

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Hanna-Liina Toming

**ÜHINEMIS- JA OMANDAMISTEHINGUTE TEAVITUSTE
MÕJU AKTSIA HINNALE EUROOPA
TEHNOLOOGIASEKTORI ETTEVÕTETE NÄITEL**

Magistritöö

Õppekava majandusarvestus ja ärirahandus, peaeriala ärirahandus

Juhendaja: Karin Jõeveer, PhD

Tallinn 2021

Deklareerin, et olen koostanud lõputöö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele töö koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks. Töö pikkuseks on 8671 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Hanna-Liina Toming

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 192387TARM

Üliõpