessa, ja erityisesti yksittäisten yrityskauppojen vaikutusta ostavan yrityksen sekä lyhyen että pitkän aikavälin osakkeen tuottoihin ja suorituskykyyn on tutkittu paljon. Toistuvia yritysostoja tekevien yritysten suorituskyky on sen sijaan saanut huomattavasti vähemmän huomiota tutkimuskirjallisuudessa ja tutkimukset ovat olleet maantieteellisesti hyvin keskittyneitä. Tämän tutkielman tarkoituksena on paikata tätä aukkoa tutkimalla uudella aineistolla, onko toistuvilla yritysostoilla vaikutusta ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin.

Tässä tutkielmassa toistuvien yritysostojen vaikutusta osakkeen tuottoihin tutkittiin pohjoismaisista yhtiöistä ja niiden vuosina 2011–2018 toteuttamista yrityskaupoista koostuvalla aineistolla. Aineistoon valittiin ainoastaan yhtiöitä, jotka olivat toteuttaneet useita yritysostoja tutkitulla ajanjaksolla. Yritysostojen määrän lisäksi tutkielmassa oltiin kiinnostuneita myös aiemman yritysostokokemuksen, ostavan yrityksen ja kohdeyritysten toimialojen samankaltaisuuden ja ostavan yrityksen koon vaikutuksista näiden yritysten menestykseen. Tutkielman empiirisessä osiossa tutkittiin näiden tekijöiden vaikutusta ostavan yrityksen indeksikorjattuun osakkeen tuottoon paneeliregressioanalyysin avulla.

Tutkielman empiirisen osion tilastollisten testien perusteella yritysostojen keskimääräisellä määrällä ei havaittu olevan tilastollisesti merkitsevää vaikutusta ostavan yrityksen indeksikorjattuun osakkeen tuottoon, mikä poikkesi aiemmissä tutkimuksissa tehdyistä havainnoista. Sen sijaan ostavan yrityksen koolla havaittiin olevan selvä negatiivinen vaikutus toistuvia yritysostoja tekevien yritysten suorituskykyyn, mikä oli linjassa aiempien tutkimusten kanssa. Aiemmalla yritysostokokemuksella tai toimialojen samankaltaisuudella ei myöskään havaittu olevan tilastollisesti merkitsevää vaikutusta ostavan yrityksen suorituskykyyn, vaikka aiemmissä tutkimuksissa oli tehty havainnot sekä positiivisista että negatiivisista vaikutuksista.

Tutkielman tulosten perusteella pohjoismaiset yritykset eivät ole onnistuneet luomaan lisää arvoa osakkeenomistajilleen toistuvien yritysostojen avulla, mutta eivät myöskään, aiemmista tutkimuksista poiketen, tuhoamaan omistaja-arvoa. Lisäksi toistuvia yritysostoja tekevät yritykset eivät tutkielman perusteella vaikuttaisi hyötyvän suuremmasta koosta, vaan päinvastoin ostavan yrityksen suuremmalla koolla näyttäisi olevan negatiivinen vaikutus omistaja-arvon luontiin. Tutkielman tulosten perusteella on syytä pohtia toistuvien yritysostojen ja niiden avulla yrityksen kasvattamisen tarkoituksenmukaisuutta yrityksen omistajien näkökulmasta.

Avainsanat: Yrityskauppa, toistuvat yritysostot, osakkeen tuotto, omistaja-arvo

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

SISÄLLYSLUETTELO

1 JOHDANTO	1
1.1 Aihealueen esittely ja merkitys	1
1.2 Tutkielman tavoite ja keskeiset rajaukset	4
1.3 Tutkimusmetodologia	6
1.4 Keskeiset käsitteet	7
1.5 Tutkielman rakenne	8
2 TEORIA	10
2.1 Yrityskauppojen motiivit	10
2.1.1 Yleisimmät motiivit yrityskauppojen tekemiselle	11
2.1.2 Toistuvien yritysostojen taustalla olevat motiivit	14
2.2 Yrityskauppojen onnistumiseen vaikuttavat tekijät	16
2.3 Toistuvia yritysostoja tekevien yritysten suorituskykyyn vaikuttavat tekijät	20
2.3.1 Yritysostojen keskimääräinen määrä	20
2.3.2 Yritysostokokemus ja oppimishypoteesi	23
2.3.3 Toimialojen samankaltaisuus	25
2.3.4 Ostavan yrityksen koko	28
2.3.5 Yrityskohtaiset kiinteät vaikutukset	29
2.4 Yhteenveto	31
3 EMPIIRISEN OSION AINEISTO JA MENETELMÄ	36
3.1 Tutkimusaineisto	36
3.1.1 Aineiston rajaukset	37
3.1.2 Riippuvan muuttujan kuvaus	39
3.1.3 Selittävien muuttujien kuvaus	42
3.1.4 Kontrollimuuttujat	44
3.2 Empiirisen osion menetelmä ja malli	45
3.2.1 Paneeliaineistomallit	46
3.2.2 Empiirisen osion mallit	49
3.2.3 Ohjelmisto	50
4 EMPIIRISEN OSION TULOKSET	51
4.1 Kuvailevaa tilastotietoa	51
4.2 Regressioanalyysin tulokset	53
4.3 Yhteenveto empiirisen osion tuloksista	57
5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO	59
LÄHDELUETTELO	67
LIITTEET	72

KUVIOLUETTELO

Kuvio 1: Tutkimushypoteesit	35
Kuvio 2: Yritysten määrä ja yritysostojen keskiarvo kotimaittain	39

TAULUKKOLUETTELO

Taulukko 1: Kuvailevaa tilastotietoa	51
Taulukko 2: Korrelaatiomatriisi	53
Taulukko 3: Paneeliregression tulokset	54
Taulukko 4: Paneeliregressio (robustit keskivirheet)	57

1 JOHDANTO

1.1 Aihealueen esittely ja merkitys

Yrityskaupat ovat merkittäviä strategisia järjestelyjä ja keino kasvattaa yrityksen liiketoimintaa. Osakeyhtiölain (624/2006) 1:5 §:n mukaan yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajilleen, ja tätä tarkoitusta varten yrityksen tulee kasvaa ja olla kannattava. Yrityskauppa onkin investointi, jonka tavoitteena on aina synnyttää taloudellista lisäarvoa, eli ostokohteesta saatujen tuottojen on ylitettävä ostajan tuottovaahtimus (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman, 2013, 21). Vaikka yrityskauppoihin käytetään suuria määriä rahaa ja resursseja, useat tutkimukset näyttävät, että ostavan yrityksen osakkeenomistajat ansaitsevat yritysostoa seuraavan 2–3 vuoden ajanjaksolla korkeintaan vähäisiä tai jopa olemattomia positiivisia tuottoja tehdyistä yrityskaupoista (Renneboog & Vansteenkiste, 2019).

Yrityskauppojen tekemiselle on olemassa erilaisia motiiveja ja yrityskaupalla tavoiteltavaa taloudellista lisäarvoa voi syntyä eri tavoilla. Yritysoston avulla ostava yritys voi esimerkiksi kasvattaa markkinaosuuttaan ja vähentää kilpailua markkinoillaan, tunkeutua uusille markkinoille ja laajentaa tuotevalikoimaansa tai hankkia uutta tietotaitoa (patentit, liikesalaisuudet), reaaliomaisuutta tai tuotantokapasiteettia (Katramo ym., 2013, 19; Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Teollisen yritysostajan tavoitteena on yleensä edellä mainittujen lisäksi saavuttaa synergiahyötyjä, kuten mittakaavaetuja ja toiminnan tehostamista karsimalla päällekkäisiä toimintoja, kun taas pääomasijoittajan tavoitteet liittyvät enemmän liiketoiminnan laajentamiseen ja kannattavuuden parantamiseen (Katramo ym., 2013, 20).

Yrityksen pyrkiessä toimintansa laajentamiseen tulee sen valita, haetaanko kasvua orgaanisesti eli kehittämällä liiketoimintaa itse, vai epäorgaanisesti eli yritysostojen avulla. Ostajan kannalta yritysosto liittyy markkinoiden ja/tai tuotevalikoiman laajentamiseen ja siksi yritysosto onkin luonteeltaan aina strateginen päätös. (Katramo ym., 2013, 24–25). Yritysostojen avulla yritykset pystyvät kuitenkin kasvamaan nopeammin kuin

tukeutumalla pelkästään orgaaniseen kasvuun (Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Tästä syystä yritysostot ovat houkutteleva vaihtoehto kasvua tavoitteleville yrityksille ja myös keskeinen osa tällaisten yritysten strategiaa.

Vaikka yrityskauppojen tekeminen vaatii ostavalta yritykseltä huomattavia resursseja, ovat toistuvat yritysostot keskeinen osa monen yrityksen strategiaa. Tällaiset toistuvia yritysostoja tekevät yritykset toteuttavat yleensä toisiinsa liittyvien yritysostojen sarjoja, joiden tavoitteena on tiettyjen strategisten tavoitteiden saavuttaminen (Laamanen & Keil, 2008). Lisäksi nämä yritysostot voivat olla osa erikseen suunniteltua yritysosto-ohjelmaa. Yritysosto-ohjelma on ostavan yrityksen aloittama yritysostojen ketju, jonka tavoitteena on tietyn liiketoiminnallisen tavoitteen tai markkina-aseman saavuttaminen (Laamanen, Keil & Mäkisalo, 2012). Yritysosto-ohjelmia on erilaisia riippuen niiden tavoitteista. Ohjelma voi liittyä esimerkiksi maantieteellisen laajentumiseen, toimialan konsolidointiin, tuote- tai markkinalaajennukseen, tuote- ja kehitystoimintaan tai toimialojen lähentämiseen (Laamanen ym., 2012).

Koska osa yrityksistä toteuttaa yritysostoihin pohjautuvaa strategiaa ja erillisiä yritysosto-ohjelmia, on mielenkiintoista tutkia, miten toistuvat yritysostot ovat vaikuttaneet yrityksen menestykseen ja omistaja-arvon luontiin. Tutkimuskirjallisuudessa ei ole saavutettu yhtenäistä näkemystä toistuvien yritysostojen vaikutuksesta ostavan yrityksen suorituskykyyn ja osakkeen tuottoihin, vaikka esimerkiksi Renneboog ja Vansteenkiste (2019) toteavat toistuvasti yritysostoja tekevien yritysten suorituskyvyn laskevan kauppa kaupalta. Toisaalta taas Golubov, Yawson ja Zhang (2015) havaitsivat tutkimuksessaan, että parhaimpien yritysostajien tuotot ovat ajallisesti pysyviä, eli ne tekevät toistuvasti onnistuneita yritysostoja.

Muidenkin tekijöiden kuin pelkästään tehtyjen yritysostojen määrän on havaittu vaikuttavan toistuvia yritysostoja tekevien yritysten suorituskykyyn. Näitä tekijöitä ovat esimerkiksi ostavan yrityksen koko, aiempi yritysostokokemus, toimialojen samankaltaisuus ja tehtyjen yritysostojen välinen aika. Lisäksi nämä tekijät vaikuttavat myös siihen, miten ostava yritys voi hyödyntää aiemmista yritysostoista opittuja asioita yritysostoissaan ja kehittää *yritysostokyvykkyyttä* (kohteiden valinta, integraatio, prosessit) yrityksen

sisällä (mm. Haleblan & Finkelstein, 1999; Hayward, 2002; Trichterborn ym., 2016). Tutkimustulokset eivät ole kuitenkaan yksiselitteisiä näiden tekijöiden vaikutuksista.

Toistuvien yritysostojen pidemmän aikavälin vaikutusta ostavan yrityksen suorituskykyyn ja osakkeen tuottoihin on tutkittu vielä verrattain vähän ja tutkimukset ovat keskittyneet maantieteellisesti Yhdysvaltoihin ja Iso-Britanniaan (mm. Kusewitt, 1985; Laamanen & Keil, 2008). Ilmiön tutkiminen ajallisesti ja maantieteellisesti uudella aineistolla toisi siten tarvittavaa lisänäyttöä yrityskauppojen määrän ja muiden edellä mainittujen tekijöiden vaikutuksesta näiden yritysten menestykseen. Tämän tutkielman aineisto koostuu pohjoismaisista yhtiöistä, eikä aiempia aihealueen tutkimuksia kartoittaessa löydetty vastaavaa Pohjoismaissa tehtyä tutkimusta. Maantieteellisen näytön lisäksi tutkielma tarjoaa lisää näyttöä aiheesta, josta selkeää konsensusta ei ole vielä muodostunut. Myös Renneboog ja Vansteenkiste (2019) toteavat yrityskauppojen tutkimusta kokoavassa kirjallisuuskatsauksessaan, että pitkän aikavälin evidenssin puute monelta yrityskauppatutkimuksen osa-alueelta tarjoaa merkittävän alan tulevaisuuden tutkimukselle.

Tutkittu tieto aiheesta palvelee niin yritysten johtoa kuin osakkeenomistajia. Tutkimustulokset auttavat yrityksen johtoa harkitsemaan, kannattaako kasvua tavoitella toistuvien yritysostojen turvin, vai keskittyä oman liiketoiminnan kehittämiseen. Lisäksi tutkimuksen tavoitteena on tutkia niitä tekijöitä, joiden avulla toistuviin yritysostoihin pohjautuvan strategian onnistumiseen voidaan vaikuttaa. Aihealueen tutkimustuloksista yritysten johto voi siten oppia, mitä yritysostostrategian toteuttamisessa kannattaa ottaa huomioon, jotta sen avulla pystytään luomaan arvoa yrityksen osakkeenomistajille.

Osakkeenomistajien kannalta tieto toistuvien yritysostojen vaikutuksesta ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin auttaa sijoituksen kohteena olevien yhtiöiden kriittistä arviointia. Tällaisten yritysten menestyksestä ei ole vielä niin yksiselitteistä tutkimusnäyttöä, että sijoittajat voisivat tutkittuun tietoon nojaten muodostaa näkemyksen tällaisen strategian vaikutuksesta osakkeen tuottoihin. Sen sijaan sijoittajat voivat tutkitun tiedon avulla oppia arvioimaan yritysten toteuttamien yrityskauppojen tarkoituksenmukaisuutta, ja sitä kautta tehdä päätöksen, kannattaako tällaiseen yhtiöön sijoittaa vai ei.

Yrityskauppoja on tutkittu jonkin verran myös suomalaisissa pro gradu -tutkielmissa. Tutkielmissa on kuitenkin tutkittu pääasiassa *yksittäisten* yrityskauppojen vaikutusta osakkeen tuottoihin niin lyhyellä kuin pitkällä aikavälillä (ks. Repo, 2009; Salminen, 2017; Pantsu, 2018). Joissain tutkimuksissa useita kauppoja tehneet yhtiöt on jätetty aiheistosta kokonaan pois, koska se voisi vääristää yhden kaupan vaikutusten arviointia. Aiempaa tutkimuskirjallisuutta tutkittaessa ei löydetty yhtäkään suomalaista opinnäyte-työtä tai väitöskirjaa, jossa tutkittaisiin nimenomaan toistuvien yrityskauppojen vaikutusta ostavan yrityksen suorituskykyyn ja omistaja-arvon luontiin.

1.2 Tutkielman tavoite ja keskeiset rajaukset

Tämän tutkielman ensisijaisena tavoitteena on tutkia, onko toistuvien yritysostojen määrällä vaikutusta ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin. Tutkielmassa ollaan lisäksi kiinnostuneita myös muiden muuttujien, kuten ostavan yrityksen koon, aiemman yritysostokokemuksen ja toimialojen samankaltaisuuden vaikutuksesta, koska näiden muuttujien on aiemmissa tutkimuksissa havaittu vaikuttavan toistuvia yritysostoja tekevien yritysten osakkeiden tuottoihin. Tavoitteiden selkeyttämiseksi tutkielmaa ohjaa seuraavat tutkimuskysymykset:

- 1) *Onko yritysostojen määrällä vaikutusta toistuvia yritysostoja tekevien yritysten osakkeiden tuottoihin?*
- 2) *Onko yritysostokokemuksella vaikutusta toistuvia yritysostoja tekevien yritysten osakkeiden tuottoihin?*
- 3) *Onko ostavan yrityksen ja kohdeyritysten toimialojen samankaltaisuudella vaikutusta toistuvia yritysostoja tekevien yritysten osakkeiden tuottoihin?*
- 4) *Onko ostavan yrityksen koolla vaikutusta toistuvia yritysostoja tekevien yritysten osakkeiden tuottoihin?*

Tutkielman teoreettisessa osiossa käsitellään aihealueen aiempia tutkimuksia ja niissä tehtyjä havaintoja, joiden pohjalta muodostetaan tutkielman tutkimushypoteesit. Tutkielman empiirisessä osiossa näitä hypoteeseja testataan tilastollisin menetelmin

hyödyntämällä edellä mainituissa tutkimuksissa tilastollisesti merkitseviksi havaittuja muuttujia. Tilastollisten testien avulla pyritään havaitsemaan säännönmukaisuuksia muuttujien välisissä suhteissa ja siten löytämään vastaukset edellä esitettyihin tutkimuskysymyksiin.

Hypoteesien lisäksi tutkielman teoreettisessa osiossa käsitellään motiiveja yrityskauppojen tekemiselle, yksittäisen yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavia tekijöitä ja toistuvia yritysostoja tekevien yritysten suorituskykyyn vaikuttavia tekijöitä. Yksittäisten yrityskauppojen onnistumiseen vaikuttavia tekijöitä käsitellään kuitenkin vain lyhyesti, koska tutkielman pääpaino on toistuvien yritysostojen vaikutuksessa. Tutkimuksen ulkopuolelle on rajattu yrityskaupan jälkeinen integraatioprosessi ja sen merkitys yrityskaupan onnistumiselle, koska tutkimuksessa keskitytään ostavan yrityksen ominaisuuksiin, yritysostojen määrään ja yrityskauppakohtaisiin tekijöihin. Integraatioprosessi on oma laaja tutkimusalueensa, ja integraatioprosessin onnistumisen vaikutuksen havaitseminen tietokannoista saatavalla datalla ei ole mahdollista.

Tutkielman aineisto koostuu pohjoismaisista pörssilistatuista yhtiöistä ja niiden aikavälillä 2011–2018 toteuttamista yrityskaupoista. Aineiston ulkopuolelle on rajattu yksityiset yritykset, koska datan kerääminen niiden osalta on haasteellista, eikä yksityisten yritysten osakkeille ole julkisesti määriteltyä markkina-arvoa. Lisäksi tutkielman aineisto koostuu vain yrityksistä, jotka ovat tehneet useita yritysostoja tutkitulla ajanjaksolla, joten vain yksittäisiä yritysostoja tehneet yritykset on jätetty aineiston ulkopuolelle. Toistuvia yritysostoja tehneiksi yrityksiksi on tässä tutkielmassa määritelty yritykset, jotka ovat tehneet vähintään neljä (4) yrityskauppaa tutkitulla ajanjaksolla. Tämä rajaus on tehty siitä syystä, että tarkoituksena on tutkia nimenomaan yhtiöitä, jotka ovat tehneet useita yritysostoja, ja miten tehtyjen yritysostojen määrä on vaikuttanut näiden yritysten osakkeiden tuottoihin. Tutkielman aineistoa ja siihen tehtyjä rajoituksia käsitellään vielä tarkemmin luvussa 3.1.

1.3 Tutkimusmetodologia

Tieteellisessä tutkimuksessa voidaan erottaa kaksi yleistä tutkimusstrategiaa: kvantitatiivinen, eli määrällinen tutkimus ja kvalitatiivinen, eli laadullinen tutkimus. Lisäksi monien tutkijoiden mukaan näitä tutkimusstrategioita voidaan yhdistellä keskenään, jolloin kyseessä on monimenetelmä -tutkimus. (Bryman & Bell, 2015, 37–39). Kvantitatiivisen tutkimuksen tavoite on objektiivisten teorioiden testaaminen tutkimalla muuttujien välisiä suhteita. Muuttujia taas mitataan erilaisilla mittareilla, mikä mahdollistaa numeerisen datan analysoinnin tilastollisin menetelmin. (Cresswell, 2014, 4). Tämä tutkielma pohjautuu vahvasti aiempiin aihealueen tutkimuksiin (mm. Kusewitt, 1985; Laamanen & Keil, 2008), joissa on hyödynnetty tilastollisia menetelmiä toistuvien yritysostojen vaikutuksen havaitsemiseksi. Tämä tutkielma on siten luonteeltaan kvantitatiivinen tutkimus.

Kvantitatiiviselle tutkimusstrategialle on tyypillistä deduktiivinen lähestymistapa teoriaan ja tutkimukseen, ja painotus on teorioiden testaamisessa. Lisäksi kvantitatiivinen tutkimus sisältää luonnontieteille ja positivismille tyypillisiä piirteitä ja normeja. (Bryman & Bell, 2015, 37–38). Positivismi on epistemologinen suuntaus, jonka periaatteisiin kuuluu objektiivisuus, yleistyksien tekemien havaittujen faktojen pohjalta ja teorian rooli testattavien hypoteesien tuottamisessa (Bryman & Bell, 2015, 27–28). Tämä tutkielma on tieteenfilosofisilta lähtökohdiltaan positivistinen, koska tutkielman teoreettisen osuuden tarkoituksena on muodostaa hypoteesit, joita empiirisessä osiossa testataan tilastollisin menetelmin.

Liiketaloustieteiden tutkimusotteiden jaottelussa käytetään usein Neilimon ja Näsin (1980) luomaa luokittelua, johon kuuluu neljä erilaista lähestymistapaa: käsiteanalyttinen, nomoteettinen, päätöksentekometodologinen ja toiminta-analyttinen tutkimusote (ks. Kihn & Näsi, 2017). Tämän tutkielman tutkimusote on nomoteettinen. Nomoteettisen tutkimusotteen lähestymistapa on luonnontieteidenomainen, positivistinen ja empiristinen, ja se painottaa tarvetta suurille otoksille. Tutkimusote painottaa kausaaliteettia, selittämistä ja vahvistamista, samoin kuin hypoteesien testaamista ja näytön löytämistä. Nomoteettisen tutkimusotteen keskeisiin piirteisiin kuuluu mm. yleistyksien, kuvioiden,

toistuvuuksien ja lainmukaisuuksien havaitseminen tai löytäminen. (Kihn & Näsi, 2017). Nomoteettinen tutkimusote näkyy tämän tutkielman tavoitteessa tutkia toistuvien yritysostojen vaikutusta ostavien yritysten osakkeiden tuottoihin. Tavoitteena on siten suuren otoksen ja tilastollisten menetelmien avulla havaita säännönmukaisuuksia ja tehdä yleistyksiä otoksen perusteella.

1.4 Keskeiset käsitteet

Yrityskauppa

Tässä tutkielmassa yrityskaupalla tarkoitetaan kilpailulain (948/2011) 4:21 §:n mukaan kirjanpitolain (1336/1997) 1:5 §:ssä tarkoitetun määräysvallan tai tosiasiallisen määräysvallan hankkimista, elinkeinonharjoittajan koko liiketoiminnan tai sen osan hankkimista, sulautumista ja yhteisyrityksen perustamista. Kun yrityskauppaa käsitellään ostavan yrityksen näkökulmasta, käytetään tässä tutkielmassa ajoittain termiä *yritysosto* synonyyminä yrityskaupalle.

Ostava yritys ja kohdeyritys

Ostavalla yrityksellä tarkoitetaan edellä mainitun määräysvallan tai liiketoiminnan, tai sen osan, hankkijaa. Kohdeyrityksellä taas tarkoitetaan edellä mainitun määräysvallan kohdetta tai hankittavaa liiketoimintaa tai sen osaa. Kilpailulain määritelmästä poiketen tässä tutkielmassa ostavalla yrityksellä tai kohdeyrityksellä ei viitata yhteisyrityksen perustajaan.

Toistuvia yritysostoja tekevä yritys

Toistuvia yritysostoja tekevälle yritykselle ei ole yksiselitteistä määritelmää, mutta tässä tutkielmassa toistuvia yritysostoja tekevä yritys on määritelty yritykseksi, joka on toteuttanut vähintään neljä yrityskauppaa tutkitulla ajanjaksolla (2011–2018). Tutkielmassa toistuvia yritysostoja tekevistä yrityksistä käytetään ajoittain myös nimitystä

sarjayritystostaja (*serial acquirer*) erityisesti viitattaessa englanninkielisiin tutkimuksiin, joissa se on paljon käytetty termi.

Yrityksen suorituskyky

Yrityksen suorituskyky voi tarkoittaa montaa eri asiaa, kuten operatiivista suorituskykyä tai omistaja-arvolla mitattua suorituskykyä. Useissa yrityskauppojen tutkimuksissa suorituskyvyllä tarkoitetaan yrityksen kykyä luoda omistaja-arvoa, jota mitataan yrityksen osakkeen tuotolla. Tässäkin tutkielmassa suorituskyvyllä tarkoitetaan juuri tätä kykyä luoda omistaja-arvoa.

1.5 Tutkielman rakenne

Tutkielman johdannossa on esitelty tutkielman aihe ja avattu syitä, miksi aihetta on mielenkiintoista tutkia. Lisäksi tässä pääluvussa on käsitelty tutkielman tavoite ja keskeiset tutkielman aihealueeseen tehdyt rajaukset sekä käyty läpi tutkimuksen metodologiaa. Tutkielmassa esiintyvät keskeiset käsitteet on myös avattu tässä pääluvussa.

Johdantoa seuraa tutkielman teoreettinen osio. Tässä osuudessa tarkastellaan ensimmäiseksi tutkimuskirjallisuudessa havaittuja motiiveja yrityskauppojen tekemiselle ja toistuviin yritysostoihin ryhtymiselle. Tämän osion tarkoituksena on auttaa lukijaa hahmottamaan, miksi yrityskauppoja tehdään ja millainen vaikutus yrityksen johdolla on yrityksen yrityskauppa-aktiivisuuteen. Toisessa alaluvussa käydään läpi lyhyesti yksittäisten yrityskauppojen onnistumiseen vaikuttavia tekijöitä, koska nämä tekijät vaikuttavat osittain myös toistuvia yritysostoja tekevien yritysten suorituskykyyn. Kolmannessa alaluvussa tarkastellaan toistuvien yritysostojen ja muiden siihen liittyvien tekijöiden vaikutusta ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin. Tässä alaluvussa muodostetaan myös tutkimuksen hypoteesit.

Teoreettista osiota seuraa tutkielman empiirisen osio. Kolmannessa pääluvussa esitellään tutkielman empiirinen aineisto ja aineiston perusteella muodostetut muuttujat. Lisäksi

tässä luvussa käydään läpi tutkimuksessa käytettävät tilastolliset menetelmät. Neljännessä pääluvussa esitetään empiirisen osion tilastollisten testien tulokset ja verrataan saatuja tuloksia teoreettisessa osiossa asetettuihin tutkimushypoteeseihin. Lopuksi tehdään yhteenveto tuloksista ja siitä, miten tulokset vertautuvat aiempien tutkimusten tuloksiin.

Viides ja viimeinen pääluku on Johtopäätökset ja yhteenveto. Tässä pääluvussa tehdään yhteenveto tutkimuksen havainnoista ja verrataan tutkimustuloksia aiempiin tutkimustuloksiin. Havaintojen pohjalta muodostetaan käsitys tutkimustulosten merkityksestä. Lopuksi kommentoidaan vielä tutkimuksen luotettavuutta ja rajoitteita, ja pohditaan mahdollisia aihealueen jatkotutkimusaiheita.

2 TEORIA

Tutkielman teorettinen osio jakautuu seuraavasti. Ensimmäisessä alaluvussa käsitellään yleisimpiä motiiveja yrityskauppojen tekemiselle, ja sitä, miten nämä motiivit näkyvät toistuvia yritysostoja tekevien yritysten toiminnassa. Toisessa alaluvussa käsitellään yksittäisten yrityskauppojen onnistumiseen vaikuttavia tekijöitä. Vaikka tässä tutkielmassa tutkitaan toistuvien yritysostojen vaikutusta ostavan yrityksen suorituskykyyn, vaikuttavat yksittäisten kauppojen onnistumiseen vaikuttavat tekijät myös osittain toistuvia yritysostoja tekevien yritysten suorituskykyyn.

Kolmannessa alaluvussa käsitellään toistuvien yritysostojen vaikutusta ostavan yrityksen suorituskykyyn sekä muita siihen vaikuttavia tekijöitä. Kolmannessa alaluvussa esitetään myös tutkielman tutkimushypoteesit. Hypoteesit perustuvat aiemmissä tutkimuksissa tehtyihin havaintoihin toistuvia yritysostoja tekevien yritysten osakkeiden tuottoihin ja yksittäisten yrityskauppojen onnistumiseen vaikuttavista tekijöistä. Hypoteesit toimivat pohjana tutkielman empiirisen osion tilastollisille tarkasteluille. Viimeisessä alaluvussa esitetään teoreettisen osion yhteenveto.

2.1 Yrityskauppojen motiivit

Jotta voidaan ymmärtää ja tulkita yrityskauppojen vaikutusta ostavan yrityksen suorituskykyyn, täytyy ymmärtää syitä ja motiiveja yrityskauppojen tekemiselle. Kuten tässä luvussa huomataan, motiivit yrityskaupan takana ovat mitä moninaisempia, ja niillä on merkittävä vaikutus siihen, miten yrityskaupalla onnistutaan luomaan arvoa yrityksen osakkeenomistajille. Yritysostot ovat merkittävästi resursseja vaativia toimenpiteitä, jolloin väärin perustein tai virheellisin oletuksin tehdyt yrityskaupat voivat johtaa merkittäviinkin taloudellisiin tappioihin ja omistaja-arvon tuhoamiseen.

Ensimmäisenä tässä luvussa tarkastellaan keskeisimpiä tutkimuskirjallisuudessa havaittuja motiiveja yrityskauppojen tekemiselle sekä niiden saamaa tukea empiirisistä

havainnoista. Tämän jälkeen tarkastellaan, miten nämä motiivit näkyvät tutkimuskirjallisuudessa toistuvia yritysostoja tekevien yritysten suorituskyvyssä ja osakkeiden tuotoissa.

2.1.1 Yleisimmät motiivit yrityskauppojen tekemiselle

Yrityskauppojen tekemiselle on olemassa erilaisia motiiveja ja jokainen yrityskauppa on omanlaisensa. Tutkimuskirjallisuudessa tiettyjen motiivien on kuitenkin havaittu nousevan esiin muita useammin. Esimerkiksi Berkovitch ja Narayanan (1993) nimeävät synergiamotiivin, agenttimotiivin ja hubris-hypoteesin merkittävimiksi motiiveiksi. Samankaltaiseen jaotteluun on päätytty myös Ali-Yrkkö (2002), joka jaottelee motiivit taloudellisen suorituskyvyn ja tehokkuuden parantamiseen, johdon motiiveihin ja hubris-hypoteesiin.

Synergiamotiivin ajatuksena on, että yritysostoja tehdään taloudellisten hyötyjen saavuttamiseksi, jotka syntyvät yhdistämällä kahden yrityksen resurssit yhdeksi kokonaisuudeksi (Berkovitch & Narayanan, 1993). Ajatuksena on, että tämän uuden sulautuneen yrityksen arvo on suurempi kuin erillisten yritysten arvojen summa (Ali-Yrkkö, 2002). Ali-Yrkkön mukaan synergiaedut syntyvät kustannussäästöistä niin kiinteissä kuin muuttuvissa kustannuksissa. Esimerkiksi kahden yrityksen sulautumisessa päällekkäisiä hallinnollisia tehtäviä ja IT-menoja pystytään karsimaan, mistä syntyy kustannussäästöjä. Lisäksi sulautuneen yrityksen suurempi koko voi johtaa keskimääräisen yksikköhinnan alenemiseen tuotannon kasvaessa. Tällaisia kustannussäästöjä kutsutaan *mittakaavaeduiksi*. Taloudellisia hyötyjä voidaan saavuttaa myös kasvaneen markkinavoiman kautta tai ostamalla sellaisia resursseja tai teknologiaa, joiden kehittäminen itse olisi kallista ja aikaa vievää. (Ali-Yrkkö, 2002).

Synergiamotiivi on saanut vahvaa tukea empiirisistä havainnoista. Mm. Berkovitch ja Narayanan (1993) tutkivat yrityskauppojen motiiveja tutkimalla korrelaatiota yrityskaupan kohdeyrityksen tuottojen sekä ostavan yrityksen ja kohdeyrityksen yhteenlaskettujen kokonaistuottojen välillä. He havaitsivat kokonaistuottojen olevan positiivisesti

korreloituneita kohdeyrityksen tuottojen kanssa niiden kauppohen osajoukossa, jossa kaupan kokonaistuotot olivat positiivisia. Tutkijoiden mukaan tämä havainto osoittaa synergiaetujen olevan ensisijainen motiivi yritysostoille. Seth, Song ja Pettit (2000) toteuttivat vastaavanlaisen tutkimuksen yhdysvaltalaisen yhtiöiden rajat ylittävistä yrityskaupoista koostuvalla aineistolla ja havaitsivat niin ikään synergiamotiivin olevan ensisijainen motiivi yrityskaupoille heidän aineistossaan. Mukherjee, Kiyamaz ja Baker (2004) tutkivat yrityskauppojen motiiveja yhdysvaltalaisen yritysten talousjohtajilla teetetyllä kyselytutkimuksella, ja kyselyn vastauksissa synergiaetujen saavuttaminen nostettiin kaikkein useimmiten ensisijaiseksi motiiviksi yritysostoille.

Agenttimotiivi liittyy päämies-agentti-ongelmaan eli yrityksen johdon ja sen osakkeenomistajien eriäviin intresseihin. Yrityksen johdolla saattaa olla henkilökohtaisia kannustimia kasvattaa yritystä sen optimaalista kokoluokkaa suuremmaksi, koska kasvu lisää johdon vaikutusvaltaa lisääntyneiden resurssien kautta ja johdon kannustinjärjestelmät on usein sidottu yrityksen kasvuun (Jensen, 1986). Agenttimotiivin taustalla onkin ajatus siitä, että yrityksen johto tekee yrityskauppoja maksimoidakseen oman hyötynsä yrityksen omistajien kustannuksella (Berkovitch & Narayanan, 1993).

Agenttimotiiviin liittyy läheisesti niin sanottu imperiumin rakentamisteoria (*empire building*). Teorian mukaan yrityksen johto rakentaa omaa imperiumiaan ansaitakseen suurempia bonuksia, vaikutusvaltaa ja arvovaltaa, ja nämä edut ovat usein yhteydessä yrityksen kokoon ja kasvuvauhtiin (Ali-Yrkkö, 2002). Mm. Trautwein (1990) toteaa yrityskauppojen motiiveja tarkastelevassa katsauksessaan, että *empire building* -teoria on saanut vahvaa tukea tutkimuskirjallisuudessa.

Jensenin (1986) mukaan agentti-ongelma on vakavampi niissä yhtiöissä, jotka pystyvät tuottamaan jatkuvasti paljon vapaata kassavirtaa. Tällaisten yritysten johdon on valittava, jaetaanko kertyneitä voittovaroja osinkoina omistajille vai käytetäänkö varat investointeihin. Yritysostot ovat yksi tapa investoida kertyneitä varoja, ja Jensenin teorian mukaan merkittävästi vapaata kassavirtaa tuottavat yhtiöt ryhtyvät todennäköisemmin arvoa tuhoaviin yrityskauppoihin. Jensenin teoria saa tukea Harfordin (1999) tutkimuksesta hänen havaitessaan, että suuria kassavaroja omaavat yrityksen ryhtyvät muita

todennäköisemmin yrityskauppoihin ja näiden yritysten tekemät kaupat ovat omistaja-arvoa tuhoavia.

Agenttimotiiviin ja imperiumin rakentamisteoriaan liittyen tutkimuskirjallisuudessa on havaittu toimitusjohtajan vaikutusvallan ja bonusjärjestelmien vaikuttavan yrityksen tekemien yritysostojen kokoluokkaan. Grinstein ja Hribar (2004) havaitsivat johdon ansaitsevan sitä suurempia bonuksia mitä suurempia yritysostoja he toteuttivat, ja paljon vaikutusvaltaa omaavat toimitusjohtajat tekivät muita todennäköisemmin yhtiön kokoon nähden suuria yritysostoja. Tuloksista voidaan havaita, että toimitusjohtajalla on selkeitä kannustimia toteuttaa suuria yritysostoja ja vaikutusvaltaiset toimitusjohtajat haluavat kasvattaa vaikutusvaltaansa entisestään. Agenttimotiivi on saanut tukea myös Berkovitchin ja Narayananin (1993) tutkimuksesta, sillä he havaitsivat agenttimotiivin olevan keskeisenä motiivina osajoukossa, jossa ostaja- ja kohdeyrityksen kokonaistuotot olivat negatiiviset. Myös Seth ym. (2000) havaitsivat johdon motiivien olevan keskeisimpänä ajurina omistaja-arvoa tuhoavissa yrityskaupoissa.

Tutkimustuloksista on saatu viitteitä siitä, että omistaja-arvon luomisen kannalta yhtiön on parempi ostaa yksityisiä yrityksiä ja välttää julkisesti noteerattujen yhtiöiden ostamista (ks. Luku 2.2). Tästä huolimatta osa johtajista, joille on keskittynyt paljon määräysvaltaa (ns. *entrenched managers*), välttää yksityisten yritysten ostamista erityisesti osakevaihdolla, eli maksamalla kauppahinnan yhtiön osakkeilla (Harford, Humphery-Jenner & Powell, 2012). Nämä ns. diktaattorijohtajat pelkäävät, että kaupan seurauksena yhtiöön syntyy uusi suuromistaja, joka uhkaa diktaattorijohtajan määräysvaltaa ja asemaa yhtiössä. Johdon henkilökohtaisena motiivina on vaikutusvaltaisen asemansa säilyttäminen, mikä voi huonojen yrityskauppojen kautta vaikuttaa negatiivisesti yhtiön osakkeen tuottoihin. Harford ym. (2012) toteavatkin vaikutusvaltaisten johtajien tekemien yritysostojen tuhoavan omistaja-arvoa juuri edellä mainituista syistä.

Hubris-hypoteesin mukaan yhtiön johto yliarvioi oman kykynsä luoda arvoa yritysoston avulla ja tästä syystä johto ryhtyy yrityskauppoihin, joiden synergiaedut ovat kyseenalaisia ja kauppahinta liian korkea (Roll, 1986). Yrityksen johto tekee siten virheen arvioidessaan kohdeyrityksen arvoa (Ali-Yrkkö, 2002; Berkovitch & Narayanan, 1993).

Esimerkiksi ostavan yrityksen johto voi kuvitella kauppaan liittyvän mahdollisia synergiaetuja, joita ei todellisuudessa ole. Tällöin yritysostosta maksettava preemio on todellisuudessa vain tulonsiirto ostavan yrityksen omistajilta kohdeyrityksen omistajille, jolloin yrityskaupan kummankin osapuolen yhteenlasketut tuotot ovat nolla. (Ali-Yrkkö, 2002).

Billett ja Qian (2008) havaitsivat yrityksen johdon ryhtyvän todennäköisemmin uusiin yrityskauppoihin, mikäli johdon aiemmin toteuttamat yrityskaupat ovat olleet onnistuneita. Lisäksi tutkijat havaitsivat toimitusjohtajien ostavan enemmän johtamansa yhtiön osakkeita ennen ensimmäistä seuraavia yrityskauppoja kuin ennen ensimmäistä kauppaa. Tämä liika itseluottamus johtuu niin kutsutusta *self-attribution bias* -ilmiöstä, mikä voi selittää, miksi yhtiön johto ryhtyy uusiin yrityskauppoihin, joiden vaikutus omistaja-arvoon voi olla jopa negatiivinen (Billett & Qian, 2008).

2.1.2 Toistuvien yritysostojen taustalla olevat motiivit

Edellä käsiteltiin motiiveja yritysostojen tekemiselle. Samat motiivit selittävät usein myös sitä, miksi jotkut yritykset tekevät toistuvia yritysostoja. Tutkimuskirjallisuudessa on havaittu mm. johdon henkilökohtaisten motiivien (agenttimotiivi) ja hubris-hypoteesin selittävän toistuvia yritysostoja tekevien yritysten käyttäytymistä. Esimerkiksi Renneboog ja Vansteenkiste (2019) toteavat yrityskauppojen tutkimusta yhteen kokoavassa kirjallisuuskatsauksessaan, että tutkimusten perusteella sarjayritysostajien suorituskyky näyttäisi laskevan kauppa kaupalta, ja suurin syy tähän näyttäisi olevan toimitusjohtajien liika itseluottamus. Tutkimuksissa tehdyt havainnot sarjayritysostajien motiiveista perustuvatkin yleensä yritysten tekemien perättäisten yritysostojen onnistumisen vertailuun.

Ismail (2008) tutki eroja yksittäisten ja säännöllisten yritysostajien tuotoissa yhdysvaltalaisilla yrityksillä ja havaitsi, että ensimmäisessä yritysostossaan onnistuneiden yritysten seuraavat yritysostot johtivat kauppa kaupalta heikentyviin tuottoihin. Ismailin mukaan tämä laskeva trendi tuotoissa viittaa hubris-hypoteesin mukaiseen käyttäytymiseen. Vastaavanlaisiin tuloksiin päätyivät myös Al Rahahleh ja Wei (2012), jotka tutkivat sarjayritysostajien osaketuottoja kehittyvien markkinoiden aineistolla, joka sisälsi yhtiöitä

yhteensä 17 maasta. Myös he havaitsivat laskevan trendin sarjayritystajien tekemien kauppojen lyhyen aikavälin tuotoissa, eli ensimmäistä yritysostoa seuraavien ostojen tuotot jäivät aina edellistä ostoa pienemmiksi. Tämä trendi oli erityisen vahva ensimmäisen yrityskaupan ollessa onnistunut. Tutkijoiden näkemyksen mukaan heidän tuloksensa antavat jonkin asteista tukea hubris-hypoteesille.

Nour Adel ja Alkaraan (2019) tutkivat vuosina 2000–2009 tehtyjä yrityskauppoja Iso-Britannian listatuilla yrityksillä. He havaitsivat, että säännöllisten yritysostajien tuotot olivat jonkin verran positiivisia, mutta kuitenkin pienempiä kuin epäsäännöllisten yritysostajien tuotot. Tämä tulos päti niin kotimaisiin kuin rajat ylittäviin yrityskauppoihin. Tutkijat argumentoivat, että aiemmissakin tutkimuksissa havaittu *self-attribution bias* ja johdon liika itseluottamus voivat selittää säännöllisten yritysostajien pienempiä epänormaaleja tuottoja. Tutkijoiden mukaan liika itseluottamus näkyy siten, että johto aliarvioi kauppaan liittyvät mahdolliset riskit ja yliarvioi mahdolliset hyödyt.

Myös agenttimotiivin on havaittu vaikuttavan toistuvia yritysostoja tekevien yritysten käyttäytymiseen. Esimerkiksi Mishra (2020) tutki johdon kompensaation ja yritysostojen määrän välistä yhteyttä ja havaitsi positiivisen yhteyden yritysostojen määrän (*acquisition rate*) ja johdon kompensaation määrän välillä, eli kompensaatio kasvoi yritysostojen määrän kasvaessa. Tutkimuksen aineistossa johdon rahallinen kompensaatio kasvoi nimenomaan niinä vuosina, jolloin yrityskauppa oli toteutettu. Mishra (2020) havaitsi myös, että säännöllisten yritysostajien johtajien osakepohjainen kompensaatio oli suurempi kuin vähemmän aktiivisten ostajien johtajilla. Osakepohjaisen kompensaation ollessa korkea on toimitusjohtajan intressinä osakekurssin nousu, jolloin toimitusjohtaja voi pyrkiä voimakkaampaan kasvuun yritysostojen avulla.

Tutkimuksissa havaitut selitykset toistuvia yritysostoja tekevien yritysten väheneville tuotoille liittyvät vahvasti yrityksen johdon motiiveihin tai omien kykyjen yliarviointiin. Vaikuttaakin siltä, että näiden tekijöiden vaikutus omistaja-arvon luomiseen yrityskaupoilla on negatiivinen. Monet yritykset tekevät kuitenkin toistuvia yritysostoja, joiden tavoitteena on tiettyjen strategisten tavoitteiden saavuttaminen (Laamanen & Keil, 2008). Usein nämä toistuvat yritysostot ovat osa erikseen lanseerattua yritysosto-ohjelmaa.

Yritysosto-ohjelma on toisiinsa liittyvien yritysostojen joukko, joiden perustana on selkeä liiketoiminnallinen logiikka. Lisäksi hyvin perusteltu yritysosto-ohjelma selkeyttää tämän liiketoiminnallisen logiikan, jonka avulla yritysostot yksin ja yhdessä luovat arvoa osakkeenomistajille. (Chatterjee, 2009). Chatterjee (2009) toteaa, että toistuvat yritysostot, jotka ovat osa tällaista hyvin suunniteltua yritysosto-ohjelmaa, menestyvät irrallisia ja satunnaisia yritysostoja paremmin.

Chatterjee (2009) listaa tutkimuksessaan kolme avaintekijää, joiden avulla yritysosto-ohjelma voidaan toteuttaa onnistuneesti. Ensimmäinen on markkinoiden tehottomuuksien hyödyntäminen, johon liittyy mm. *deal flown* kasvattaminen pyrkimällä suosituksi valinnaksi yrityksen myyntiä harkitsevien silmissä (*acquirer-of-choice*) ja ostojen kohdentaminen pieniin yksityisiin yrityksiin. Toisena on molempia osapuolia hyödyttävien kauppajen tavoittelu, jonka tavoitteena on kohdeyrityksen avainhenkilöiden sitouttaminen ja pienemmän preemion maksaminen (erityisesti pienissä yksityisissä yrityksissä). Kolmantena avaintekijänä on pysyminen hyväksi todetuissa prosesseissa kuten yritysosto- ja integraatioprosesseissa. Chatterjeen (2009) mukaan yritysosto-ohjelmat epäonnistuvat, mikäli olemassa olevista ostokohteen kriteereistä joustetaan tai hankinnoilla ei ole selvää logiikkaa liiketoiminnan kannalta. Seuraamalla liiketoiminnallista logiikkaa ja noudattamalla hyväksi todettuja prosesseja, yritysosto-ohjelmilla pystytään kuitenkin luomaan omistaja-arvoa.

2.2 Yrityskauppojen onnistumiseen vaikuttavat tekijät

Yrityskauppojen vaikutusta ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin voidaan tutkia eri tavoilla. Tutkimuskirjallisuudessa esiintyy paljon lyhyen aikavälin arvon muutoksiin keskittyviä tutkimuksia, joissa tutkitaan yrityskaupan ilmoittamisen vaikutusta (*announcement effect*) niin ostavan yrityksen kuin kohdeyrityksen osakkeen arvoon (Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Näissä tutkimuksissa keskitytään nimensä mukaisesti siihen, miten osakkeenomistajat reagoivat ilmoitusta seuraavien päivien aikana uutiseen yrityskaupasta. Toinen yleinen tapa on tutkia yrityskauppojen vaikutusta yhtiön osakkeen arvoon pidemmällä aikavälillä, jolloin aikahorisontti on yleensä kahdesta kolmeen vuotta

yrittyskaupan ilmoittamisen jälkeen (Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Tällöin keskittään yrittyskaupan pidemmän aikavälin vaikutuksiin ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin. Nämä pidemmän aikavälin tutkimukset ottavat kantaa siihen, onko yrittyskaupalla onnistuttu luomaan lisäarvoa osakkeenomistajille parempien osakkeen tuottojen muodossa.

Fuller, Netter ja Stegemoller (2002) tutkivat useita yrittyskauppoja tehneiden Yhdysvaltalaisien yhtiöiden osakkeiden tuottoja ilmoituspäivän ympärillä ja havaitsivat, että ostavan yrityksen osakkeen tuotot olivat positiivisia hankinnan kohteen ollessa yksityinen yhtiö tai listatun yhtiön tytäryhtiö, ja negatiivisia kohteen ollessa listattu yhtiö. Fullerin ym. mukaan yksityiset yritykset toimivat epälikvideimmillä markkinoilla kuin listayhtiöt, jolloin ostava yritys saa hankittua kohteen parempaan hintaan ”likviditeettialennuksen” myötä. Lisäksi Fuller ym. havaitsivat, että yksityisten yritysten tai tytäryhtiöiden ostojen positiiviset tuotot olivat suuremmat, mikäli kauppa maksettiin ostavan yrityksen osakkeilla.

Vastaavanlaisia tuloksia on saatu myös Iso-Britannian yhtiöistä koostuvalla aineistolla, kun Conn, Cosh, Guest, ja Hughes (2005) havaitsivat tutkimuksessaan, että yksityisten yritysten ostaminen johti positiivisiin ilmoituspäivän epänormaaleihin tuottoihin, ja negatiivisiin kohteen ollessa listattu yhtiö. Kohteen ollessa listattu yhtiö olivat epänormaalit tuotot negatiivisia myös pitkällä aikavälillä (36 kk kaupasta), mutta yksityisten yritysten osalta tulokset eivät olleet tilastollisesti merkitseviä. Myös Conn ym. uskovat likviditeettialennuksen selittävän positiivisia ilmoituspäivän tuottoja kohteen ollessa yksityinen yritys.

Antoniou, Petmezas ja Zhao (2007) tutkivat säännöllisten yrittysostajien lyhyen ja pitkän tähtäimen tuottoja Iso-Britannian yhtiöillä. He havaitsivat, että lyhyellä tähtämellä ostajayritykset nauttivat positiivisista epänormaaleista tuotoista kohteen ollessa yksityinen tai tytäryhtiö, mikä on linjassa Fullerin ym. (2002) havaintojen kanssa. Pidemmällä tähtämellä ostavien yritysten epänormaalit tuotot jäivät kuitenkin tappiolle (negatiiviseksi) riippumatta siitä, oliko kohdeyritys yksityinen tai julkinen yhtiö. Tutkijoiden mukaan heidän tuloksensa indikoivat, että lyhyellä tähtämellä markkinat ylireagoivat

yrityskauppautiseen, mutta tämä ylireagoinnin aiheuttama muutos osakkeen hinnassa korjaantuu asteittain pitkällä aikavälillä. Tutkijat huomauttavatkin, että lyhyen tähtäimen osakekurssin reaktio voi johtua väärinhinnoittelusta ja olla vain illuusio markkinoiden tehokkuudesta. Tutkijoiden mukaan todellisia taloudellisia hyötyjä ei pystytä arvioimaan lyhyen tähtäimen tuottojen perusteella.

Yritysostojen suuntaaminen yksityisiin yrityksiin listattujen yhtiöiden sijaan vaikuttaisi tutkimuskirjallisuuden perusteella olevan kannattavampi vaihtoehto ostavan yrityksen osakkeenomistajien kannalta. Ilmiö on havaittu selkeimmin ilmoituspäivän tuottojen osalta, mutta pidemmän aikavälin vaikutuksesta ostavan yrityksen tuottoihin näyttö ei ole yhtä vahvaa. Kuten Antoniou ym. (2007) tutkimuksessaan huomauttavat, ilmoituspäivän tuotoista ei välttämättä voida päätellä todellisia taloudellisia hyötyjä, joten pidemmän aikavälin johtopäätöksiin pitää suhtautua varauksella.

Conn ym. (2005) havaitsivat tutkimuksessaan myös, että sekä lyhyen että pitkän aikavälin tuotot olivat kokonaisuudessaan pienemmät rajat ylittävissä yrityskaupoissa kuin kotimaan sisällä tehdyissä kaupoissa. Tosin merkittävimmät erot tuotoissa selittyivät kuitenkin sillä, oliko kohde yksityinen vai listattu yhtiö. Myös Aw ja Chatterjee (2004) havaitsivat tutkimuksessaan, että isobritannialaisyriyten tekemät kotimaiset yrityskaupat onnistuivat paremmin kuin kansainväliset kaupat (kohteet Yhdysvalloissa ja Euroopassa). Paremmin onnistumien tarkoitti kuitenkin heidän tutkimuksessaan vähiten huonoa menestystä, sillä epänormaalit tuotot jäivät jokaisessa tutkitussa joukossa negatiivisiksi.

Connin ym. (2005) ja Awin ja Chatterjeen (2004) tutkimustulosten perusteella vaikuttaisi siltä, että yrityskaupan kansainvälisyydellä on jonkin verran vaikutusta yrityskaupan onnistumiseen. Aw ja Chatterjee (2004) argumentoivatkin, että ulkomaiset ostajat eivät välttämättä ole täysin tietoisia kohdeyrityksen markkinoiden erikoispiirteistä ja muista arvonnäilyksen kannalta olennaisista tekijöistä, jolloin ostajat saattavat maksaa liian korkeita preemioita. Myös kohdeyrityksen maan kulttuuri, kieli, poliittinen tilanne ja kirjanpitoperiaatteet saattavat tutkijoiden mukaan vaikuttaa yrityskaupan onnistumiseen.

Edellä käsitellyissä tutkimuksissa tutkittiin yrityskaupan kohdeyritykseen liittyvien tekijöiden vaikutusta kaupan onnistumiseen. Kuitenkin myös ostavan yrityksen ominaisuudet vaikuttavat yrityskaupan onnistumiseen. Esimerkiksi Moeller, Schlingemann ja Stulz (2004) havaitsivat pienten yritysten ilmoittamien yrityskauppojen johtavan selvästi positiivisiin epänormaaleihin tuottoihin, kun taas suurten yritysten ilmoittamat kaupat aiheuttivat tappioita osakkeenomistajille. Tutkijoiden mukaan selityksenä ilmiölle voi olla se, että pienten yritysten yrityskauppojen kohteena on useammin yksityinen kuin listattu yhtiö, minkä mm. Fuller ym. (2002) havaitsivat vaikuttavan positiivisesti ostavan yrityksen tuottoihin. Moeller ym. (2004) toteavat myös, että hubris-hypoteesi voi selittää suurten yritysten tekemien kauppojen aiheuttamia varallisuustappioita niiden osakkeenomistajille.

Moellerin ym. (2004) tulokset saavat vahvistusta myös Jansenin, Sanningin ja Stuarthin (2015) toteuttamasta tutkimuksesta heidän havaitessaan pienten yritysten tekemien kauppojen tuottavan positiivisia epänormaaleja tuottoja ja suurten yritysten tuhoavan omistaja-arvoa. He vahvistavat hubris-ilmiön vaikutuksen suurten yritysten päätöksentekoon, mutta argumentoivat myös, että pienet ja keskisuuret yritykset tekevät synergiaeduiltaan parempia yritysostoja. Näiden tutkimustulosten perusteella vaikuttaisikin siltä, että pienemmät yritykset onnistuvat suuria yrityksiä paremmin luomaan omistaja-arvoa yritysostoilla.

Suurten yritysten tekemiin yrityskauppoihin liittyy myös myöhempi Moellerin, Schlingemannin ja Stulzin (2005) tutkimus. Tutkijat havaitsivat, että Yhdysvalloissa vuosina 1998–2001 tehdyt yrityskaupat aiheuttivat osakkeenomistajille merkittävät dollarimääräiset tappiot. Tämä on mielenkiintoista siksi, että samaan aikaan tasaisesti painotetut keskimääräiset epänormaalit tuotot olivat prosentuaalisesti positiivisia, ja suuret dollari-määräiset tappiot johtuivat pienestä osasta yrityskauppoja, joiden tappiot olivat todella suuret. Tutkitulla aikavälillä tehdyistä 4 136 yrityskaupasta 87 kauppaa oli suurten tappioiden kauppia, joissa osakkeenomistajien tappiot olivat yli miljardi dollaria. Moeller ym. (2005) toteavat myös, että nämä yrityskaupat, jotka tuottivat suurimmat tappiot ostavan yrityksen osakkeenomistajille, olivat sarjayritysostajien tekemiä.

Tekijöitä, jotka selittävät yksittäisten yrityskauppojen onnistumista ostavan yrityksen näkökulmasta on tutkittu paljon. Yrityskaupan ilmoituspäivän epänormaalit tuotot ovat yleisesti ottaen olleet heikompia, mikäli kaupan kohteena on listattu yhtiö. Pidemmän tähtäimen havainnot epänormaaleista tuotoista eivät ole kuitenkaan yhtä yksiselitteisiä, vaan tutkimuksissa on tehty erilaisia havaintoja. Lisäksi yrityskaupan kansainvälisyyden ja ostavan yrityksen koon on havaittu vaikuttavan yrityskaupan onnistumiseen.

2.3 Toistuvia yritysostoja tekevien yritysten suorituskykyyn vaikuttavat tekijät

Edellä käsiteltiin keskeisimpiä motiiveja yrityskauppojen tekemiselle ja yksittäisten yrityskauppojen onnistumiseen vaikuttavia tekijöitä. Tässä osiossa keskitytään yrityksiin, jotka tekevät toistuvia yritysostoja usein lyhyen aikavälin sisällä. Näille yrityksille yrityskaupat ovat keskeinen keino strategisten tavoitteiden saavuttamisessa, ja nämä yritykset toteuttavat usein myös erillisiä yritysosto-ohjelmia (Laamanen & Keil, 2008). Yritysosto-ohjelma on ostavan yrityksen aloittama yritysostojen ketju, jonka tavoitteena on tietyn liiketoiminnallisen tavoitteen tai markkina-aseman saavuttaminen (Laamanen ym., 2012).

Toistuvia yritysostoja tekeviä yrityksiä ja niiden toteuttamia yritysosto-ohjelmia tutkittaessa tarkastelun keskiöön nousevat ostavaan yritykseen ja sen yritysostostrategiaan liittyvät tekijät. Tässä luvussa käsitelläänkin näitä tekijöitä, jotka vaikuttavat toistuvia yritysostoja tekevien yritysten suorituskykyyn ja niiden osakkeiden tuottoihin. Lisäksi luvussa käsiteltyjen tutkimusten ja niissä tehtyjen havaintojen pohjalta muodostetaan tämän tutkielman tutkimushypoteesit.

2.3.1 Yritysostojen keskimääräinen määrä

Tutkielman ensimmäinen hypoteesi liittyy siihen, miten yritysostojen määrä vaikuttaa toistuvia yritysostoja tekevän yrityksen suorituskykyyn. Kusewitt (1985) tutki usean eri

yritysostostrategian osa-alueen vaikutusta ostavien yritysten pitkän aikavälin suorituskykyyn. Hän nimesi tutkimuksessaan seitsemän keskeistä tekijää: kohdeyrityksen suhteellinen koko verrattuna ostavaan yritykseen, yritysostojen keskimääräinen määrä, toimialojen samankaltaisuus, yritysoston ajoitus, maksutapa, kohdeyrityksen kannattavuus ja maksettu hinta. Tutkimuksessaan Kusewitt havaitsi kaikkien edellä mainittujen tekijöiden maksettua hintaa lukuun ottamatta vaikuttavan tilastollisesti merkitsevästi yrityksen suorituskykyyn, jota mitattiin koko pääoman tuottoasteella (ROA) ja osakkeen tuotolla (market return). Toimialojen samankaltaisuus ja kohdeyrityksen kannattavuus olivat positiivisessa yhteydessä suorituskykyyn, kun taas muiden tekijöiden muuttujien osalta havaittiin negatiivinen yhteys.

Kusewitt (1985) käytti tutkimuksessaan yritysostojen määrää kuvaavana muuttujana yksinkertaisesti yritysostojen keskimääräistä vuosittaista määrää tarkastellulla ajanjaksolla. Tämän muuttujan ja kummankin käytetyn suorituskyvyn mittarin välillä oli vahva negatiivinen yhteys. Kun muuttujaa mukautettiin ostavan yrityksen kokoon nähden, oli negatiivinen yhteys vielä voimakkaampi. Kusewitt toteaaakin, että liian nopea yritysostojen tahti voi johtaa niin sanottuun yrityksen ruuansulatushäiriöön (*corporate indigestion*), joka on todellinen riski yritysosto-ohjelman onnistumiselle. Toisaalta liian harvoin tehdyt yritysostot voivat johtaa aiemmista kaupoista opittujen asioiden unohtamiseen, ja edellisessä yritysostossa mukana olleet avainhenkilöt ovat voineet jättää organisaation.

Laamanen ja Keil (2008) tutkivat sarjayritysostajien osakkeiden tuottojen kehitystä kymmenen vuoden ajanjaksolla. Päämuuttujina he käyttivät yritysostojen keskimääräistä määrää, sen vaihtelua, yritysostokokemusta, ostavan yrityksen kokoa ja yritysosto-ohjelman laajuutta. Lisäksi he käyttivät kontrollimuuttujina mm. maksutapaa, kohteen ja ostajan samankaltaisuutta, yksityisten yritysten osuutta ostetuista yrityksistä ja kansainvälisten yritysostojen osuutta. Laamanen ja Keil (2008) havaitsivat, että yritysostojen keskimääräinen määrä (*acquisition rate*) ja sen vaihtelu vaikuttivat negatiivisesti ostavan yrityksen osakkeen arvoon. Yritysosto-ohjelman (*acquisition program*) laajuus ja ostavan yrityksen koko pienensivät kuitenkin tätä negatiivista vaikutusta.

Laamanen ja Keil (2008) määrittivät yritysostojen keskimääräisen määrän Kusewittin (1985) tavoin yritysostojen keskimääräiseksi vuosittaiseksi määräksi. Tutkijoiden mukaan yritysostojen määrä vaikuttaa yrityksen suorituskykyyn yritysostokyvykkyyden kehittymisen kautta. Tämä kyvykkyys koostuu organisaation tiedoista, taidoista ja prosesseista, joilla yritysostoja toteutetaan. Yritysostojen tekeminen auttaa kyvykkyyden kehittämisessä, mutta näiden kyvykkyyksien kehittyminen vaatii myös aikaa. Tutkijat argumentoivatkin, että yritysostojen keskimääräisen määrän ollessa korkea, yritykselle jää liian vähän aikaa yritysostokyvykkyyden kehittämiseen ja päätelmien tekemiseen edellisten ostoprosessien onnistumisista ja epäonnistumisista.

Hayward (2002) havaitsi tutkimuksessaan, että yritysostojen välisen ajan suhde yrityksen suorituskykyyn oli U:n muotoinen, eli liian lyhyt tai liian pitkä aikaväli yritysostojen välillä vaikutti negatiivisesti ostavan yrityksen suorituskykyyn. Hänen mukaansa liian pitkä aikaväli voi johtaa opittujen asioiden ”unohtamiseen”, kun taas liian lyhyellä aikavälillä aiemmasta yritysostoprosessista oppiminen ja johtopäätösten vetäminen ei ole välttämättä mahdollista. Chaon (2018) tutkimuksesta käy niin ikään ilmi, että sarjayritysostajien tekemien yritysostojen välisellä ajalla on selvä vaikutus yrityksen suorituskykyyn ja tämä vaikutus on käännetyn U:n muotoinen, eli keskimääräinen tahti johti parhaimpaan suoritukseen, mikä on linjassa Haywardin (2002) tulosten kanssa.

Yritysostojen määrän vaikutus yrityksen suorituskykyyn vaikuttaisi edellä käsiteltyjen tutkimusten valossa olevan monitulkintainen. Yrityksen on tehtävä yritysostoja säännöllisesti, mikäli se haluaa kerryttää kokemusta yritysostoprosessista ja kehittyä hyväksi yritysostajaksi. Toisaalta yritysostojen välisen ajan ollessa liian lyhyt, eivät edellisen yritysostoprosessin onnistumiset ja epäonnistumiset ole vielä välttämättä havaittavissa. Tällaisessa tilanteessa oppimista ja osaamisen kehittymistä ei ole vielä ehtinyt tapahtua ennen seuraavan ostoprosessin alkamista.

Hayward (2002) ja Chao (2018) havaitsivat keskimääräisen yritysostojen tahdin johtavan parhaaseen suorituskykyyn. Kusewitt (1985) sekä Laamanen ja Keil (2008) sen sijaan havaitsivat tutkimuksissaan yritysostojen keskimääräisen vuosittaisen määrän vaikutuksen olevan negatiivinen, eli mitä korkeampi määrä sitä negatiivisempi vaikutus yrityksen

suorituskykyyn. Koska tämän tutkielman empiirisessä osiossa käytetään tätä samaa muuttujaa ilmiön tutkimiseen, oletetaan sen vaikutuksen olevan negatiivinen perustuen Kusewittin (1985) ja Laamasen ja Keilin (2008) havaintoihin. Siten tutkielman ensimmäinen tutkimushypoteesi on:

Hypoteesi 1: Yritystojen keskimääräisellä määrällä on negatiivinen vaikutus ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin.

2.3.2 Yritystokokemus ja oppimishypoteesi

Useita yritystojia tekevät yritykset saattavat kehittyä taitavimmiksi yritystojiksi ja siten hyötyä tästä osaamisen kehittymisestä myöhemmissä yritystojissaan. Samalla näiden yritysten integraatiokustannukset kuitenkin kasvavat niiden kasvaessa suuremmiksi ja monimuotoisemmiksi. (Aktas, de Bodt, & Roll, 2013). Näin ollen yrityksen aiempi yritystokokemus ei automaattisesti takaa sitä, että seuraavat yrityskaupat olisivat onnistuneita. Tutkielman toinen hypoteesi liittyykin aiemman yritystokokemuksen merkitykseen. Yritystokokemuksen vaikutus ostavan yrityksen suorituskykyyn on yritystojen keskimääräisen määrän tavoin monitulkintainen aihe, ja tutkimuksissa on saatu erilaisia havaintoja tästä vaikutuksesta.

Haywardin (2002) tutkimuksen mukaan yritykset voivat oppia aiemmasta yritystokokemuksestaan jos: 1) kohteet eivät ole liian samanlaisia tai liian erilaisia aiempien ostokohteiden kanssa, 2) aiemmat kaupat ovat johtaneet pieniin, mutta eivät liian suuriin tappioihin, 3) peräkkäisten yritystojen välillä ei ole liian lyhyt tai pitkä aikaväli. Haywardin mukaan suuret tappiot aiemmasta ostosta viittaavat johdon kyvyttömyyteen tehdä yritystojia, jolloin omistajat eivät halua johdon ryhtyvän uusiin yritystojihin. Onnistunut aiempi yritysosto sen sijaan jättää johdon tyytyväiseksi suoriutumiseen ostoprosessissa, jolloin oppimista ei tapahdu.

Aktas ym. (2013) havaitsivat laskevan trendin sarjayritystojien peräkkäisten yritystojien välisessä ajassa, mikä tutkijoiden mukaan antaa tukea oppimishypoteesille. Yritykset kerryttävät aluksi kokemusta yrityskaupprosessista, minkä jälkeen ne pystyvät

vähitellen tekemään ostoja nopeammalla tahdilla. Oppimisen vaikutus oli tutkijoiden mukaan erityisen vahva perättäisissä yritysostoissa, jotka olivat osa yritysosto-ohjelmaa. Myös Aktas, de Bodt ja Roll (2009) argumentoivat, että oppimishypoteesi voi selittää sarjayritysostajien epänormaalien tuottojen laskevaa trendiä kauppa kaupalta, toisin kuin aiemmissa tutkimuksissa selitykseksi tarjottu hubris-hypoteesi.

Haleblian ja Finkelstein (1999) tutkivat yritysostokokemuksen vaikutusta yritysostajien suorituskykyyn behavioraalisen oppimisteorian kontekstissa. He havaitsivat U:n muotoisen tilastollisesti merkitsevän vaikutuksen, eli parhaiten suoriutuneita olivat ne ostavat yritykset, joilla ei ollut lainkaan yritysostokokemusta ja ne yritykset, joilla kokemusta oli paljon. Myös yrityksen ostamien yritysten samankaltaisuus (*target-to-target similarity*) vaikutti siihen, oliko kokemuksen vaikutus positiivinen vai negatiivinen. Yritystoston kohteen ollessa erilainen aiempiin kohteisiin verrattuna oli yritysostokokemuksen vaikutus suorituskykyyn negatiivinen, ja kohteiden ollessa samankaltaisia oli kokemuksen vaikutus positiivinen.

Haleblianin ja Finkelsteinin (1999) mukaan ensimmäisen yritysostonsa tehneet yritykset voivat virheellisesti hyödyntää tästä ensimmäisestä ostosta saatuja oppeja seuraavassa ostossa, vaikka ostokohteet eivät olisi samankaltaisia yrityksiä. Kokeneemmat yritykset sen sijaan osaavat tunnistaa, milloin edeltävistä yritysostoista saadut opit ja toimintatavat ovat yleistettävissä seuraaviin yritysostoihin. Näin ollen yritykset, jotka tekevät useita yritysostoja *saman* toimialan sisällä hyötyvät aiemmasta yritysostokokemuksestaan. Haleblianin ja Finkelsteinin aineistossa suurimmassa osassa yrityskaupoista kohde oli aiempiin kohteisiin verrattuna erilainen, mikä selittää sitä, miksi juuri kokemattomat (ei yleistettäviä kokemuksia) ja kokeneimmat (ymmärtävät kohteiden erilaisuuden aiheuttamat erot toimintatapoihin) yritysostajat suoriutuivat parhaiten.

Zollo ja Singh (2004) tutkivat johdon oppimisprosessin ja yritysoston jälkeisten integraatiopäätösten vaikutusta yritysostomenestykseen Yhdysvaltojen pankkisektorilla. Heidän tuloksissaan kertyneellä yritysostokokemuksella ei ollut tilastollisesti merkitsevää vaikutusta ostavan yrityksen suorituskykyyn. Sen sijaan aiemman tiedon ja opin koontamisella (*knowledge codification*), eli kuinka hyvin yritys kehittää työkaluja ja tietojärjestelmiä

yritysostoprosessin hallintaan aiemman yritystokokemuksen pohjalta, oli vahva ja positiivinen vaikutus ostavan yrityksen suorituskykyyn. Zollo ja Singh (2004) argumentoivatkin, että heidän tulostensa perusteella pelkkä kokemus yritystostoprosessista ei riitä yritystosto-osaamisen kehittymiseen, vaan siihen tarvitaan systemaattista aiemmista ostoprosesseista saadun tiedon ja opin koontamista ja kehittämistä työkaluiksi.

Laamanen ja Keil (2008) havaitsivat tutkimuksessaan negatiivisen yhteyden aiemman yritystokokemuksen ja suorituskyvyn välillä. Heidän mukaansa mahdollisena selityksenä havainnolle voi olla se, että aiempien yritystostojen negatiiviset vaikutukset näkyvät viiveellä, eli aiemmin tehtyjen yritystostojen negatiiviset vaikutukset näkyvät vasta vuosien jälkeen.

Edellä käsitellyistä tutkimuksista voidaan huomata, että aiemman yritystokokemuksen vaikutus ostavan yrityksen suorituskykyyn ei ole yksiselitteinen. Yritystokokemuksen vaikutus vaikuttaisi riippuvan aiemman kokemuksen ”hyödyllisyydestä” eli ovatko aiempien yritystostojen kohteet ja yrityskauppaprosessit keskenään samankaltaisia. Aiempi yritystokokemus tarkoittaa yleensä myös sitä, että yritys on kasvanut suuremmaksi, millä voi olla negatiivisia vaikutuksia suorituskykyyn (Aktas ym., 2013, Moeller ym., 2004). Vaikuttaisikin siltä, että yritystokokemuksen vaikutus suorituskykyyn on monimutkainen aihe. Edellä käsitellyissä tutkimuksissa yritystokokemuksella on havaittu olevan useammin negatiivinen kuin suora positiivinen vaikutus ostavan yrityksen suorituskykyyn, joten tämän tutkielman toinen tutkimushypoteesi:

Hypoteesi 2: Yritystokokemuksella on negatiivinen vaikutus ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin.

2.3.3 Toimialojen samankaltaisuus

Tutkielman kolmas hypoteesi liittyy toimialan merkitykseen yritystostoissa. Toistuvia yritystostoja tekevä yritys voi pyrkiä yritystostoilla markkinavoimansa kasvattamiseen yhdellä markkinalla tai hajauttamaan liiketoimintaansa eri markkinoille tai tuotekategorioidiin. Yritystostostrategian tavoite siten määrittelee, kuinka samankaltaisia yritystosto-

ohjelman kohteena olevat yritykset ovat. Ostavan yrityksen ja kohdeyrityksen toimialojen samankaltaisuus onkin yksi tärkeä osa-alue, kun tutkitaan yrityskauppojen vaikutusta ostavan yrityksen suorituskykyyn.

Kusewitt (1985) havaitsi yritysostokohteiden toimialojen samankaltaisuuden vaikuttavan positiivisesti ostavan yrityksen osakkeiden tuottoihin ja pääoman tuottoasteeseen. Lisäksi hänen jakaessaan ostavat yritykset niihin, joiden kaikki hankinnat olivat samalta toimialalta ja joilla yksikään hankituista kohteista ei ollut samalta toimialalta, hän havaitsi toimialan sisällä ostoja tehneiden yritysten suoriutuneen paremmin. Laamanen ja Keil (2008) sen sijaan havaitsivat yritysosto-ohjelman laajuuden, jota he mittasivat ostavan yrityksen toimialaportfolion muutoksella, vaikuttavan positiivisesti ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin.

Kuten jo aiemmin käsiteltiin, Haleblin ja Finkelstein (1999) havaitsivat yritysten, jotka tekevät useita yritysostoja *saman* toimialan sisällä, hyötyvän aiemmasta yritysostokokemuksestaan. Yritysostokokemuksella ja toimialojen samankaltaisuudella on siten yhteys ja ne vaikuttavat toisiinsa. Myös Hayward (2002) havaitsi tämän yhteisvaikutuksen. Hänen tulostensa mukaan ostavan yrityksen suorituskyky parani, mikäli kohteet eivät olleet liian samanlaisia tai liian erilaisia aiempien ostokohteiden kanssa.

Haywardin (2002) mukaan yrityksen hankkiessa aina samankaltaisia kohdeyrityksiä, sen osaaminen erikoistuu juuri tämän tyyliin liiketoimintoihin, mutta samalla nämä taidot eivät auta erilaisten kohdeyritysten hankinnassa. Jos taas yritys hankkii aina erilaisia kohteita, sille ei kehity tietynlaisiin liiketoimintoihin erikoistuneita taitoja, vaan oppimista tapahtuu enemmän yleisellä tasolla. Siten parhaimpaan suorituskykyyn päästään, kun ostokohteet ovat kohtalaisen samankaltaisia keskenään. Haywardin (2002) mukaan tällaiset yritykset näyttäisivät pystyvän tasapainoilemaan parhaiten nykyisen markkinan kasvumahdollisuuksien hyödyntämisen ja uusien markkinoiden mahdollisuuksien tutkimisen välillä.

Haleblin ja Finkelstein (2002) tutkivat toimialojen samankaltaisuuden vaikutusta ostavan yrityksen suorituskykyyn yrityskaupoissa. He havaitsivat, että ostavan yrityksen ja

kohdeyrityksen samankaltaisuus oli positiivisessa yhteydessä ostavan yrityksen suorituskykyyn yritysostossa. Tutkijoiden mukaan selityksenä voi olla, että toimialakohtaisten käytäntöjen tunteminen helpottaa ostavaa yritystä potentiaalisten kohdeyritysten analysoinnissa ja vähentää yhteensovittamisongelmia integraatiovaiheessa. Basuil ja Datta (2015) tutkivat yhdysvaltalaisen palvelusektorin yritysten tekemiä rajat ylittäviä yrityskauppoja ja havaitsivat, että aiempi yritysostokokemus samalta toimialalta tai maantieteelliseltä alueelta vaikutti positiivisesti yritysoston omistaja-arvon luontiin. Tutkijat argumentoivatkin, että ratkaisevaa ei ole yritysostokokemuksen määrä vaan sen substanssi, eli onko aiempi kokemus tapahtunut vastaavassa kontekstissa.

Ostavan yrityksen ja kohdeyrityksen toimialojen samankaltaisuuden vaikutusta ostavan yritykseen tekemien yrityskauppojen onnistumiseen on käsitelty tutkimuskirjallisuudessa kattavasti. Tutkimustuloksissa on paljon yhtäläisyyksiä, mutta myös poikkeavia havaintoja on esiintynyt. Kiinnostava havainto tutkimuskirjallisuudessa on kuitenkin ollut yritysostokokemuksen ja toimialasidonnaisuuden yhteys. Kirjallisuuden perusteella vaikuttaisi siltä, että yritysostojen kohteiden toimialoilla on merkittävä vaikutus siihen, miten toistuvia yritysostoja tekevät yritykset hyötyvät aiemmasta yritysostokokemuksestaan. Jokaisella toimialalla on omat käytäntönsä ja erityispiirteensä, ja vaikuttaakin siltä, että toimialan tunteminen parantaa yrityskaupan onnistumisen mahdollisuutta.

Tutkimuskirjallisuuden perusteella yritysostojen kohdentaminen samankaltaisiin yrityksiin ja yritysostokokemuksen kerryttäminen samalta toimialalta vaikuttavat positiivisesti ostavan yrityksen suorituskykyyn yritysostoissa (Kusewitt 1985; Haleblan & Finkelstein 1999; Haleblan & Finkelstein 2002; Basuil & Datta 2015). Koska toimialojen samankaltaisuuden positiivinen vaikutus ostavan yrityksen suorituskykyyn on havaittu useammassa eri tutkimuksessa, määritellään tämän tutkielman kolmas tutkimushypoteesi seuraavasti:

Hypoteesi 3: Ostavan yrityksen kanssa samalla toimialalla toimivien kohdeyritysten määrällä on positiivinen vaikutus ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin.

2.3.4 Ostavan yrityksen koko

Tutkielman neljäs hypoteesi liittyy ostavan yrityksen kokoon, jonka on havaittu vaikuttavan toistuvia yritysostoja tekevien yritysten suorituskykyyn. Laamanen ja Keil (2008) argumentoivat, että ostavan yrityksen koko auttaa lievittämään yritysostojen korkeasta määrästä johtuvia negatiivisia vaikutuksia. Tutkijoiden mukaan suuremmilla yrityksillä on enemmän rahallisia ja henkilöstöön liittyviä resursseja, joita voidaan investoida yritysostoprosessiin. Lisäksi suurilla yrityksillä on pienempiä yrityksiä todennäköisemmin yrityskauppojen tekemiseen erikoistuneita tiimejä ja prosesseja.

Yksittäisten yrityskauppojen osalta sekä Moeller ym. (2004) että myöhemmin Jansen ym. (2015) havaitsivat pienten yritysten ilmoittamien yrityskauppojen johtavan positiivisiin epänormaaleihin tuottoihin, ja suurten yritysten kauppojen tuhoavan omistaja-arvoa. Laamanen ja Keil (2008) havaitsivat niin ikään yrityksen koon suoran negatiivisen vaikutuksen ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin. Toisaalta tutkijat havaitsivat positiivisen vaikutuksen ostavan yrityksen koon ja yritysostojen määrän yhteismuuttujan (*product term*) ja tuottojen välillä. Myös koon ja yritysostojen määrän vaihtelun yhteismuuttujan vaikutus oli positiivinen. Tutkijoiden mukaan tulokset viittaavat siihen, että suuremmat yritykset pystyvät tekemään toistuvia yritysostoja nopeammalla tahdilla. Ostavan yrityksen koon vaikutus ei siten ole yksiselitteinen.

Tutkimuskirjallisuudessa pienempien yritysten tekemät yrityskaupat näyttäisivät onnistuvan suurempien yritysten tekemiä kauppia paremmin. Toistuvasti ja usein yritysostoja tekeville yhtiölle suuremmasta koosta voi kuitenkin olla hyötyä ja se voi mahdollistaa perättäisten yritysostojen tekemisen nopeammalla tahdilla (Laamanen & Keil, 2008). Koska yrityksen koon suoran vaikutuksen ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin on havaittu useissa tutkimuksissa olevan negatiivinen, on tämän tutkielman neljäs tutkimushypoteesi seuraavanlainen:

Hypoteesi 4a: Ostavan yrityksen koolla on negatiivinen suora vaikutus ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin.

Hypoteesi 4b: Ostavan yrityksen koolla on yritysostojen keskimääräisen määrän negatiivisia vaikutuksia vaimentava vaikutus.

2.3.5 Yrityskohtaiset kiinteät vaikutukset

Edellä on esitetty tämän tutkielman tutkimushypoteesit ja käsitelty toistuvia yritysostoja tekevien yritysten suorituskykyyn vaikuttavia tekijöitä. Lisäksi aiemmin on käsitelty yrityskauppa- ja kohdeyrityskohtaisia tekijöitä, jotka vaikuttavat yrityskaupan onnistumiseen, kuten onko kohdeyritys yksityinen vai listattu yhtiö ja onko kohdeyritys kotimainen vai ulkomainen yritys. Yrityskauppa- ja kohdeyrityskohtaiset tekijät eivät kuitenkaan pelkästään pysty selittämään ostavien yritysten osakkeiden tuottojen vaihtelua. Esimerkiksi Golubov, Yawson ja Zhang (2015) argumentoivat, että ajassa muuttumattomat yrityskohtaiset tekijät, joita ei ole aiemmissa tutkimuksissa havaittu, selittävät suuren osan ostavien yritysten osaketuottojen vaihtelusta.

Golubov ym. (2015) toteavat tutkimuksessaan, että suurimmassa osassa yrityskauppojen tutkimuksista käytetyt tilastolliset mallit ovat pystyneet selittämään vain hyvin pienen osan tuottojen vaihtelusta (selitysasteet noin 5–6 %). Tutkijat testasivat tätä myös omassa tutkimuksessaan hyödyntämällä kirjallisuudessa useimmin esiintyviä muuttujia ja selitysasteet jäivät mataliksi. Kun he lisäsivät malliin yrityskohtaiset kiinteät vaikutukset (*fixed effects*), jotka eivät muutu ajassa, he havaitsivat näiden muuttujien lisäämisen kaksinkertaisen selitysasteen. Tutkijat yrittivät myös löytää selityksiä näille kiinteille vaikutuksille, mutta ainakaan toimitusjohtajan vaihdos, muutokset johtoryhmässä tai oikeiden neuvonantajien valinta eivät selittäneet kiinteiden vaikutusten vaihtelua.

Golubov ym. (2015) argumentoivatkin, että jotkut yritykset vain yksinkertaisesti ovat erinomaisia yritysostajia riippumatta ajassa muuttuvista tai kauppa- ja kohdeyrityskohtaisista tekijöistä. Tutkijat myös osoittivat, että yritysostajien tuotot olivat heidän aineistossaan ajallisesti pysyviä, ja erityisesti parhaimmat yritysostajat näyttäisivät onnistuvan toistuvasti uusissa yritysostoissaan. Tuotot pysyivät positiivisina myös, vaikka toimitusjohtaja vaihtui yritysostojen välissä. Toisaalta Jaffe, Pedersen ja Voetmann (2013) havaitsivat

tutkimuksessaan, että menestys perättäisissä yrityskaupoissa oli pysyvää, mikäli ne toteutettiin saman toimitusjohtajan kaudella, ei silloin kun toimitusjohtaja vaihtui. Jaffe ym. (2013) argumentoivatkin, että yritysostotaidot näyttävätkin liittyvän toimitusjohtajaan, eikä ostavaan yritykseen kokonaisuudessaan. Toimitusjohtajan merkityksestä yritysostojen onnistumisessa ei siten ole saatu yksiselitteistä näkemystä tutkimuskirjallisuudessa.

Golubovin ym. (2015) mukaan yksi mahdollinen kiinteitä yritysکوhtaaisia vaikutuksia selittävä tekijä voi olla poikkeuksellisen hyvä yritysosto-osaaminen yrityksen sisällä, jos yrityksellä on esimerkiksi yrityskauppoihin erikoistunut tiimi tai muita yrityksiä paremmat yrityskauppojen läpivientiin liittyvät prosessit. Toinen selitys voi olla, että joidenkin yritysten liiketoimintamallin tai asettien luonne on erityisen sopiva useiden yritysostojen tekemiselle. Trichterborn, Zu Knyphausen-Aufseß ja Schweizer (2016) tutkivat juuri erillisen yritysostofunktion vaikutusta ostavan yrityksen yritysostokyvykkyyden kehittymiseen ja suorituskykyyn yrityskaupoissa. Yritysostofunktio on erillinen yrityskauppoihin keskittyvä tiimi tai yksikkö, joka voi olla konserni- tai liiketoimintayksikkötason toiminto tai näiden yhdistelmä. Tällä funktiolla on useita eri tehtäviä, jotka liittyvät kaupan valmisteluun, kaupan tekniseen toteuttamiseen ja uuden ostetun yrityksen tai yksikön integrointiin. Yritykset, jotka tekevät yrityskauppoja säännöllisesti perustavatkin muita todennäköisemmin erillisen yrityskaupafunktion. (Trichterborn ym. 2016).

Trichterborn ym. (2016) havaitsivat, että yritysostokokemuksella ja yritysostokyvykkyydellä on positiivinen vaikutus ostavan yrityksen suorituskykyyn. Sen sijaan yritysostofunktion olemassaololla ei ollut suoraa tilastollisesti merkitsevää vaikutusta. Tutkijat kuitenkin havaitsivat yritysostokokemuksen ja -funktion vaikuttavan yritysostokyvykkyyden kehittymiseen. Tutkijat argumentoivatkin, että yritysostokokemus ja *erillinen yritysostofunktio* auttavat yritysostokyvykkyyden kehittämisessä, jolla taas on suora positiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn yrityskaupoissa. Tutkijoiden mukaan yritysostofunktion suurin kontribuutio on siten sen positiivinen vaikutus yritysostokyvykkyyden kehittymiseen.

Yrityskauppojen tutkimuskirjallisuudessa on selvästi tunnistettu tarve muidenkin kuin kauppa- ja kohdeyrityskohtaisten tekijöiden vaikutusten tutkimisille. Havainnot

toimitusjohtajan vaikutuksesta tuottojen pysyvyyteen ja yrityskauppafunktion vaikutuksesta ostavan yrityksen suorituskykyyn ovat esimerkkejä näistä. Toimitusjohtajan vaikutuksesta yritysostajien suorituskykyyn ei ole kuitenkaan saatu yksiselitteistä näyttöä. Golubov ym. (2015) eivät myöskään löytäneet selittäviä tekijöitä yritysostoille kiinteille vaikutuksille, joiden he kuitenkin havaitsivat vaikuttavan merkittävästi ostavan yrityksen tuottojen vaihteluun. Tutkijat argumentoivatkin, että tietyt kvalitatiiviset tekijät (yritysosto-osaaminen, liiketoimintamalli) voivat selittää, miksi jotkut yritysostajat pystyvät jatkuvasti luomaan omistaja-arvoa yritysostoilla.

Ongelmana näissä kvalitatiivisissa tekijöissä on, että niiden vaikutusten havaitseminen kvantitatiivisesti on hankalaa. Trichterborn ym. (2016) onnistuivat kyselytutkimuksen avulla tekemään kiinnostavia havaintoja yritysostofunktion vaikutuksesta suorituskykyyn. Toisaalta on hyvä huomioida, että suorituskyvyn mittaaminen heidän tutkimuksessaan perustui vastaajien subjektiiviseen arvioon yrityksen suorituskyvyn kehittymisestä, mikä ei ole täysin objektiivinen mittari. Kyselytutkimuksilla voidaan kuitenkin tehdä havaintoja, joita tietokanta-aineistoihin perustuvissa tutkimuksissa ei voida havaita. Sekä kvantitatiivisten että kvalitatiivisten tekijöiden vaikutusten sisällyttäminen yhteen tilastolliseen malliin on kuitenkin haastavaa.

2.4 Yhteenveto

Tämän tutkielman teoreettisessa osiossa on käsitelty motiiveja yrityskauppojen tekemiselle, yksittäisen yrityskaupan onnistumiseen vaikuttavia tekijöitä ja toistuva yritysostoja tekevien yritysten suorituskykyyn ja osakkeiden tuottoihin vaikuttavia tekijöitä. Yleisimpiä motiiveja yrityskauppojen tekemiselle vaikuttaisi tutkimuskirjallisuuden perusteella olevan synergiaedut, agenttimotiivi ja hubris-hypoteesi. Agenttimotiivi, eli johdon henkilökohtaiset motiivit, on myös yksi selitys sille, miksi yritykset tekevät toistuvia yritysostoja. Esimerkiksi Mishra (2020) havaitsi, että yritykset palkitsevat johtoaan toteuttamista yritysostoista ja kasvutavoitteiden saavuttamisesta, mikä luo johdolle kannustimen toteuttaa useita yritysostoja.

Tutkimuksissa on havaittu, että toistuvia yritysostoja tekevien yritysten osakkeiden tuotot heikentyvät kauppa kaupalta (mm. Ismail, 2008; Al Rahahleh & Wei, 2012). Selitykseksi ilmiöön tutkijat ovat tarjonneet alun perin Rollin (1986) esittämää hubris-hypoteesia, jonka mukaan johto yliarvioi oman kykynsä luoda omistaja-arvoa yrityskaupoilla ja tekee virheen arvioidessaan kohdeyrityksen arvoa. Heikentyvä trendi toistuvia yritysostoja tekevien yritysten tuotoissa on ollut edellä mainituissa tutkimuksissa erityisen vahva, mikäli ensimmäinen yrityskauppa on ollut onnistunut. Tällaisessa tilanteessa johto voi kuvitella onnistuneen yritysoston olevan sen oman toiminnan ansiota, jolloin johdon itseluottamus kasvaa seuraavissa yritysostoissa, mikä voi johtaa seuraavan yritysoston riskien aliarvioimiseen ja hyötyjen yliarvioimiseen (Billett & Qian, 2008; Nour Adel & Alkaraan, 2019).

Johdon henkilökohtaiset motiivit ja epärationaalinen käyttäytyminen näyttäisivät tutkimuskirjallisuuden perusteella vaikuttavan negatiivisesti toistuvia yritysostoja tekevien yritysten osakkeiden tuottoihin. Tällaiset yritykset tekevät kuitenkin myös toistuvia yritysostoja, joiden tavoitteena on tiettyjen strategisten tavoitteiden saavuttaminen (Laamanen & Keil, 2008). Tällaiset toisiinsa liittyvät perättäiset yritysostot voivat myös olla osa yritysosto-ohjelmaa, jolla on selkeä liiketoiminnallinen logiikka, ja jonka tavoitteena on tiettyjen liiketoiminnallisten tavoitteiden tai markkina-aseman saavuttaminen (Chatterjee 2009; Laamanen, ym., 2012).

Tutkimuskirjallisuudessa on onnistuttu havaitsemaan tekijöitä, jotka vaikuttavat toistuvia yritysostoja tekevien yritysten suorituskykyyn ja osakkeiden tuottoihin. Näitä ovat yritysostojen (keskimääräinen) määrä (Kusewitt, 1985; Laamanen & Keil, 2008), aikaisempi yritysostokokemus (Haleblian & Finkelstein, 1999; Hayward, 2002; Laamanen & Keil, 2008), ostavan yrityksen ja kohdeyrityksen toimialojen samankaltaisuus (Kusewitt, 1985; Haleblian & Finkelstein, 2002; Basuil & Datta 2015) ja ostavan yrityksen koko (Moeller ym., 2004, Jansen ym., 2005; Laamanen & Keil, 2008).

Yritysostojen keskimääräinen määrä tarkoittaa yrityksen vuosittain toteuttamien yrityskauppojen määrää keskimäärin tutkitulla ajanjaksolla. Koska tämän tutkielman tavoitteena on selvittää, onko toistuvilla yritysostoilla vaikutusta ostavan yrityksen osakkeen

tuottoihin, on tämä muuttuja erityisen tärkeä. Yritystojen keskimääräinen määrä kertoo, kuinka paljon yritys tekee yrityskauppoja ja kuinka usein. Sekä Kusewitt (1985) että Laamanen ja Keil (2008) havaitsivat negatiivisen yhteyden tämän muuttujan ja osakkeiden tuottojen välillä. Kehittääkseen yritysostokyvykkyytään tulee yrityksen tehdä yritysostoja säännöllisesti, mutta liian nopea tahti ja lyhyt aika yritystojen välissä voi johtaa ongelmiin perättäisten kauppojen ”sulattamisessa” ja jättää liian vähän aikaa oppimiselle ja kyvykkyuden kehittymiselle.

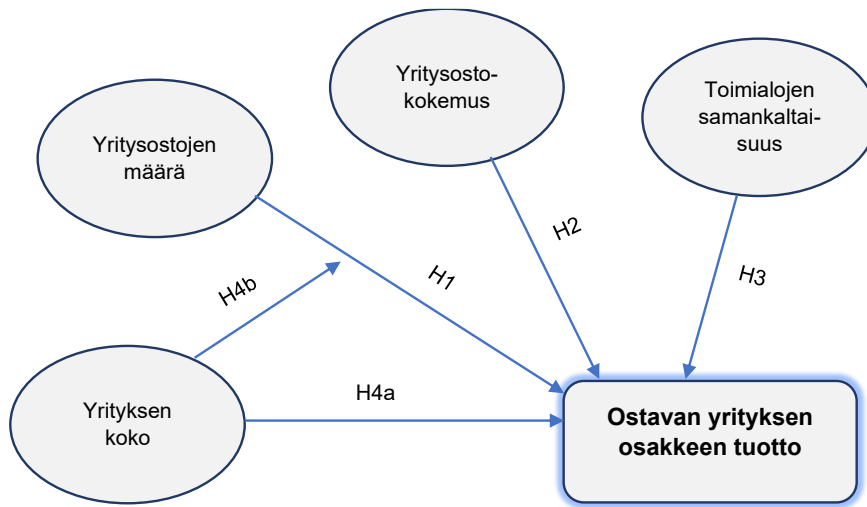
Yrityksen tehdessä yrityskauppoja säännöllisesti se voi oppia aiemmista yritysostoistaan ja kehittää siten yritysostokyvykkyytään. Intuitiivisesti ajatellen yritysostokokemuksen voisi ajatella parantavan suorituskykyä seuraavissa yritysostoissa. Tutkimuksissa on kuitenkin havaittu, että aiempi kokemus yritysostoista ei välttämättä johda parempaan onnistumiseen seuraavissa yrityskaupoissa. Esimerkiksi Haleblin ja Finkelstein (1999) havaitsivat, että yritys hyötyy aiemmasta yritysostokokemuksestaan, mikäli ostojen kohteet ovat samankaltaisia yrityksiä (samalta toimialalta). Zollo ja Singh (2004) sen sijaan toteavat, että pelkkä yritysostokokemus yksinään ei paranna suorituskykyä, vaan systemaattinen aiemmista ostoprosesseista hankitun tiedon ja opin koontaminen ja kehittäminen prosesseiksi. Laamanen ja Keil (2008) havaitsivat negatiivisen yhteyden yritysostokokemuksen ja osakkeiden tuottojen välillä, mutta toisaalta yritysostokokemuksella oli yritystojen keskimääräisen määrän negatiivisia vaikutuksia vaimentava vaikutus. Yritysostokokemuksen vaikutus säännöllisen yritysostajan suorituskykyyn on siten monitulkintainen aihe.

Ostavan yrityksen ja kohdeyritysten samankaltaisuuden on havaittu vaikuttavan ostavan yrityksen onnistumiseen yritysostoissa. Kusewitt (1985) havaitsi positiivisen yhteyden toimialojen samankaltaisuuden ja ostavan yrityksen osakkeen tuottojen välillä, kuten myös Haleblin ja Finkelstein (2002). Basuil ja Datta (2015) havaitsivat aiemman yritysostokokemuksen samalta toimialalta tai maantieteelliseltä alueelta vaikuttavan positiivisesti ostavan yrityksen omistaja-arvon luontiin. Haleblinin ja Finkelsteinin (2002) mukaan toimialakohtaisten käytäntöjen tunteminen voi helpottaa ostavaa yritystä potentiaalisten kohdeyritysten analysoinnissa ja vähentää yhteensovittamisongelmia integraatiovaiheessa, mikä voi selittää toimialojen samankaltaisuuden positiivista vaikutusta.

Myös yrityksen koon on tutkimuksissa havaittu vaikuttavan yrityksen suorituskykyyn yrityskaupoissa. Yksittäisten yrityskauppojen osalta sekä Moeller ym. (2004) että myöhemmin Jansen ym. (2015) havaitsivat pienten yritysten ilmoittamien yrityskauppojen johtavan positiivisiin epänormaaleihin tuottoihin, ja suurten yritysten kauppojen tuhoavan omistaja-arvoa. Myös Laamanen ja Keil (2008) havaitsivat yrityksen suuremman koon vaikuttavan negatiivisesti yrityksen osakkeen tuottoihin. Toisaalta Laamanen ja Keil (2008) havaitsivat positiivisen yhteyden yrityksen koon ja yritysostojen keskimääräisen määrän yhteismuuttujan ja osakkeen tuottojen välillä. Tutkijoiden mukaan suuremmat yritykset pystyvätkin toteuttamaan yritysostoja nopeammalla tahdilla, koska niillä on enemmän resursseja ja erikoituneita tiimejä käytettävissä yritysostoprosessien läpiviennin.

Edellä esitettyjen tekijöiden on havaittu vaikuttavan toistuvia yritysostoja tekevien yritysten suorituskykyyn ja omistaja-arvon luontiin. Golubov ym. (2015) argumentoivat kuitenkin, että yrityskauppojen tutkimuksissa käytetyt mallit ja muuttujat selittävät vain pienen osan suorituskyvyn tai osakkeiden tuottojen vaihtelusta. Tutkijoiden mukaan ajassa muuttumattomat yrityskohtaiset tekijät, joita ei ole aiemmissa tutkimuksissa havaittu, voivat selittää tiettyjen yritysten toistuvia onnistumisia yrityskaupoissa. Näitä tekijöitä ovat esimerkiksi poikkeuksellinen yrityskauppaosaaminen yrityksen sisällä tai toistuviin yritysostoihin sopiva liiketoimintamalli. Golubovin ym. (2015) mukaan nämä vaikeasti havaittavat tekijät voivat selittää, miksi jotkut yritykset ovat erinomaisia yritysostajia.

Teoreettisessa osiossa käsiteltyjen tutkimusten ja niissä tehtyjen havaintojen pohjalta on muodostettu tämän tutkielman tutkimushypoteesit. Tutkielman empiirisessä osiossa näitä hypoteeseja testataan toistuvia yrityskauppoja tehneistä pohjoismaisista yrityksistä koostuvalla aineistolla. Alla olevassa kuvassa (Kuvio 1) on havainnollistettu tutkielman hypoteesit *H1-H4* visuaalisessa muodossa.



Kuvio 1: Tutkimushypoteesit

3 EMPIIRISEN OSION AINEISTO JA MENETELMÄ

Tutkielman kolmannessa pääluvussa esitellään tutkielman empiirinen aineisto ja empiirisen osion analysoinnissa käytettävät tilastolliset menetelmät. Empiirisen aineiston osalta ensimmäisessä alaluvussa käydään läpi, mistä aineisto on kerätty ja mitä rajoituksia lopulliseen aineistoon on tehty. Lisäksi alaluvussa esitellään tilastollisissa testeissä käytettävät muuttujat. Toisessa alaluvussa kuvataan empiirisen aineiston analysointiin käytettävät tilastolliset menetelmät ja tilastollisissa testeissä käytettävät mallit.

3.1 Tutkimusaineisto

Tutkielman empiirinen aineisto on kerätty Thomson Reuters Eikon -yrityskauppatietokannasta ja Thomson Reuters Datastream -palvelusta. Kuten ensimmäisessä pääluvussa todettiin, on tämän tutkielman tavoitteena tutkia, onko toistuvien yritystojen määrällä vaikutusta ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin. Ensimmäisessä pääluvussa määriteltiin myös, että tutkimuksessa keskitytään ainoastaan Pohjoismaisiin yrityksiin, jotka ovat tehneet useita yrityskauppoja aikavälillä 2011–2018. Pohjoismaat valittiin maantieteelliseksi alueeksi, koska Pohjoismaat ovat keskenään hyvin samankaltaisia talousalueita, mikä mahdollistaa pohjoismaisten yritysten tutkimisen yhtenä joukkona. Pohjoismaiset taloudet ja niiden pörssit ovat myös maailman mittakaavassa melko pieniä, jolloin vain yhden maan yrityksiin keskittyminen ei takaisi riittävän suurta empiiristä aineistoa. Näiden rajoitusten pohjalta Thomson Reuters Eikon -yrityskauppatietokannasta haettiin yrityskauppoja seuraavilla suodattimilla:

- 1) Ostavan yrityksen kotimaa on Suomi, Ruotsi, Norja tai Tanska
- 2) Yrityskauppa on toteutettu (*status = completed*)
- 3) Yrityskauppa on tullut voimaan aikavälillä 1.1.2011-31.12.2018
- 4) Ostava yritys on pörssiyhtiö (*public status = public*)
- 5) Transaktion muoto: *acquisition of assets*, *acquisition of majority assets* tai *merger*
- 6) Hankittujen omaisuuserien osuus vähintään 50 % kohdeyhtiön omaisuuseristä

Kuten ensimmäisessä pääluvussa todettiin, aineiston ulkopuolelle on rajattu yksityiset yritykset, koska yksityisten yritysten osakkeille ei ole määritetty markkina-arvoa. Lisäksi hankittujen omaisuuserien määrälle asetettiin rajaksi vähintään 50 %, koska vähemmistöosuuden hankkimista toisesta yrityksestä ei voida mieltää yrityksen ostamiseksi. Yllä esitetyillä hakukriteereillä tietokannasta löytyi yhteensä 2371 yrityskauppaa. Nämä yrityskaupat toimivat pohjana toistuvia yritysostoja tehneiden yritysten tunnistamiselle.

3.1.1 Aineiston rajaukset

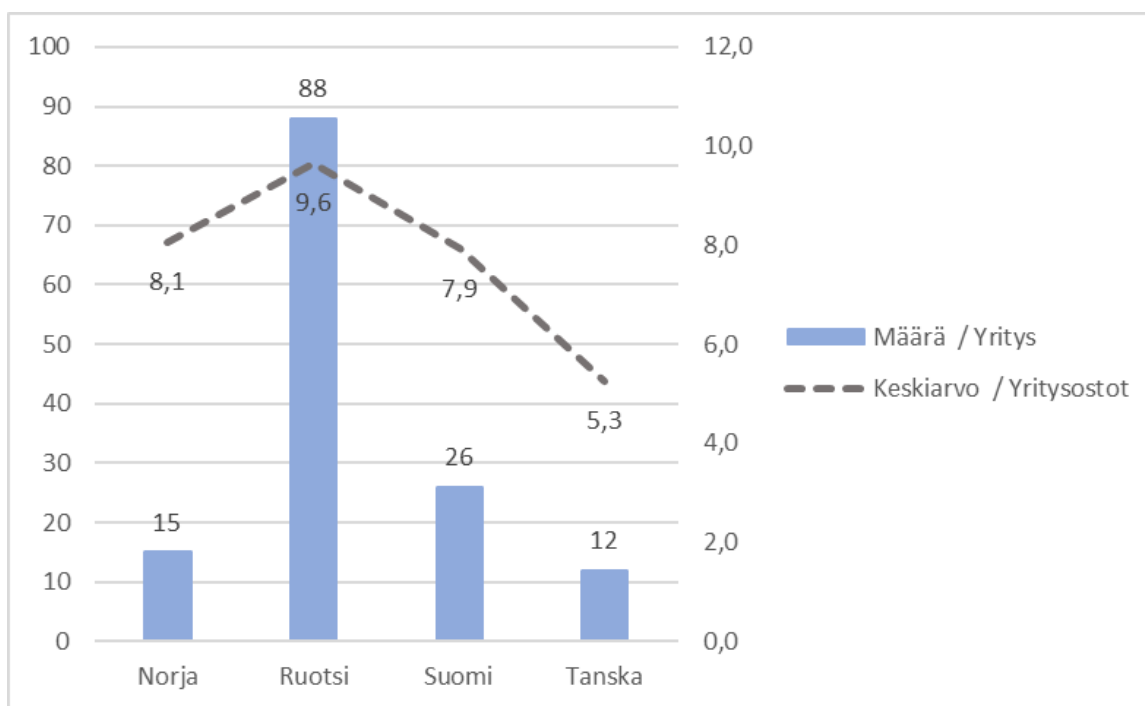
Yrityskauppatietokannasta löydettyjen 2371 yrityskaupan perusteella jokaiselle ostavalle yritykselle laskettiin niiden toteuttamien yrityskauppojen määrä tutkitulla ajanjaksolla. Koska tutkielman tarkoituksena on keskittyä ainoastaan useita yrityskauppoja tehneisiin yrityksiin, hyväksyttiin aineistoon vain yhtiöt, jotka olivat toteuttaneet vähintään neljä (4) yrityskauppaa aikavälillä 2011–2018. Näin ollen yhtiöt, jotka olivat tehneet tätä vähemmän yritysostoja, rajattiin kokonaan aineiston ulkopuolelle. Aiemmissä tutkimuksissa on esiintynyt erilaisia määritelmiä toistuvia yritysostoja tekeväälle yritykselle, mutta esimerkiksi Laamasen ja Keilin (2008) aineisto koostui vähintään neljä kauppaa tehneistä yhdysvaltalaisista yrityksistä. Tutkielmassa päätettiin käyttää tätä Laamasen ja Keilin (2008) määritelmää, koska tutkielma on toteutustavaltaan hyvin samankaltainen heidän tutkimuksensa kanssa. Yrityksiä, jotka olivat tehneet vähintään neljä yrityskauppaa tällä kahdeksan vuoden ajanjaksolla, löytyi yhteensä 176. Nämä yhtiöt olivat toteuttaneet yhteensä 1520 yrityskauppaa ajanjaksolla 2011–2018.

Yrityskauppojen määrän lisäksi myös tehtyjen kauppojen kokoluokan suhteessa ostavan yrityksen kokoluokkaan voisi olettaa vaikuttavan toistuvia yritysostoja tekevien yritysten suorituskykyyn. Suurimmalle osalle yrityskauppatietokannasta haetuista yrityskaupoista tehdyn kaupan arvoa ei kuitenkaan ollut ilmoitettu. Varsinkaan pienemmissä yritysostoissa, joissa kohdeyritys on yksityinen yritys, yrityskaupan arvoa ei aina ilmoiteta julkisesti. Datan kerääminen manuaalisesti jokaisen kohdeyrityksen kokoluokasta (1520 kauppaa) ei ollut myöskään mahdollista, eikä tietoa jokaisen pienemmän yksityisen yrityksen koosta olisi välttämättä ollut saatavilla käytössä olevissa tietokannoissa.

Koska tutkielman tavoitteena on tutkia yrityskauppojen määrän vaikutusta ostavien yritysten osakkeiden tuottoihin, haettiin Thomson Reuters Datastream -palvelusta osakkeiden vuosittaiset päätöskurssit ajalta 2010–2019 edellä tunnistetuille 176 yhtiölle. Dataa osakekursseista löytyi näistä 164 yhtiölle. Kaikille yhtiölle tietoja ei siten ollut saatavilla ollenkaan. Lisäksi yrityskauppatietokannan perusteella valikoiduissa yhtiöissä oli esitetty Kone Oyj ja Kone Corp. sekä Telia Co. ja TeliaSonera AB erillisinä yhtiöinä, jotka ovat todellisuudessa samoja yhtiöitä. Osa yhtiöistä oli myös vaihtanut nimeään tutkitulla ajanjaksolla ja tämä huomioitiin kurssidatan hakemisessa. Kaikille yhtiölle ei ollut saatavilla kurssidataa koko tutkitulle ajanjaksolle 2011–2018, koska osa yhtiöistä listautui pörssiin ajanjakson keskellä ja osa yhtiöistä poistui pörssilistalta. Havaintojen puuttuminen joiltakin ajan hetkiltä ei kuitenkaan ollut esteenä aineistoon valitsemiselle. Syitä tähän käsitellään tarkemmin alaluvussa 3.2.

Jäljelle jääneistä 164 yhtiöstä päätettiin rajata pois kiinteistörahastoyhtiöt ja muut yhtiöt, joiden toimiala liittyi kiinteistöjen tai asuntojen omistamiseen tai isännöintiin. Tämä rajaus tehtiin siitä syystä, että kiinteistökauppoja ei varsinaisesti voida pitää yrityskauppoina, vaikka ostoon liittyisikin kiinteistöjen hallinnointiin perustettu yhtiö. Lisäksi laskettaessa ostavien yritysten osakkeiden tuottoja havaittiin, että 16 yhtiölle ei löytynyt riittävästi dataa tuottojen laskemiseen yhdellekään ajanjaksolle. Viimeinen havaintojakso tutkimuksessa on 2017–2018, jolloin esimerkiksi vuonna 2017 tai myöhemmin listautuneille yhtiöille ei pystytty laskemaan kahden vuoden tuottoa yhdellekään ajanjaksolle. Tästä syystä nämä yhtiöt jätettiin aineiston ulkopuolelle, koska niistä ei olisi ollut yhtäkään havaintoa tilastollisissa testeissä.

Kaikkien edellä tehtyjen rajausten ja yhtiöiden poissulkemisten jälkeen lopulliseen aineistoon valikoitui 141 pohjoismaista pörssi-yhtiötä. Nämä 141 yhtiötä toteuttivat keskimäärin 8,8 yrityskauppaa aikavälillä 2011–2018, mikä vastaa noin yhtä yrityskauppaa vuodessa. Alla olevassa kuviossa esitetään visuaalisesti aineistoon valikoituneiden yritysten maantieteellinen jakautuminen sekä tutkitulla ajanjaksolla toteutettujen yrityskauppojen keskiarvo kotimaittain.



Kuvio 2: Yritysten määrä ja yritysostojen keskiarvo kotimaittain

Kuten kuviosta voidaan havaita, yli puolet aineiston yrityksistä on ruotsalaisia yhtiöitä. Tämä selittyy ainakin osittain sillä, että Tukholman pörssi on yhtiöiden määrällä verrattuna huomattavasti Helsingin, Oslon ja Kööpenhaminan pörssiä suurempi. Toisaalta aineiston perusteella ruotsalaiset yhtiöt näyttäisivät tekevän keskimäärin muiden verrokki maiden yrityksiä enemmän yrityskauppoja ja lähes kaksi kertaa tanskalaisia yhtiöitä enemmän, mikä myös selittää ruotsalaisten yritysten valikoitumista aineistoon. Myös suomalaiset yhtiöt ovat olleet kokoonsa nähden suhteellisen aktiivisia yritysostajia suomalaisten yhtiöiden ollessa toiseksi edustetuin joukko tutkielman aineistossa. Tutkielman tarkoituksena ei ole eritellä yrityskauppojen määrän vaikutusta ostavien yritysten osakkeiden tuottoihin eri maiden välillä, mutta tietoa yritysten kotimaista tarvitaan osakkeiden vertailuindeksien määrittämisessä.

3.1.2 Riippuvan muuttujan kuvaus

Tutkielman empiirisessä osiossa testataan aiemmin pääluvussa 2 esitettyjä tutkimushypoteeseja tilastollisin menetelmin. Hypoteesien perusteella on määritelty muuttujat,

joiden välisiä suhteita voidaan tarkastella tilastollisin menetelmin. Linearisella regressiomallilla tutkitaan riippuvan (selitettävän) muuttujan ja yhden tai useamman riippumattoman (selittävän) muuttujan välistä suhdetta (Greene, 2012, 52) ja tarkemmin, selittävätkö muutokset selittävässä muuttujissa riippuvan muuttujan vaihtelua (Brooks, 2008, 27). Tämän tutkielman tavoitteena on tutkia yritysostojen määrän ja muiden tekijöiden vaikutusta ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin. Siten tämän tutkielman empiirisessä osiossa riippuvana (tai selitettävänä) muuttujana käytetään ostavan yrityksen osakkeen tuottoa.

Tutkielman empiirisessä osiossa tarkastellaan aineiston 141 yhtiön kahden vuoden osaketuottoja aikavälillä 2011–2018. Ensimmäinen ajanjakso on siten 2011–2012, toinen 2012–2013, jne. Osakkeiden tuottojen laskemiseksi Thomson Reuters Datastream -tietokannasta haettiin vuoden viimeinen osakkeen hinta vuosille 2010–2019. Käytetty osakkeen hinta on niin sanottu mukautettu päätöskurssi (*adjusted closing price*), joka huomioi mahdolliset osingonjaot, osakeannit ja muut transaktiot, jotka vaikuttavat osakkeen hintaan. Näin ollen osinkojen vaikutus tuottoon on jo huomioitu osakkeen hinnassa.

Yleisesti osakkeen yksinkertainen tuotto R_{it} voidaan laskea jakamalla osakkeen päätöskurssin P_{it} ja aloitushetken kurssin P_{it-1} välinen erotus ajanjakson aloituskurssilla (Brooks, 2008, 7):

$$1) \quad R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Rahoitusalan tutkimuksessa käytetään kuitenkin usein logaritmoituja tuottoja, koska ne huomioivat niin sanotun jatkuvan korkoa korolle -ilmiön (*continuously compounded returns*). Luonnollisen logaritmin ottaminen päätöskursseista tekee myös tuottojen laskemisesta yksinkertaisempaa logaritmien laskusääntöjen vuoksi. (Brooks, 2008, 7–8). Kun päätöskurssin ja aloitushetken kurssin osamäärästä otetaan luonnollinen logaritmi, pystytään osakkeen tuotto r laskemaan seuraavalla tavalla, jota on noudatettu myös tämän tutkielman osakkeiden tuottojen laskemisessa:

$$2) \quad \ln\left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}}\right) = \ln(P_{it}) - \ln(P_{it-1}) = \ln(1 + r) = r_{it}$$

Maailman talouden ja osakemarkkinoiden yleinen kehitys vaikuttavat merkittävästi myös yksittäisten yritysten osakkeiden tuottoihin. Lisäksi tutkittaessa yrityskauppojen määrän vaikutusta osakkeen tuottoihin, on tuottojen vaihtelusta syytä erottaa niin sanottu normaali-tuotto, jota voidaan kuvata yleisen osakeindeksin tuotolla. Edellä mainituista syistä tässä tutkielmassa käytetään osakkeiden indeksikorjattuja tuottoja, mikä tarkoittaa, että jokaisen osakkeen kahden vuoden tuotosta on vähennetty vastaavan ajanjakson vertailuindeksin tuotto.

Tutkielman aineisto koostuu neljän eri maan pörssissä listatuista yhtiöistä, joten yhtä yhteistä vertailuindeksiä kaikille aineiston yhtiöille on hankala määrittää. Tästä syystä Thomson Reuters Datastream -tietokannasta haettiin OMX Helsinki PI, OMX Stockholm PI, OMX Copenhagen PI ja Oslo OBX -indeksien vuosittaiset päätöskurssit aikaväliltä 2010–2019. Vertailuindekseiksi valittiin kunkin maan yleisindeksit, jotka sisältävät kaikki kyseisen maan päälliställä listatut osakkeet. Poikkeuksena oli kuitenkin Oslon pörssi, jonka yleisindeksistä ei löytynyt dataa tietokannasta, joten norjalaisten yhtiöiden vertailuindeksinä käytetään Oslo OBX -indeksiä, joka koostuu 25 vaihdetuimmasta osakkeesta Oslon pörssissä. Tutkittujen yritysten olisi hyvä sisältyä vertailuindeksiin, minkä vuoksi yleisindeksi olisi sopivin vaihtoehto vertailuindeksiksi. Vaihdetuimpien osakkeiden indeksi antaa kuitenkin hyvän kuvan yleisestä Oslon pörssin kehityksestä, joten vaikutus tuloksiin lienee vähäinen. Jokaiselle indeksille laskettiin vastaaville aikaväleille kahden vuoden tuotot vastaavasti kuin kullekin osakkeelle:

$$3) \quad \ln\left(\frac{P_{mt}}{P_{mt-1}}\right) = \ln(P_{mt}) - \ln(P_{mt-1}) = \ln(1 + r) = r_{mt}$$

Indeksikorjatut tuotot laskettiin vähentämällä jokaisen osakkeen log-tuotosta vastaavan ajanjakson vertailuindeksin log-tuotto. Kunkin yhtiön osakkeen vertailuindeksinä toimen maan yleisindeksi, jossa yhtiön osake on listattuna, eli esimerkiksi suomalaisen yhtiön osakkeen tuotosta vähennettiin OMX Helsinki PI -indeksin vastaavan ajankohdan tuotto. Indeksikorjattu tuotto AR kullekin osakkeelle laskettiin seuraavalla kaavalla:

$$4) \quad AR_{it} = r_{it} - r_{mt}$$

Yllä olevalla kaavalla laskettuja indeksikorjattuja (tai epänormaaleja) tuottoja käytetään tutkielman empiirisen osion tilastollisissa testeissä riippuvana eli selitettävänä muuttujana. Vähentämällä osakkeen tuotosta sen vertailuindeksin tuotto poistetaan osakkeen tuotosta yleisen markkinakehityksen vaikutus osakkeen tuottoon, jolloin tilastollisissa testeissä pystytään paremmin havaitsemaan seuraavassa alaluvussa esiteltävien selittävien muuttujien vaikutus yhtiöiden osakkeiden tuottoihin.

3.1.3 Selittävien muuttujien kuvaus

Kuten aiemmin todettiin, lineaarisessa regressioanalyysissä selitettävän muuttujan vaihtelua pyritään selittämään selittävien muuttujien avulla. Selitettävän ja selittävän muuttujan välillä tulee olla lineaarinen yhteys. Tässä tutkielmassa pyritään siten selittämään osakkeen indeksikorjatun tuoton vaihtelua seuraavaksi määriteltävillä selittäville muuttujilla ja tutkimaan, onko muuttujien välillä yhteyksiä.

Ensimmäinen selittävä muuttuja on yritysostojen keskimääräinen määrä (*acquisition rate*). Muuttuja on määritelty yritysostojen keskimääräiseksi määräksi vuosittain eli jokaisen kahden vuoden havaintojakson aikana tehtyjen yritysostojen määrä on jaettu kahdella. Määrittelyssä on mukailtu Kusewittin (1985) ja Laamasen ja Keilin (2008) määrittelmiä, joskin Laamanen ja Keil käyttivät kolmen vuoden ajanjaksoina toteutettujen yritysostojen keskimääräistä vuosittaista määrää. Muuttujan arvo eri ajanjaksoille ja eri yrityksille on laskettu Thomson Reuters Eikon -yrityskauppatietokannasta haettujen yrityskauppojen pohjalta.

Toisena selittävä muuttujana käytetään ostavan yrityksen kokoa. Ostavan yrityksen koon mittarina käytetään tässä tutkielmassa yrityksen liikevaihtoa, jota käytetään usein yrityksen koon mittarina (mm. Hayward, 2002). Myös toisen yleisesti käytetyn yrityksen kokoluokan mittarin, vastaavien kokonaismäärän (*total assets*), käyttämisestä harkittiin, mutta tämän muuttujan käyttäminen olisi aiheuttanut *multikollineaarisuuteen* liittyviä

ongelmia tutkielman kontrollimuuttujien kanssa. Data yritysten liikevaihtoista haettiin Thomson Reuters Datastream -tietokannasta, jossa liikevaihto (tai nettomyynti) on määritelty bruttomyyntinä, josta on vähennetty myönnetyt alennukset, palautukset jne. Liikevaihto on myös mitattu euroissa, jotta liikevaihdot olisivat vertailukelpoisia keskenään eri maiden yritysten välillä.

Yrityksen koko on tässä tutkielmassa määritelty kunkin havaintojakson alkuhetken mukaan. Muuttujan arvo kullakin kahden vuoden havaintojaksolla on siten havaintojaksoa edeltävän vuoden liikevaihto, eli esimerkiksi periodille 2011–2012 liikevaihto on vuoden 2010 liikevaihto. Muuttujan arvo on määritelty näin, koska tarkoituksena on tutkia yrityksen kokoa *ennen* havaintojaksolla toteuttavia yritysostoja. Yritysostot kasvattavat ostavan yrityksen kokoa, jolloin periodin lopun liikevaihdon tutkiminen antaisi väärän kuvan siitä, missä kokoluokassa yritys oli ennen sen tekemiä yrityskauppoja. Muuttujan arvosta on otettu luonnollinen logaritmi, koska se pienentää muuttujan muuten erittäin suurta vaihtelua, joka voisi aiheuttaa ongelmia tilastollisissa testeissä.

Kolmantena selittävänä muuttujana tässä tutkielmassa käytetään ostavan yrityksen aiempaa yritysostokokemusta. Tiedot yritysostokokemuksesta on haettu Thomson Reuters Eikon -yrityskauppatietokannasta. Tässä haussa yrityskaupat haettiin myös yksityisille yrityksille, jotta yritysostokokemus pystyttiin laskemaan myös yrityksille, jotka listautuivat kesken tutkittavan ajanjakson. Yritysostokokemuksen mittarina on käytetty havaintojaksoa edeltävien neljän vuoden aikana tehtyjen yritysostojen määrää. Mm. Hayward (2002) on argumentoinut, että yritykset vähitellen unohtavat aiemmin toteutetuista yritysostoista saadut opit, minkä vuoksi yritys ei välttämättä hyödy kauan aikaa sitten hankitusta kokemuksesta. Yritysten toimintaympäristö muuttuu jatkuvasti ja henkilöstössä ja johdossa tapahtuu muutoksia, minkä vuoksi kokemus lähitulevaisuudesta on kaikkein relevanteinta. Lisäksi Laamanen ja Keil (2008) käyttivät tutkimuksessaan useita eri aikavälejä yritysostokokemuksen mittana ja heidän mukaansa tulokset olivat pääasiassa samat riippumatta käytetystä aikaikkunasta.

Neljäs selittävä muuttuja on saman toimialan sisällä tehtyjen yrityskauppojen määrä. Tämä muuttuja on muodostettu yritysostojen keskimääräisen määrän kanssa samasta

datasta. Kullekin kahden vuoden havaintojaksolle on laskettu yrityskauppojen määrä, joissa Thomson Reuters Eikon -tietokannan toimialamääritelmän mukaan ostava yritys ja kohdeyritys toimivat samalla toimialalla. Muuttujan määritelmäksi harkittiin myös saman toimialan yrityskauppojen prosentuaalista osuutta yrityksen havaintojaksolla toteuttamista yrityskaupoista, mutta ongelmaksi muodostui prosenttiosuuden määrittäminen tilanteessa, jossa havaintojaksolla ei ollut toteutettu yhtäkään kauppaa. Tällöin muuttujan saadessa arvon nolla olisi sen arvo monitulkintainen: joko yrityskauppoja ei toteutettu tai yksikään toteutetuista yrityskaupoista ei ollut saman toimialan yritys. Siten kaikki nolla-arvot vääristäisivät tuloksia.

3.1.4 Kontrollimuuttujat

Osakkeiden tuottojen vaihtelua selittävät monet muutkin tekijät kuin pelkästään edellä esitetyt muuttujat. Tästä syystä regressioanalyysin malleihin on sisällytetty kontrollimuuttujia, joilla uskotaan olevan vaikutusta ostavien yritysten osakkeiden tuottoihin. Tässä tutkielmassa kontrollimuuttujiksi on valittu ostavan yrityksen koko pääoman tuottoaste (*Return on assets*) ja ostavan yrityksen velkaantuneisuus, jota mitataan velan suhteella omaan pääomaan (*Debt to Equity*). Koko pääoman tuottoaste on valittu kuvaamaan ostavan yrityksen kannattavuutta, jolla voidaan olettaa olevan vaikutusta myös yrityksen osakkeen tuottoihin. Tätä muuttujaa onkin käytetty kontrollimuuttujana useissa aiemmissä tutkimuksissa (mm. Haleblan & Finkelstein, 1999; Haleblan & Finkelstein, 2002). Myös ostavan yrityksen velkaisuutta on käytetty usein kontrollimuuttujina yrityskauppojen tutkimuksissa (mm. Haleblan & Finkelstein, 1999; Haleblan & Finkelstein, 2002; Laamanen & Keil, 2008), minkä vuoksi muuttuja on sisällytetty tämänkin tutkielman malleihin.

Data kontrollimuuttujien arvoista on haettu Thomson Reuters Datastream -tietokannasta. Datastreamin määritelmän mukaan koko pääoman tuottoaste on laskettu lisäämällä rahoituskulut (verovaikutus huomioiden) takaisin nettotulokseen ja jakamalla summa tämän hetken ja edellisvuoden taseen loppusummien keskiarvolla. Velka/Oma pääoma -

tunnusluku on laskettu jakamalla pitkäaikaisten velkojen ja lyhytaikaisten velkojen summa oman pääoman määrällä. Kummankin tunnusluvun arvo on myös kerrottu 100:lla.

3.2 Empiirisen osion menetelmä ja malli

Tämän tutkielman empiirisessä osiossa tutkitaan edellä esitettyjen muuttujien välisiä yhteyksiä ja testataan tutkimushypoteeseja tilastollisin menetelmin. Aiempia vastaavia tutkimuksia mukailten (mm. Laamanen & Keil, 2008; Hayward, 2002) tässä tutkielmassa hyödynnetään lineaarista regressioanalyysiä hypoteesien testaamisessa. Lineaarinen regressiomalli on käyttökelpoinen yksittäinen työkalu ekonometriassa (Greene, 2012, 52) ja sitä hyödynnetään paljon rahoitusalan tutkimuksissa. Yksinkertaistettu klassinen lineaarinen regressiomalli voidaan kirjoittaa muodossa (Brooks, 2008, 43):

$$5) \quad y_t = a + \beta x_t + u_t$$

Yllä esitettyssä mallissa y_t on riippuva (selitettävä) muuttuja ja x_t on selittävä muuttuja. Mallin estimoitavat parametrit ovat mallin vakiotermin a ja regressiokerroin β . Virhetermi u_t kuvastaa sellaisia vaikutuksia riippuvan muuttujan, joita selittävät muuttujat eivät pysty selittämään. Useimmiten on mahdotonta sisällyttää malliin kaikkia riippuvan muuttujan vaihtelua selittäviä muuttujia, minkä vuoksi malliin lisätään virhetermi, joka kuvastaa siten mallista puuttuvien muuttujien vaikutusta selitettävään muuttuajaan (Greene, 2012, 52–53). Puuttuvien muuttujien lisäksi toinen merkittävä tekijä, joka vaikuttaa mallin virhetermiin on virheet muuttujien mittaamisessa/määrittämisessä (Greene, 2012, 53; Brooks, 2008, 30). Omaisuuserien (kuten osakkeiden) tuottojen mallintamisessa kaikkia mahdollisia vaikutuksia ei mitenkään pystytä huomioimaan tai mittaamaan, ja monet tutkijat argumentoivat myös ihmisten käytöksen aiheuttavan satunnaisuutta ja ennalta-arvaamattomuutta tuottoihin (Brooks, 2008, 30).

Kuvitellaan tilanne, jossa tutkitaan kahden muuttujan välistä suhdetta ja otoksen perusteella havaitut y :n ja x :n arvot piirretään pistediagrammin muotoon. Lineaarisen regressioanalyysin tarkoituksena on määrittää mallin parametrien arvot ja löytää suora

(regressiosuora), joka kuvaa otosta mahdollisimman tarkasti minimoimalla havaintopisteiden vertikaalisen etäisyyden suorasta. Yleisin menetelmä tämän suoran sovittamiseen aineistoon on nimeltään pienimmän neliösumman menetelmä PNS (*Ordinary least squares OLS*) (Brooks, 2008, 29–31). PNS-menetelmällä lasketaan estimaatit eli numeeriset arvot mallin regressiokertoimille. Mallin virhetermi tai jäännöstermi u_t kuvastaa y :n oikean arvon ja regressiosuoran välistä erotusta (tai etäisyyttä) kuvaajassa. PNS-menetelmän tarkoituksena on näiden virhetermien summan minimoiminen (Brooks, 2008, 32).

3.2.1 Paneeliaineistomallit

Yleisesti ottaen on olemassa kolme eri aineistotyyppiä, joita käytetään kvantitatiivisissa tutkimuksissa: aikasarja-, poikkileikkaus- ja paneeliaineisto. Aikasarja-aineistossa dataa yhdestä tai useammasta muuttujasta on kerätty tietyltä aikaväliltä usealta eri ajanhetkeltä. Poikkileikkausaineistossa dataa on sen sijaan kerätty yhdeltä ajan hetkeltä yhdelle tai useammalla muuttujalle. Paneeliaineistossa on sekä aikasarja- että poikkileikkausaineiston ulottuvuuksia eli havaintoja useista eri havaintoyksiköistä useilta eri ajanhetkiltä. (Brooks, 2008, 3–5). Tämän tutkielman empiirinen aineisto on luonteeltaan paneeliaineisto: aineisto koostuu havainnoista useasta eri yrityksestä eri ajanhetkiltä. Paneeliaineisto voi olla joko tasapainotettu (*balanced*) tai epätasapainotettu (*unbalanced*) paneeliaineisto. Tasapainotetussa paneeliaineistossa on yhtä monta ajallista havaintoa jokaista poikkileikkausyksikköä kohden. Epätasapainotetussa paneeliaineistossa sen sijaan osalle poikkileikkausyksiköistä on saatavilla vähemmän ajallisia havaintoja tai eri yksiköillä on havaintoja eri ajanhetkiltä. (Brooks, 2008, 490). Tämän tutkielman aineisto on epätasapainotettu paneeliaineisto, koska jokaiselle yritykselle ei ollut saatavilla tietoja esimerkiksi osakekurssista tai liikevaihdosta koko tutkitulta ajanjaksolta.

Paneeliaineistojen estimointitekniikoissa on joitakin eroavaisuuksia tavallisimmin käytössä oleviin tekniikoihin. Rahoitusalan tutkimuksissa on yleisimmin käytössä kaksi vaihtoehtoista lähestymistapaa paneeliaineiston estimointiin: kiinteiden vaikutusten mallit (*fixed effects models*) ja satunnaisten vaikutusten mallit (*random effects models*) (Brooks, 2008, 490). Mallin valinta riippuu siitä, onko aineiston yksilöiden välisen

heterogeenisyyden vaikutus, jota mallin selittävät muuttujat eivät pysty havaitsemaan, korreloitunut selittävien muuttujien kanssa. Mikäli havaitsematon yksilökohtainen vaikutus korreloi selittävien muuttujien kanssa, käytetään kiinteiden vaikutusten mallia, ja mikäli korrelaatiota ei ole, voidaan käyttää satunnaisten vaikutusten mallia. (Greene, 2012, 386–387).

Kiinteiden vaikutusten malli voidaan kirjoittaa seuraavaan muotoon (Brooks, 2008, 491; Greene, 2012, 386):

$$6) \quad y_{it} = \beta x_{it} + \mu_i + v_{it}$$

Mallissa μ_i on yksilökohtainen (esimerkiksi yrityskohtainen) vaikutus, joka ei muutu ajassa. Sen voidaan ajatella sisältävän kaikkien yksilö- tai ryhmätason muuttujien vaikutuksen riippuvan muuttujaan y_{it} , kuten sukupuolen, asuinpaikan, yrityksen toimialan, kotimaan tai pääkonttorin sijainnin vaikutuksen. Esimerkiksi yrityksen toimiala tai kotimaa on kiinteä yhden yrityksen kohdalla eikä se muutu ajassa, mutta toimiala vaihtelee eri yritysten välillä. Termi v_{it} sen sijaan on ikään kuin jäljelle jäänyt virhetermi, joka vaihtelee ajassa ja yksilöiden välillä, ja se huomioi kaiken selittämättä jääneen vaihtelun riippuvassa muuttujassa y_{it} . (Brooks, 2008, 490–491; Greene, 2012, 385–386).

Kiinteät vaikutukset voidaan huomioida asettamalla dummy-muuttuja kuvaamaan jokaista yksittäistä yritystä aineistossa, jolloin kyseessä on LSDV-menetelmä (*least squares dummy variable*). Usean dummy-muuttujan estimointi on kuitenkin työlästä, minkä vuoksi dataan tehdään usein niin kutsuttu *within*-muunnos asioiden yksinkertaistamiseksi. *Within*-estimaattori laskee jokaiselle poikkileikkausyksikölle jokaisen muuttujan keskiarvon ja vähentää tämän ajallisen keskiarvon jokaisen muuttujan arvosta. Muunnoksen jälkeen tämä ”alennettujen” muuttujien otos voidaan estimoida PNS-menetelmällä. (Brooks, 2008, 491–492).

Vaihtoehtoinen malli kiinteiden vaikutusten mallille on satunnaisten vaikutusten malli. Toisin kuin kiinteiden vaikutusten mallissa yksilökohtaiset vakiotermit ovat satunnaisesti

jakautuneet poikkileikkausyksilöiden kesken (Greene, 2012, 411). Satunnaisten vaikutusten malli voidaan ilmaista seuraavalla kaavalla (Brooks, 2008, 498):

$$7) \quad y_{it} = a + \beta x_{it} + \omega_{it}, \quad \omega_{it} = \epsilon_i + v_{it}$$

Mallissa ϵ_i on satunnaismuuttuja, joka vaihtelee poikkileikkausyksilöiden välillä, mutta ei ajassa. Se mittaa jokaisen yksilön vakiotermin satunnaista poikkeamaa yhteisestä ”globaalista” vakiotermitä a . Kiinteiden vaikutusten mallissa jokaisella yksilöllä on ikään kuin oma vakiotermi, kuten myös satunnaisten vaikutusten mallissa. Erona on se, että satunnaisten vaikutusten mallissa jokaisen yksilön vakiotermi muodostuu yhteisestä vakiotermitä a ja yksilöiden välillä muuttuvasta satunnaisesta poikkeamasta ϵ_i . (Brooks, 2008, 498).

Satunnaisten vaikutusten mallin parametrit a ja β voidaan estimoida konsistentisti PNS-menetelmällä, mutta estimaattori ei ole tehokas. Yleensä käytetäänkin yleistettyä PNS-estimaattoria (*GLS, generalized least squares*). Tämä estimointi sisältää muunnoksen, jossa muuttujan arvosta vähennetään painotettu ajallinen keskiarvo, joka on havainnon virhetermin ja yksilökohtaisen virhetermin funktio. Painotettu keskiarvo on siten vain ”osa” keskiarvosta, toisin kuin koko keskiarvo *within*-estimoinnissa. (Brooks, 2008, 498–499, Greene, 2012, 412–413).

Edellä on esitetty kaksi erilaista tekniikkaa paneeliaineistojen estimointiin. Aina ei ole kuitenkaan yksiselitteisen selvää, kumpaa tapaa tulisi soveltaa käytössä olevaan aineistoon. Sopivan mallin valitsemiseen käytetäänkin yleensä Hausman testiä. Testin nollahypoteesin mukaan kummatkin estimaattorit ovat yhteensopivia mallin kanssa, mutta PNS ei ole tehokkain estimaattori. Vaihtoehtoinen hypoteesi on, että kiinteiden vaikutusten estimaattori on yhteensopiva, kun taas satunnaisten vaikutusten ei ole. (Greene, 2012, 419).

3.2.2 Empiirisen osion mallit

Edellä on esitelty tämän tutkielman empiirisessä osiossa käytettävät muuttujat ja klassinen lineaarinen regressiomalli. Seuraavaksi määritellään tutkielman empiirisen osion regressiomallit, joiden avulla testataan aiemmin luvussa 2 asetettuja tutkimushypoteeseja. Testattavia malleja on yhteensä neljä. Ensimmäisessä mallissa (Malli 1) testataan yritysostojen keskimääräisen määrän ja yrityksen koon (liikevaihdon logaritmin) vaikutusta ostavan yrityksen indeksikorjattuihin osakkeen tuottoihin. Kontrollimuuttujat on sisällytetty jokaiseen testattavaan malliin. Malli 1 on kirjoitettu seuraavaan muotoon:

$$\text{Malli 1: } \ln TUOTTO = \beta_0 + \beta_1 \ln LIIKEVAIHTO + \beta_2 YRITYSOSTOT + \beta_3 \frac{D}{E} + \beta_4 ROA + u_{it}$$

Tutkielman toisen tutkimushypoteesin testaamiseksi toiseen malliin (Malli 2) on lisätty yritysostokokemusta kuvaava muuttuja:

$$\text{Malli 2: } \ln TUOTTO = \beta_0 + \beta_1 \ln LIIKEVAIHTO + \beta_2 YRITYSOSTOT + \beta_3 KOKEMUS + \beta_4 \frac{D}{E} + \beta_5 ROA + u_{it}$$

Kolmannen tutkimushypoteesin testaamiseksi malliin lisätään saman toimialan sisällä tehtyjen yritysostojen määrä. Malli 3 on siten seuraavanlainen:

$$\text{Malli 3: } \ln TUOTTO = \beta_0 + \beta_1 \ln LIIKEVAIHTO + \beta_2 YRITYSOSTOT + \beta_3 KOKEMUS + \beta_4 TOIMIALA + \beta_5 \frac{D}{E} + \beta_6 ROA + u_{it}$$

Neljänten malliin sisällytetään kahden muuttujan niin sanottu yhteismuuttuja (*product term*), jonka tarkoituksena on mitata kahden muuttujan yhteisvaikutusta. Tämä muuttuja on yrityksen koon ja yritysostojen keskimääräisen määrän tulo, eli liikevaihdon logaritmi kerrottuna yritysostojen keskimääräisellä määrällä. Koska yhteismuuttuja on vahvasti korreloitunut yritysostojen keskimääräisen määrän kanssa, jätetään jälkimmäinen neljännestä mallista pois. Malli 4 on seuraavanlainen:

Malli 4:
$$\ln TUOTTO = \beta_0 + \beta_1 \ln LIIKEVAIHTO + \beta_2 LVxYRITYSOSTOT + \beta_3 KOKEMUS + \beta_4 \frac{D}{E} + \beta_5 ROA + u_{it}$$

Näiden neljän mallin avulla testataan tutkimushypoteeseja ja pyritään havaitsemaan mahdollisia yhteyksiä muuttujien välillä.

3.2.3 Ohjelmisto

Tutkielman empiirisen osion tilastolliset testit toteutetaan R-ohjelmointikielellä. R-ohjelmointikieli on erityisesti tilastolliseen laskentaan käytetty ohjelmointikieli, jota käyttävät niin monet tutkijat kuin suuryrityksetkin. R-ohjelmointikieli valittiin työkaluksi tutkielman tilastollisten testien tekemiseen, koska se on helppokäyttöinen ja sen paneeliaineistojen tilastolliseen analysointiin kehitetyt toiminnot ovat huomattavasti kattavammat kuin muissa yliopiston opiskelijan käytössä olevissa ohjelmistoissa (esim. SPSS). Tutkielman lopussa olevissa liitteissä on nähtävillä tärkeimmät rivit tilastollisiin testeihin kirjoitetusta koodista (ks. Liite 2).

4 EMPIIRISEN OSION TULOKSET

Tutkielman neljännessä pääluvussa esitetään tutkielman empiirisen osion tilastollisten testien tulokset. Ensimmäisessä alaluvussa esitetään kuvailevaa tilastotietoa empiirisestä aineistosta ja muuttujien välinen korrelaatiomatriisi, jonka avulla tarkastellaan selittävien muuttujien välistä korrelaatiota. Toisessa alaluvussa esitetään varsinaisen paneeliregressioanalyysin tulokset ja verrataan tuloksia pääluvussa 2 asetettuihin tutkimushypoteeseihin. Vertailun perusteella vedetään yhteen, mitkä hypoteesit saivat tukea empiirisistä havainnoista ja miten nämä havainnot eroavat aiemmissä tutkimuksissa tehdyistä havainnoista.

4.1 Kuvailevaa tilastotietoa

Tutkielman lopullinen empiirinen aineisto koostuu havainnoista 141 pohjoismaisesta pörssiyrityksestä aikaväliltä 2011–2018. Kuten edellisessä luvussa mainittiin, on tutkielman aineisto epätasapainotettu paneeliaineisto, eli havaintojen määrä yritysten välillä vaihtelee. Alla olevassa taulukossa on esitetty kuvailevaa tilastotietoa aiemmin määritellyistä aineiston muuttujista.

Taulukko 1: Kuvailevaa tilastotietoa

	Keskiarvo	Mediaani	Keskiahajonta	Minimi	Maksimi	N
In_tuotto	0,04	0,07	0,54	-5,42	2,07	884
Yritysosot	1,10	1,00	1,38	0,00	13,00	987
Kokemus	4,00	3,00	5,23	0,00	54,00	987
D/E	74,00	56,89	110,21	0,00	2110,07	943
ROA	5,67	6,23	12,07	-84,70	128,42	942
Toimiala	0,84	0,00	1,51	0,00	24,00	987
InLV	13,12	13,42	2,26	0,00	18,38	941
InLV x Ostot	15,59	11,14	20,32	0,00	204,52	941

Taulukosta 1 voidaan havaita, että aineiston yhtiöiden keskimääräinen indeksikorjattu tuotto on hieman positiivinen. Tämä tarkoittaa, että keskimäärin aineiston yhtiöiden

osakkeet ovat tuottaneet vertailuindeksiään paremmin. Yritystojen keskimääräisen määrän osalta voidaan havaita, että aineiston yhtiöt ovat toteuttaneet keskimäärin yhden yrityskaupan vuosittain. Korkeimmillaan yrityskauppoja on toteutettu keskimäärin 13 vuodessa, mitä voidaan pitää jo melko suurena määränä. Kontrollimuuttujien osalta on havaittavissa korkeaa vaihtelua (suuri keskihajonta), mikä näkyy myös minimi- ja maksimiarvojen suurena erona.

Havaintojen määrästä (N) voidaan havaita, että yrityskauppadatasta muodostetuille muuttujille on saatavilla havaintoja jokaiselle ajanhetkelle. Liikevaihdosta, velkaisuudesta ja pääoman tuottoasteesta havaintoja on kustakin suunnilleen yhtä paljon. Tutkielman selittävistä muuttujista, eli osakkeen tuotosta, havaintoja on saatavilla kaikkein vähiten. Tämä selittyy ainakin osittain sillä, että osa yhtiöistä on listattu pörssiin ja osa yhtiöistä on poistunut pörssistä kesken tutkitun ajanjakson.

Seuraavaksi tarkastellaan muuttujien välisiä korrelaatioita aineistossa. Erityisesti selittävien muuttujien välisen korrelaation tutkiminen on tärkeää, koska korkea selittävien muuttujien välinen korrelaatio voi aiheuttaa erilaisia tilastollisia ongelmia. Tätä selittävien muuttujien välistä korrelaatiota kutsutaan *multikollineaarisuudeksi*. Multikollineaarisuus voi aiheuttaa mm. sen, että pienet muutokset datassa aiheuttavat suuria heilahduksia regressiokertoimien arvoihin tai että muuttujien keskivirheet ovat korkeita ja merkitsevyysasteet alhaisia, vaikka selitysaste on korkea, jolloin tuloksista tehdyt päätelmät voivat olla virheellisiä. (Greene, 2012, 129; Brooks, 2008; 170–172). Taulukossa 2 on esitetty aineiston muuttujien välinen korrelaatiomatriisi.

Taulukko 2: Korrelaatiomatriisi

	In_tuotto	Yritystotot	Kokemus	D/E	ROA	Toimiala	InLV	InLV x Ostot
In_tuotto	1,00000							
Yritystotot	0,08024	1,00000						
Kokemus	0,00689	0,52817	1,00000					
D/E	-0,08210	-0,02580	0,00263	1,00000				
ROA	0,39538	0,12939	0,10645	-0,06599	1,00000			
Toimiala	0,07320	0,65437	0,45303	0,03455	0,12755	1,00000		
InLV	-0,03520	0,15581	0,34846	0,00589	0,17290	0,11249	1,00000	
InLV x Ostot	0,05890	0,98328	0,57281	-0,03145	0,14025	0,66501	0,26040	1,00000

Yritystotot ja yhteismuuttujan (InLV x Ostot) välillä on lähes täydellinen korrelaatio, mikä oli odotettavissa. Tästä syystä näitä muuttujia ei ole sisällytetty samaan malliin yhtä aikaa. Myös yritysostokokemus ja toimialamuuttuja korreloivat jonkin verran yritysostot muuttujan kanssa (0,53 ja 0,65). Vaikka tämän luokan korrelaatio ei vielä välttämättä aiheuta suurta ongelmaa regressioanalyysin tulosten tulkintaan, on tämä huomioitu testattavien mallien suunnittelussa. Yritysostokokemusta ja toimialamuuttujaa ei ole siten sisällytetty ensimmäiseen malliin, jotta yritysostot keskimääräisen määrän itsenäinen vaikutus pystytään havaitsemaan. Yritysostokokemusta kuvaava muuttuja lisätään toiseen malliin ja toimialamuuttuja on mukana kolmannessa mallissa.

4.2 Regressioanalyysin tulokset

Pääluvussa kolme esitettiin paneeliaineistojen estimointiin käytettävät vaihtoehtoiset mallit: kiinteiden ja satunnaisten vaikutusten mallit. Luvussa esiteltiin myös sopivan mallin valintaan käytettävä Hausman testi, jonka perusteella valitaan paneeliregressioanalyysissä käytettävä malli. Hausman testin tuloksena nollahypoteesi (kumpikin menetelmä yhteensopiva, mutta PNS ei tehokkain) hylättiin jokaisen neljän mallin osalta Hausman testin p-arvon ollessa pienempi kuin 0,000 (ks. Liite 1). Testin perusteella menetelmäksi empiirisen osion mallien estimointiin valikoitui siten kiinteiden vaikutusten malli. Taulukossa 3 on esitetty kiinteiden vaikutusten mallia ja *within*-estimointia hyödyntäen saadut tulokset.

Taulukko 3: Paneeliregression tulokset

	Malli 1	Malli 2	Malli 3	Malli 4
ln(LIIKEVAIHTO)	-0,1778436 *** (-4,4925)	-0,1737520 *** (-4,3518)	-0,1776293 *** (-4,4125)	-0,1715487 *** (-4,2884)
Yritysosot	0,0350398 * (1,9775)	0,0343603 ' (1,9364)	0,0477386 ' (1,9192)	
Kokemus		-0,0048200 (-0,7993)	-0,0039102 (-0,6360)	-0,0051421 (-0,8514)
Toimiala			-0,0145767 (-0,7677)	
lnLV x Yritysosot				0,0012713 (1,0150)
D/E	-0,0006476 ** (-2,6970)	-0,0006377 ** (-2,6514)	-0,0006329 ** (-2,6296)	-0,0006212 * (-2,5793)
ROA	0,0137035 *** (6,8807)	0,0137998 *** (6,9146)	0,0137434 *** (6,8797)	0,0140764 *** (7,0623)
Havaintojen määrä	847	847	847	847
R² (selitysaste)	0,1063	0,1071	0,1079	0,1037
F-testisuureen arvo	20,8788	16,8222	14,1085	16,2163

(*** Tilastollisesti merkitsevä 0,1 % merkitsevyystasolla, ** 1 % merkitsevyystasolla, * 5 % merkitsevyystasolla, ' 10 % merkitsevyystasolla. Suluissa t-arvot)

Kuten taulukosta 3 nähdään yrityksen koko ja kontrollimuuttujat (velkaisuus ja pääoman tuottoaste) ovat tilastollisesti merkitseviä jokaisessa neljässä mallissa. Yrityksen koon, jota mitataan liikevaihdon luonnollisella logaritmillä, vaikutus ostavan yrityksen osakkeen tuottoon on selvästi negatiivinen. Yritysosojen keskimääräisen määrän vaikutus on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä mallissa 1, mutta tilastollisesti vain suuntaa antava ($p < 10\%$) muissa käytetyissä malleissa. Sen sijaan yritysostokokemuksella ja saman toimialan sisällä tehdyillä yritysostoilla ei tulosten perusteella ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta ostavan yrityksen osakkeen indeksikorjattuun tuottoon. Mallissa 4 testattiin yrityksen koon ja yritysostojen keskimääräisen määrän yhteismuuttujan vaikutusta osakkeen indeksikorjattuun tuottoon, mutta vaikutus ei ollut tilastollisesti merkitsevä.

Empiirisen osion mallien selitysasteet jäivät myös melko mataliksi (n. 10 %), joskin matalat selitysasteet ovat olleet hyvin tyypillisiä yrityskauppojen tutkimuksissa, joissa selittävänä muuttujana on osakkeen (epänormaali) tuotto (mm. Haleblan & Finkelstein, 1999; Laamanen & Keil, 2008). Myös Golubov ym. (2015) toteavat tutkimuksessaan, että suurimmassa osassa yrityskauppojen tutkimuksista selitysasteet ovat olleet vain noin 5–6 %, eli käytetyt mallit ovat pystyneet selittämään vain pienen osan tuottojen vaihtelusta. Mallien selitysasteet ovat siten samassa suuruusluokassa aiempien yrityskauppojen tutkimusten kanssa.

Paneeliaineistot kärsivät usein sekä heteroskedastisuudesta että autokorrelaatiosta. Heteroskedastisuus tarkoittaa, että regressiokertoimien virhetermien varianssi ei ole vakio havaintojen välillä (Greene, 2012, 308). Jos mallin virhetermit ovat heteroskedastisia, estimoitujen regressiokertoimien keskivirheet voivat olla virheellisiä, jolloin tuloksista tehtävät päätelmät voivat olla harhaanjohtavia (Brooks, 2008, 135). Keskivirheen suuruus vaikuttaa suoraan t-arvoon ja sitä kautta muuttujan tilastolliseen merkitsevyyteen, minkä vuoksi keskivirheiden suuruusluokka vaikuttaa johtopäätöksiin muuttujien tilastollisesta merkitsevyydestä.

Autokorrelaatiota esiintyy yleensä aikasarja-aineistoissa, kun regression virhetermit eri ajanhetkillä ovat korreloituneita keskenään (Brooks, 2008, 139). Tällaisessa tilanteessa regression havaintojen vaihtelu ei ole riippumaton aiempien ajanhetkien havainnoista (Greene, 2012, 297). Paneeliaineistossa autokorrelaatiolla viitataan ryhmän sisällä olevien havaintojen väliseen korrelaatioon (Greene, 2012, 428). Autokorrelaation vaikutukset tuloksiin ovat samankaltaiset kuin heteroskedastisuudella, eli regressiokertoimet ovat harhattomia, mutta keskivirheet voivat olla virheellisiä (Brooks, 2008, 149).

Mallin virhetermien heteroskedastisuutta voidaan testata Breuschin ja Paganin kehittämällä testillä (*Lagrange multiplier*), jonka nollahypoteesina on, että virhetermit ovat homoskedastisia. Breusch-Pagan testistä tehokkaampi versio on Koenkerin (1981) esittämä versio testistä, joka on vähemmän herkkä normaalisuuden oletukselle. (Greene, 2012, 316). Autokorrelaation havaitsemiseksi voidaan sen sijaan käyttää Breusch-Godfrey testiä, joka on käyttökelpoisempi useammassa tilanteissa kuin vaihtoehtoinen Durbin-

Watson testi. Testin nollasshypoteesin mukaan, tämän hetken virhetermi ei ole yhteydessä sen aiempien ajanhetkien arvoihin (ei autokorrelaatiota), eli toisin sanoen aiemmat havainnot eivät selitä tämän hetken virhetermin vaihtelua. Jos virhetermi on yhteydessä sen aiempiin arvoihin, on virhetermi autokorreloitu ja nollasshypoteesi hylätään. (Brooks, 2008, 148–149).

Empiirisen osion tulosten luotettavuuden varmistamiseksi jokaiselle empiirisen osion neljälle mallille toteutettiin Breusch-Pagan testi ja Breusch-Godfrey testi. Testien perusteella jokaisen neljän mallin havaittiin kärsivän heteroskedastisuudesta ja autokorrelaatiosta (ks. Liite 1). Jotta regressioanalyysin tuloksia ja regressiokertoimien arvojen merkitystä voidaan arvioida luotettavasti heteroskedastisuuden ja autokorrelaation läsnä ollessa, käytetään usein niin kutsuttuja robusteja keskivirheitä (*robust standard errors*). Kiinteiden vaikutusten mallin robusti estimointi voidaan suorittaa Arellanon (1987) kehittämällä robustilla estimaattorilla (Greene, 2012, 426). Tällä menetelmällä saatu *within*-estimaattorin varianssin estimaatti on robusti sekä heteroskedastisuuden että autokorrelaation läsnä ollessa (Arellano, 2003).

Testien perusteella kaikki empiirisen osion mallit kärsivät heteroskedastisuudesta ja autokorrelaatiosta, minkä vuoksi taulukossa 3 esitetyt regressiokertoimien t-arvot voivat olla harhaanjohtavia. Jotta paneeliregression tuloksista voidaan tehdä oikeita ja luotettavia johtopäätöksiä, suoritettiin jokaiselle mallille robusti estimointi käyttäen Arellanon robusteja keskivirheitä. Taulukossa 4 on esitetty robustin estimoinnin tulokset.

Taulukosta 4 voidaan havaita, että robustien keskivirheiden käyttäminen vaikuttaa selvästi regressiokertoimien t-arvoihin ja tilastolliseen merkitsevyyteen. Alkuperäisessä paneeliregressiossa yritysostojen keskimääräinen määrä sai tilastollisesti merkitseviä ($p < 0,05$) ja suuntaa antavia ($p < 0,1$) arvoja, mutta robustien keskivirheiden kanssa tilastollinen merkitsevyys häviää. Myös velkaisuutta kuvaava kontrollimuuttuja oli alkuperäisessä regressiossa tilastollisesti merkitsevä, mutta robusteilla keskivirheillä ei. Sen sijaan yrityksen kokoa kuvaava liikevaihdon logaritmi on tilastollisesti merkitsevä, samoin toinen kontrollimuuttuja pääoman tuotto aste ($p < 0,05$ kummallakin).

Taulukko 4: Paneeliregressio (robustit keskivirheet)

	Malli 1	Malli 2	Malli 3	Malli 4
ln(LIIKEVAIHTO)	-0,1778436 * (-2,5009)	-0,1737520 * (-2,4728)	-0,1776293 * (-2,4967)	-0,1715487 * (-2,4285)
Yritysostot	0,0350398 (1,3339)	0,0343603 (1,3358)	0,047737 (1,3680)	
Kokemus		-0,0048200 (-1,0403)	-0,0039102 (-0,7545)	-0,0051421 (-1,0844)
Toimiala			-0,0145767 (-0,5858)	
lnLV x Yritysostot				0,0012713 (0,8505)
D/E	-0,0006476 (-0,8815)	-0,0006377 (-0,8790)	-0,0006329 (-0,8753)	-0,0006212 (-0,8951)
ROA	0,0137035 * (2,5427)	0,0137998 * (2,5619)	0,0137434 * (2,5551)	0,0140764 * (2,5547)

(*** Tilastollisesti merkitsevä 0,1 % merkitsevyystasolla, ** 1 % merkitsevyystasolla, * 5 % merkitsevyystasolla, ' 10 % merkitsevyystasolla. Suluissa t-arvot)

4.3 Yhteenveto empiirisen osion tuloksista

Tutkielman lopullinen empiirinen aineisto koostuu havainnoista 141 pohjoismaisesta pörssiyrityksestä aikaväliltä 2011–2018. Aineisto on luonteeltaan epätasapainotettu paneeliaineisto, eli ajallisten havaintojen määrä vaihtelee havaintoyksiköiden (yritysten) välillä. Yrityskauppadatan pohjalta muodostetuille muuttujille oli saatavilla havaintoja jokaiselle ajanhetkelle, mutta osakkeiden tuotoista ja esimerkiksi yrityksen kokoa mittaavasta muuttujasta havaintoja oli saatavilla hieman vähemmän. Lopullisessa paneeliregressioanalyysissä havaintoja oli yhteensä 847.

Ensimmäisen paneeliregression perusteella ostavan yrityksen koolla, jota mitattiin yrityksen liikevaihdolla, on selvä negatiivinen ja tilastollisesti merkitsevä vaikutus ostavan

yrittäjien osakkeen indeksikorjattuun tuottoon. Yritystostojen keskimääräisellä määrällä havaittiin olevan positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä vaikutus mallissa 1, mutta vain tilastollisesti suuntaa antava vaikutus muissa malleissa. Yritystostokokemuksella tai saman toimialan sisällä tehdyillä yritysostoilla ei ollut tilastollisesti merkitsevää vaikutusta ostavan yrityksen suorituskykyyn.

Empiirisen osion malleille suoritettiin robusti estimointi, koska mallit kärsivät sekä heteroskedastisuudesta että autokorrelaatiosta, jotka vääristävät regressiokertoimien keskivirheitä ja siten niiden tilastollista merkitsevyyttä. Robustin estimoinnin tulosten perusteella voidaan todeta, että ainoastaan hypoteesi 4a, jonka mukaan yrityksen koolla on suora negatiivinen vaikutus ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin, sai tukea empiirisistä havainnoista. Tämä havainto on linjassa Moellerin ym. (2004), Laamasen ja Keilin (2008) sekä Jansenin ym. (2015) havaintojen kanssa. Sen sijaan yritysostojen keskimääräisellä määrällä ei tulosten perusteella näyttäisi olevan tilastollisesti merkitsevää vaikutusta ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin. Yritystostojen keskimääräisen määrän vaikutus oli myös etumerkiltään positiivinen, kun taas Kusewitt (1985) ja Laamanen ja Keil (2008) havaitsivat negatiivisen yhteyden.

Yritystostokokemuksella ei niin ikään havaittu tilastollisesti merkitsevää vaikutusta ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin, mikä on linjassa Zollon ja Singhin (2004) tutkimuksen kanssa. Muissa aiemmissa tutkimuksissa yritystostokokemuksella on havaittu olevan negatiivisia, mutta myös positiivisia vaikutuksia (mm. Haleblan & Finkelstein 1999; Hayward 2002), joten yritystostokokemuksen vaikutuksesta toistuvia yritysostoja tekevien yritysten osakkeiden tuottoihin ei näyttäisi olevan yksiselitteistä näyttöä. Toimialojen samankaltaisuuden positiivisesta vaikutuksesta on sen sijaan saatu näyttöä useassa aiemmassa tutkimuksessa, mutta tässä tutkielmassa toimialojen samankaltaisuudella ei havaittu olevan tilastollisesti merkitsevää vaikutusta ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin.

5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO

Yrityskaupat ovat merkittäviä strategisia järjestelyjä ja osalle yrityksistä toistuvat yritysostot ovat keskeinen osa yrityksen strategiaa. Tällaiset toistuvia yritysostoja tekevät yritykset toteuttavat yleensä toisiinsa liittyvien yritysostojen sarjoja, joiden tavoitteena on tiettyjen strategisten tavoitteiden saavuttaminen (Laamanen & Keil, 2008). Tämän tutkielman tavoitteena oli tutkia, onko toistuvilla yritysostoilla vaikutusta ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin. Toisin sanoen, onko toistuvien yritysostojen avulla onnistuttu luomaan lisäarvoa yrityksen osakkeenomistajille.

Tutkielman ensisijaisena kiinnostuksen kohteena oli toteutettujen yrityskauppojen määrän vaikutus ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin, mutta lisäksi tutkimuksessa oltiin kiinnostuneita myös muiden aiemmissä tutkimuksissa havaittujen muuttujien, kuten ostavan yrityksen koon, yritysostokokemuksen ja toimialojen samankaltaisuuden vaikutuksesta ostavan yrityksen osakkeiden tuottoihin. Yritysostojen keskimääräisen määrän on aiemmissä tutkimuksissa havaittu vaikuttavan negatiivisesti ostavan yrityksen suorituskykyyn ja osakkeen tuottoihin (Kusewitt, 1985; Laamanen & Keil, 2008). Ostavan yrityksen koon on niin ikään havaittu vaikuttavan negatiivisesti (mm. Moeller ym., 2004; Jansen ym., 2015), kun taas toimialojen samankaltaisuudella on havaittu olevan positiivinen vaikutus ostavan yrityksen suorituskykyyn (mm. Haleblan & Finkelstein, 2002; Basuil & Datta 2015). Aiemman yritysostokokemuksen vaikutuksesta ostavan yrityksen suorituskykyyn on aiemmissä tutkimuksissa saatu ristiriitaisia tuloksia (Haleblan & Finkelstein, 1999; Hayward, 2002).

Tutkimuskirjallisuudessa on esitetty erilaisia motiiveja yrityskauppojen tekemiselle. Synergiaetujen saavuttamista pidetään yleensä tärkeimpänä motiivina yrityskauppoihin ryhtymiselle (Berkovitch & Narayanan, 1993; Seth ym., 2000). Tutkimuskirjallisuuden perusteella vaikuttaisi kuitenkin siltä, etteivät yrityskaupat usein onnistu luomaan odotettua lisäarvoa, minkä vuoksi on esitetty vaihtoehtoisia teorioita selittämään yritysostojen negatiivisia vaikutuksia ostavan yrityksen suorituskykyyn. Ensimmäinen on agenttimotiivi, jonka mukaan yrityksen johto ryhtyy yrityskauppoihin henkilökohtaisten motiivien takia,

kuten oman vaikutusvaltansa kasvattamisen toivossa (Jensen, 1986; Ali-Yrkkö, 2002). Toinen on niin kutsuttu hubris-hypoteesi, jonka mukaan yritysjohdon liika itseluottamus johtaa ylioptimistiseen kohdeyritysten valintaan ja mahdollisten riskien aliarvioimiseen, jotka taas johtavat epäonnistuneisiin yrityskauppoihin (Roll, 1986; Berkovitch & Narayanan, 1993; Ali-Yrkkö, 2002).

Hubris-hypoteesin on ajateltu selittävän erityisesti toistuvia yritysostoja tekevien yritysten kauppaa kaupalta laskevia epänormaaleja tuottoja. Mikäli yrityksen johdon ensimmäinen yritysosto on ollut onnistunut, saattaa johto uskoa onnistumisen johtuvan heidän erinomaisesta yritysosto-osaamisestaan ja ryhtyä siten uusiin yritysostoihin. Liika itseluottamus voi johtaa tulevan kaupan kohteen mahdollisuuksien yliarviointiin ja riskien aliarviointiin, jolloin kaupalla ei välttämättä onnistuta luomaan odotettua arvoa. (Ismail, 2008; Al Rahahleh & Wei, 2012; Nour Adel & Alkaraan, 2019). Johdon toteuttamien yritysostojen määrän on myös havaittu olevan yhteydessä johdon ansaitsemien bonuksien suuruuteen, jolloin johdon henkilökohtaiset motiivit (agenttimotiivi) voivat olla tehtyjen yritysostojen taustalla (Mishra, 2020).

Tutkielman empiirisen osion aineiston keräämisen ja siihen tehtyjen rajausten jälkeen tutkielman aineistoon valikoitui 141 pohjoismaista pörssi-yhtiötä. Nämä 141 yhtiötä toteuttivat keskimäärin 8,8 yrityskauppaa aikavälillä 2011–2018, mikä vastaa noin yhtä yrityskauppaa vuodessa. Aineiston pohjalta muodostettiin tutkittavat muuttujat tilastollisia testejä varten. Selitettävänä muuttujana toimi ostavan yrityksen osakkeen indeksikorjattu tuotto ja selittävinä muuttujina yritysostojen keskimääräinen määrä, ostavan yrityksen koko, aiempi yritysostokokemus ja saman toimialan sisällä tehtyjen yritysostojen määrä. Kontrollimuuttujina käytettiin ostavan yrityksen koko pääoman tuottoastetta ja velkaantuneisuutta. Muuttujien välisiä suhteita tutkittiin neljällä eri tilastollisella mallilla ja jokaisen mallin estimoinnissa käytettiin kiinteiden vaikutusten mallia ja *within*-estimointia.

Tutkielman empiirisen osion tulosten perusteella pohjoismaisten yritysten yritysostojen keskimääräisellä määrällä ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta ostavan yrityksen indeksikorjattuun osakkeen tuottoon. Toisin sanoen yritysostojen keskimääräisen määrän vaikutus ei eroa tilastollisesti nolosta. Regressiokertoimen etumerkki oli myös

positiivinen, kun aiemmissa tutkimuksissa (Kusewitt, 1985; Laamanen & Keil, 2008) yritysostojen keskimääräisen määrän on havaittu vaikuttavan negatiivisesti ostavan yrityksen osakkeen pitkän aikavälin tuottoihin. Huomioitavaa on kuitenkin, että näissä aiemmissa tutkimuksissa aineistot ovat koostuneet yhdysvaltalaisista yrityksistä ja havainnot ovat sijoittuneet ajallisesti aikaan ennen 2000-lukua, mikä hankaloittaa tulosten keskinäistä vertailua.

Tutkielman tulosten perusteella vaikuttaisi siltä, että toistuvia yritysostoja tekevät yritykset eivät ole pystyneet luomaan omistajilleen lisäarvoa toistuvien yritysostojen avulla. Toisaalta tuloksista voidaan myös päätellä, että toistuvien yrityskauppojen toteuttaminen ei ole vaikuttanut myöskään negatiivisesti näiden yritysten kykyyn luoda omistaja-arvoa, mikä eroaa aiemmissa tutkimuksissa tehdyistä havainnoista. Tulokset voivatkin kertoa yritysten parantuneesta suorituskyvystä yrityskaupoissa, ja viimeaikaisissa yrityskauppojen tutkimuksissa onkin saatu viitteitä tällaisesta suunnan muutoksesta. Esimerkiksi Alexandridis, Antypas ja Travlos (2017) havaitsivat, että yritysostojen tuotoissa on tapahtunut merkittävä käänne positiiviseen suuntaan vuoden 2009 jälkeen. Tutkijat havaitsivat, että vuosina 2010–2015 yritysostojen jälkeiset epänormaali tuotot olivat positiivisia, toisin kuin ajanjaksolla ennen vuotta 2009.

Alexandridis ym. (2017) epäilevät, että finanssikriisin jälkeiset kehitysaskeleet listayhtiöiden hyvässä hallintotavassa (*corporate governance*) voivat ainakin osittain selittää yritysten parempaa kykyä luoda arvoa yritysostojen avulla. Positiivinen käänne yrityskauppojen arvonluonnissa voi osittain selittää myös sitä, miksi tässä tutkielmassa yritysostojen määrällä ei havaittu olevan negatiivisia vaikutuksia ostavien yritysten osakkeiden tuottoihin. Kehitysaskeleet hyvässä ja hallintotavassa ja mahdollisesti myös yritysten yritysosto-osaamisessa voivat selittää negatiivisten vaikutusten häviämisistä.

Tutkielman tulosten pohjalta ei ole syytä olettaa hubris-hypoteesin tai johdon motiivien vaikuttavan merkittävästi pohjoismaisten yritysjohtajien käyttäytymiseen, ainakaan yrityskauppojen kontekstissa. Toisaalta tutkielman tulosten perusteella on syytä kyseenalaistaa toistuvien yritysostojen tarkoituksenmukaisuus osana yrityksen strategiaa, mikäli tehtyjen yritysostojen vaikutus yrityksen tuloksentekeytykseen ja omistaja-arvon luontiin

on käytännössä olematon. Yrityskauppoihin ryhdyttäessä yrityksen johto on varmasti uskonut synergiaetujen tuovan kustannussäästöjä ja lisäävän tehokkuutta, mutta olisiko omistajien näkökulmasta vastaavaan tuottoon päästy ilman näiden yrityskauppojen toteuttamista?

Muista tutkituista muuttujista ainoastaan yrityksen koko sai tilastollisesti merkitseviä arvoja. Yrityksen koolla havaittiin olevan selvä negatiivinen ja tilastollisesti merkitsevä vaikutus ostavan yrityksen osakkeen indeksikorjattuun tuottoon, mikä on linjassa Moellerin ym. (2004) ja Jansenin ym. (2015) tutkimusten kanssa. Kummassakin tutkimuksessa havaittiin pienten yritysten tekemien kauppojen johtavan selvästi positiivisiin epänormaaleihin tuottoihin, ja suurten yritysten kauppojen negatiivisiin. Moeller ym. (2004) mukaan selityksenä ilmiölle voi olla se, että pienten yritysten yrityskauppojen kohteena on useammin yksityinen kuin listattu yhtiö, minkä on aiemmissa tutkimuksissa havaittu johtavan parempiin yrityskaupan jälkeisiin tuottoihin.

Rahoituksen tutkimuskirjallisuudessa on jo pitkään oltu tietoisia pienten yritysten korkeammista tuotoista. Tässä tutkielmassa aineisto koostui kuitenkin vain useita yrityskauppoja tehneistä yrityksistä, mikä tekee havainnosta mielenkiintoisemman. Yrityksen suuremmasta koosta ei näyttäisi olevan hyötyä toistuvien yritysostojen toteuttamisessa. Mahdollisena selityksenä tälle voi olla, että pienemmät yritykset ovat kevyempiä organisatorakenteeltaan, mikä helpottaa ostetun yrityksen/yksikön integroimista. Integrointiin vaikuttaa tietenkin myös ostettavan yrityksen koko, ja kuten Moeller ym. (2004) argumentoivat, pienemmät yritykset ostavat todennäköisemmin pienempiä yrityksiä kuin suuret yhtiöt. Moeller ym. (2004) ja Jansen ym. (2015) uskovat myös, että hubris-hypoteesi voi selittää suurten yhtiöiden tekemien yrityskauppojen negatiivisia tuottoja.

Yritysostokokemuksen vaikutuksesta ostavan yrityksen suorituskykyyn on aiemmissa tutkimuksissa saatu eriäviä tutkimustuloksia. Tutkielman empiirisessä osiossa yritysostokokemuksen vaikutus ei ollut tilastollisesti merkitsevä, mikä on linjassa Zollon ja Singhin (2004) tutkimuksen kanssa. Haleblin ja Finkelstein (1999) havaitsivat tutkimuksessaan, että parhaiten suoriutuneita olivat ne ostavat yritykset, joilla ei ollut lainkaan yritysostokokemusta ja ne yritykset, joilla kokemusta oli paljon. Hayward (2002) sen sijaan havaitsi

yritysostojen välisen ajan ja kohdeyritysten samankaltaisuuden vaikuttavan siihen, oliko aiemmasta yritysostokokemuksesta hyötyä.

Tämän tutkielman ja aiempien tutkimusten havaintojen perusteella vaikuttaisi siltä, että aiempi yritysostokokemus ei itsessään vaikuta menestymiseen seuraavissa yritysostoissa, vaan aiemman kokemuksen ”hyödyllisyys” on usean eri tekijän summa. Nämä epäyhte-näiset havainnot myös korostavat sitä, että jokainen yrityskauppa on erilainen, vaikka kaupan kohde olisi kuinka samanlainen aiempien ostokohteiden kanssa. Jokaiseen yritys-kauppaan liittyy omat haasteensa ja riskinsä, joihin ei edes aiempi kokemus yritysostoista tai saman toimialan yritysten ostamisesta pysty täysin valmistamaan.

Tutkielman tulosten perusteella myöskään ostavan yrityksen ja kohdeyritysten toimialo-jen samankaltaisuudella ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta ostavan yrityksen osakkeen tuottoihin. Aiemmissä tutkimuksissa oli kuitenkin havaittu toimialojen saman-kaltaisuuden ja aiemman yritysostokokemuksen samalta toimialalta vaikuttavan positiivisesti ostavan yrityksen suorituskykyyn yrityskaupoissa (Haleblian & Finkelstein, 2002; Basuil & Datta, 2015). Laamanen ja Keil (2008) sen sijaan havaitsivat yritysosto-ohjel-man laajuuden, jota he mittasivat ostavan yrityksen toimialaportfolion muutoksella, vai-kuttavan positiivisesti toistuvia yritysostoja tekevien yritysten osakkeiden tuottoihin.

Yritysostojen keskittämisessä ostavan yrityksen kanssa samalle toimialalle voisi ajatella olevan useita eri hyötyjä ostavan yrityksen näkökulmasta. Esimerkiksi Haleblian ja Fin-kelstein (2002) argumentoivat, että toimialakohtaisten käytäntöjen tunteminen helpottaa ostavaa yritystä potentiaalisten kohdeyritysten analysoinnissa ja vähentää yhteensovitta-misongelmia integraatiovaiheessa. Tutkielman tulosten ja aiemmissä tutkimuksissa teh-tyjen havaintojen perusteella vaikuttaisi kuitenkin siltä, ettei toimialojen samankaltaisuu-den vaikutuksesta yrityskauppojen onnistumiseen ole yksiselitteistä näyttöä, ainakaan toistuvien yritysostojen osalta. Tämäkin havainto korostaa yrityskauppojen monimutkai-suutta ja sitä, että jokainen yrityskauppa on omanlaisensa.

Aiemmistä tutkimuksista voidaan selvästi huomata, että yritysostokokemuksen ja toi-mialojen samankaltaisuuden vaikutukset toistuvissa yritysostoissa onnistumiseen ovat

toisistaan riippuvaisia. Tässä tutkielmassa ei sen laajuuden vuoksi pystytty keskittymään näiden muuttujien yhteisvaikutukseen, mutta aihepiiri tarjoaa mielenkiintoisia mahdollisuuksia tulevaisuuden tutkimukselle. Esimerkiksi saman toimialan sisällä toistuvia yritysostoja tekevien yritysten vertailu yrityksiin, jotka ostavat yrityksiä useilta eri toimialoilta, voisi tarjota kiinnostavaa tietoa erilaisten strategioiden toimivuudesta. Toinen kiinnostava tutkimusalue on yritysostokokemuksen toimialasidonnaisuuden vaikutus yrityskaupan onnistumiseen, eli onko aiempi yritysostokokemus samankaltaisten yritysten ostamista hyödyllisempää kuin yritysostokokemus yleisesti miltä tahansa toimialalta.

Tämän tutkielman tulosten perusteella toistuvilla yritysostoilla ei näyttäisi olevan vaikutusta yritysten omistaja-arvon luontiin. Tutkielmassa keskityttiin kuitenkin vain puhtaasti kvantitatiivisten muuttujien vaikutuksen mittaamiseen. Kuitenkin esimerkiksi Golubov ym. (2015) argumentoivat, että tietyt kvalitatiiviset tekijät, kuten poikkeuksellisen hyvä yritysosto-osaaminen yrityksen sisällä tai useiden yritysostojen tekemiselle sopiva liike-toimintamalli, voivat selittää, miksi jotkut yritysostajat pystyvät jatkuvasti luomaan omistaja-arvoa yritysostoilla. Tutkijat osoittivat tutkimuksessaan, että yritysostajien tuotot olivat heidän aineistossaan ajallisesti pysyviä, ja erityisesti parhaimmat yritysostajat onnistuivat toistuvasti uusissa yritysostoissaan. Golubov ym. (2015) argumentoivatkin, että jotkut yritykset vain yksinkertaisesti ovat erinomaisia yritysostajia riippumatta ajassa muuttuvista tai kauppakohtaisista tekijöistä.

Golubovin ym. (2015) mukaan yritysosto-osaaminen voi liittyä esimerkiksi yrityskauppoihin erikoistuneeseen tiimiin tai muita yrityksiä parempiin yrityskauppojen läpivientiin liittyviin prosesseihin. Esimerkiksi Trichterborn ym. (2016) havaitsivat, että yritysostokokemus ja *erillinen yritysostofunktio* auttavat yritysostokyvykkyyden kehittämisessä. Heidän tutkimuksessaan yritysostokyvykkyydellä oli suora positiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn yrityskaupoissa, ja tutkijoiden mukaan yritysostofunktion suurin kontribuutio onkin sen positiivinen vaikutus yritysostokyvykkyyden kehittämiseen. Myös aiemmin käsitellyn yritysostokokemuksen merkitys näkyy nimenomaan yritysostokyvykkyyden kehittämisessä, vaikka tässä tutkielmassa suoraa vaikutusta omistaja-arvon luontiin ei havaittukaan.

Tämän tutkielman tarkoituksena ei ollut tunnistaa yksittäisiä erinomaisia yritysostajia ja tutkia niiden osakkeiden tuottojen kehitystä kauppa kaupalta. Tutkielma on myös luonteeltaan kvantitatiivinen tutkimus, jonka menetelmien avulla ei pystytä tunnistamaan yksittäisten yritysten yritysosto-osaamiseen liittyviä tekijöitä. Yksittäisten yritysten yritysosto-osaaminen ja sen kehittyminen ovatkin mahdollisia selityksiä sille, miksi tutkielmassa yritysostojen ei havaittu vaikuttavan negatiivisesti ostavien yritysten omistaja-arvon luontiin, toisin kuin aiemmissa tutkimuksissa (Kusewitt, 1985; Laamanen & Keil, 2008). Koska aikaväli edeltäviin tutkimuksiin on melko pitkä, voivat jo aiemmin mainitut finanssikriisin jälkeiset parannukset yritysten hyvässä hallintotavassa selittää, miksi toistuvilla yritysostoilla ei havaittu negatiivisia vaikutuksia yritysten suorituskykyyn. Vahvempi hallinto vähentää erityisesti johdon opportunistista käyttäytymistä, ja siten estää yrityksiä ryhtymästä yrityskauppoihin pelkästään johdon motiivien tai liian itseluottamuksen pohjalta.

Koska yritysostoilla ei havaittu olevan myöskään positiivista vaikutusta ostavan yrityksen osakkeiden tuottoihin ja siten omistaja-arvon luontiin, on syytä pohtia, arvioidaanko pohjoismaisissa yrityksissä yritysostojen synergiaetuja ja kohdeyritysten tulevaisuuden tuotto-odotuksia liian optimistisesti kohdeyrityksestä maksettuun hintaan nähden. Yritysostot ovat kuitenkin monelle yritykselle merkittävän kokoluokan investointeja, jolloin yrityksen johdon olisi myös hyvä pohtia, voitaisiinko kasvua hakea kasvattamalla nykyistä liiketoimintaa orgaanisesti yritysostojen sijaan. Erityisesti suuriin yritysostoihin liittyy aina merkittävä riski siitä, että kaupalla ei onnistuta luomaan omistaja-arvoa yrityksen osakkeenomistajille tai pahimmillaan jopa tuhotaan sitä.

Tutkimuksen luotettavuus ja jatkotutkimusaiheet

Tutkimuksen replikaatio (*replication*) on tärkeä osa kvantitatiivista tutkimusta, koska objektiivisuus ja tulosten yleistettävyyys ovat kvantitatiivisen tutkimuksen keskeisiä tavoitteita. Tästä syystä kvantitatiivisen tutkimuksen tekijän on raportoitava täsmällisesti ja tarkasti hänen käyttämänsä menetelmät ja aineisto, jotta kuka tahansa voisi päätyä

täsmälleen samoihin tutkimustuloksiin, jos tutkimus tehtäisiin uudestaan samalla aineistolla. (Bryman & Bell, 2015, 176). Tässä tutkielmassa onkin pyritty kuvaamaan tutkielman empiirinen aineisto, aineiston lähteet ja analysointiin käytettävät tilastolliset menetelmät mahdollisimman yksityiskohtaisesti.

Vaikka tutkielman empiirinen osio on pyritty toteuttamaan objektiivisesti ja riippumattomasti on tuloksista tehtävissä johtopäätöksissä noudatettava varovaisuutta. Ensinnäkin tutkielman tulokset kuvaavat ilmiötä ainoastaan pohjoismaisten yritysten osalta ja vain tutkitulla ajanjaksolla. Tulokset myös erosivat monilta osin aiemmista pohjoismaiden ulkopuolella tehdyistä tutkimuksista, joten tuloksista ei voida vetää johtopäätöksiä pohjoismaiden ulkopuolisiin yrityksiin. Toiseksi tutkimuksen aineisto on moneen aiempaan aihealueen tutkimukseen verrattuna pieni, mikä johtuu tutkimuksen maantieteellisestä rajauksesta ja keskittymisestä vain useita yritysostoja tehneisiin yrityksiin.

Tutkimusta toistuvien yritysostojen vaikutuksesta ostavan yrityksen suorituskykyyn on tehty huomattavasti vähemmän kuin yksittäisten kauppojen vaikutuksesta tai yksittäisten kauppojen onnistumiseen vaikuttavista tekijöistä. Aiheen lisätutkimukselle on siten kysyntää tulevaisuudessakin erityisesti uusilla maantieteellisillä alueilla ja suuremmilla aineistoilla. Lisäksi kvalitatiivisten menetelmien hyödyntäminen toistuvia yritysostoja tekevien yritysten suorituskyvyn tutkimuksessa voisi tarjota sellaista tietoa, mitä kvantitatiivisilla menetelmillä ei ole pystytty havaitsemaan.

Jatkotutkimuksia ajatellen olisi mielenkiintoista pyrkiä tunnistamaan pohjoismaisia yrityksiä, jotka ovat onnistuneet luomaan omistaja-arvoa toistuvien yritysostojen avulla. Näiden yritysten osalta voitaisiin tutkia esimerkiksi niiden yritysostostrategioita, kohteiden valintakriteereitä, sisäisiä yritysostotiimejä ja yritysostoihin liittyviä prosesseja kvalitatiivisilla menetelmillä. Tällaisen tutkimuksen avulla voitaisiin keskittyä muutamiin hyvin menestyneisiin yritysostajiin, ja tunnistaa niitä tekijöitä ja käytäntöjä, joihin keskittymällä toistuvilla yritysostoilla pystyttäisiin parantamaan yritysten suorituskykyä ja luomaan lisäarvoa yritysten osakkeenomistajille.

LÄHDELUETTELO

- Aktas, N., de Bodt, E., & Roll, R. (2009). Learning, hubris and corporate serial acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 15(5), 543-561.
- Aktas, N., de Bodt, E., & Roll, R. (2013). Learning from repetitive acquisitions: Evidence from the time between deals. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 99-117.
- Al Rahahleh, N., & Wei, P. P. (2012). The performance of frequent acquirers: Evidence from emerging markets. *Global Finance Journal*, 23(1), 16-33.
- Alexandridis, G., Antypas, N., & Travlos, N. (2017). Value creation from M&As: New evidence. *Journal of Corporate Finance*, 45, 632-650.
- Ali-Yrkkö, J. (2002). Mergers and acquisitions: Reasons and results. *ETLA Discussion papers. The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA)*. Nro. 792.
- Antoniou, A., Petmezas, D., & Zhao, H. (2007). Bidder gains and losses of firms involved in many acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(7), 1221-1244.
- Arellano, M. (1987). Computing robust standard errors for within-groups estimators. *Oxford Bulletin of Economics & Statistics*, 49(4), 431-434.
- Arellano, M. (2003). *Panel Data Econometrics*. Oxford: Oxford University Press.
- Aw, M. S. B., & Chatterjee, R. A. (2004). The performance of UK firms acquiring large cross-border and domestic takeover targets. *Applied Financial Economics*, 14(5), 337-349.
- Basuil, D. A., & Datta, D. K. (2015). Effects of industry- and region-specific acquisition experience on value creation in cross-border acquisitions: The moderating role of cultural similarity. *Journal of Management Studies (John Wiley & Sons, Inc.)*, 52(6), 766-795.
- Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial & 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.

- Brooks, C. (2008). *Introductory econometrics for finance*. 2. painos. New York: Cambridge University Press.
- Bryman, A. & Bell, E., (2015). *Business research methods*. 4. painos. Oxford: Oxford University Press.
- Chao, Y. (2018). Organizational learning and acquirer performance: How do serial acquirers learn from acquisition experience? *Asia Pacific Management Review*, 23(3), 161-168.
- Chatterjee, S. (2009). The keys to successful acquisition programmes. *Long Range Planning*, 42(2), 137-163.
- Conn, R. L., Cosh, A., Guest, P. M., & Hughes, A. (2005). The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5), 815-870.
- Creswell, J. (2014). *Research design : qualitative, quantitative, and mixed methods approaches*. 4. painos. Los Angeles: Sage.
- Finkelstein, S., & Halebian, J. (2002). Understanding acquisition performance: The role of transfer effects. *Organization Science*, 13(1), 36-47.
- 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.
- Golubov, A., Yawson, A., & Zhang, H. (2015). Extraordinary acquirers. *Journal of Financial Economics*, 116(2), 314-330.
- Greene, W. H. (2012). *Econometric analysis*. 7. painos. Harlow: Pearson.
- Grinstein, Y., & Hribar, P. (2004). CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses. *Journal of Financial Economics*, 73(1), 119-143.
- Halebian, J., & Finkelstein, S. (1999). The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective. *Administrative Science Quarterly*, 44(1), 29-56.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997.

- Harford, J., Humphery-Jenner, M., & Powell, R. (2012). The sources of value destruction in acquisitions by entrenched managers. *Journal of Financial Economics*, 106(2), 247-261.
- Hayward, M. L. A. (2002). When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990 to 1995. *Strategic Management Journal*, 23(1), 21-39.
- Ismail, A. (2008). Which acquirers gain more, single or multiple? Recent evidence from the USA market. *Global Finance Journal*, 19(1), 72-84.
- Jaffe, J., Pedersen, D., & Voetmann, T. (2013). Skill differences in corporate acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 23, 166-181.
- Jansen, I., Sanning, L., & Stuart, N. (2015). Do hubris and the information environment explain the effect of acquirers' size on their gains from acquisitions? *Journal of Economics & Finance*, 39(2), 211-234.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svennas, K., & Wilkman, N. (2013). *Yrityskauppa*. Helsinki: Sanoma Pro.
- Kihn, L.A. & Näsi, S. (2017). Emerging Diversity in Management Accounting Research: The Case of Finnish Doctoral Dissertations, 1945-2015. *Journal of Accounting and Organizational Change*. 13(1), 131-160.
- Kilpailulaki 12.8.2011/948*
- Kusewitt Jr., J. B. (1985). An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance. *Strategic Management Journal*, 6(2), 151-169.
- Laamanen, T., & Keil, T. (2008). Performance of serial acquirers: Toward an acquisition program perspective. *Strategic Management Journal (John Wiley & Sons, Inc.)*, 29(6), 663-672.
- Laamanen, T., Keil, T., & Mäkisalo, A. (2012). Acquisitions, acquisition programs, and acquisition capabilities. Teoksessa: Faulkner, D., Teerikangas, S., & Joseph, R.J. (toim.), *The Handbook of Mergers and Acquisitions* (s. 148-167). Oxford: Oxford University Press.
- Mishra, C. S. (2020). Frequent acquirers and management compensation. *Managerial and Decision Economics*, 41(5), 661-694.

- 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.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *The Journal of Finance*, 60(2), 757-782.
- Mukherjee, T. K., Kiymaz, H., & Baker, H. K. (2004). Merger motives and target valuation: A survey of evidence from CFOs. *Journal of Applied Finance*, 14(2), 7-24.
- Nour Adel, & Alkaraan, F. (2019). Strategic investment acquisitions performance in UK firms: The impact of managerial overconfidence. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 17(1), 24-41.
- Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624*
- Pantsu, N. P. (2018). *Teollinen yritysosto ja ostavan yhtiön arvonkehitys: näyttöä Helsingin pörssistä*. Jyväskylän yliopisto. Pro gradu -tutkielma.
- Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58, 650–699.
- Repo, A. (2009). *Kansainväliset yrityskaupat ja osakkeenomistajan hyvinvointi lyhyellä sekä pitkällä aikavälillä: Empiirinen tutkimus Suomen osakemarkkinoilta*. Lappeenrannan teknillinen yliopisto. Pro gradu -tutkielma.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), 197-216.
- Salminen, J. (2017). *Yrityskauppojen vaikutus ostavan yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn ja arvoon*. Tampereen yliopisto. Pro gradu -tutkielma.
- Seth, A., Song, K. P., & Pettit, R. (2000). Synergy, managerialism or hubris? an empirical examination of motives for foreign acquisitions of U.S. firms. *Journal of International Business Studies*, 31(3), 387.
- Trautwein, F. (1990). Merger motives and prescriptions. *Strategic Management Journal (John Wiley & Sons, Inc.)*, 11(4), 283-295.
- Trichterborn, A., Zu Knyphausen-Aufseß, D., & Schweizer, L. (2016). How to improve acquisition performance: The role of a dedicated M&A function, M&A learning process, and M&A capability. *Strategic Management Journal*, 37(4), 763-773.

Zollo, M., & Singh, H. (2004). Deliberate learning in corporate acquisitions: Post-acquisition strategies and integration capability in U.S. bank mergers. *Strategic Management Journal* (John Wiley & Sons, Inc.), 25(13), 1233–1256.

LIITTEET

LIITE 1: Empiirisen osion testit

	Malli 1	Malli 2	Malli 3	Malli 4
Hausman testin p-arvo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Breusch-Pagan testin p-arvo	0,0034	0,0079	0,0150	0,0098
Breusch-Godfrey/Wooldridge testin p-arvo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

LIITE 2: R-koodi

Kirjastot

```
library(dplyr)
library(tidyr)
library(ggvis)
library(ggplot2)
library(stats)
library(plm)
library(readxl)
```

Aineisto

```
aineisto <- read_excel("R_GRADU.xlsx")
```

Korrelaatiomatriisi

```
cor(aineisto[3:10], method="pearson", use="complete.obs")
```

Kiinteiden ja satunnaisten vaikutusten mallit

```
MODEL1F <- plm(Log_tuotto~logLV+Yritysostot+D_E+ROA, data=aineisto, index=c("Firm", "Year"), model="within")
MODEL1R <- plm(Log_tuotto~logLV+Yritysostot+D_E+ROA, data=aineisto, index=c("Firm", "Year"), model="random")
MODEL2F <- plm(Log_tuotto~logLV+Yritysostot+Kokemus+D_E+ROA, data=aineisto, index=c("Firm", "Year"), model="within")
MODEL2R <- plm(Log_tuotto~logLV+Yritysostot+Kokemus+D_E+ROA, data=aineisto, index=c("Firm", "Year"), model="random")
MODEL3F <- plm(Log_tuotto~logLV+Yritysostot+Kokemus+Toimiala+D_E+ROA, data=aineisto, index=c("Firm", "Year"), model="within")
MODEL3R <- plm(Log_tuotto~logLV+Yritysostot+Kokemus+Toimiala+D_E+ROA, data=aineisto, index=c("Firm", "Year"), model="random")
MODEL4F <- plm(Log_tuotto~logLV+Kokemus+LVxOstot+D_E+ROA, data=aineisto, index=c("Firm", "Year"), model="within")
```

```
MODEL4R <- plm(Log_tuotto~logLV+Kokemus+LVxOstot+D_E+ROA,
data=aineisto, index=c("Firm", "Year"), model="random")
```

Kirjastot

```
library(lmtest)
```

```
library(sandwich)
```

Hausman testi kiinteiden tai satunnaisten vaikutusten mallin valitsemiseksi

```
phptest(MODEL1F, MODEL1R)
```

```
phptest(MODEL2F, MODEL2R)
```

```
phptest(MODEL3F, MODEL3R)
```

```
phptest(MODEL4F, MODEL4R)
```

Breusch-Pagan testi heteroskedastisuuden havaitsemiseksi

```
bptest(MODEL1F)
```

```
bptest(MODEL2F)
```

```
bptest(MODEL3F)
```

```
bptest(MODEL4F)
```

Breusch-Godfrey/Wooldridge testi autokorrelaation havaitsemiseksi

```
pbgtest(MODEL1F)
```

```
pbgtest(MODEL2F)
```

```
pbgtest(MODEL3F)
```

```
pbgtest(MODEL4F)
```

```
pbgtest(MODEL1R)
```

Arellanon robustit keskivirheet kiinteiden vaikutusten malleille

```
coefest(MODEL1F, vcov=vcovHC(MODEL1F, method="arellano", type="HC3"))
```

```
coefest(MODEL2F, vcov=vcovHC(MODEL1F, method="arellano", type="HC3"))
```

```
coefest(MODEL2F, vcov=vcovHC(MODEL2F, method="arellano", type="HC3"))
```

```
coefest(MODEL3F, vcov=vcovHC(MODEL3F, method="arellano", type="HC3"))
```

```
coefest(MODEL4F, vcov=vcovHC(MODEL4F, method="arellano", type="HC3"))
```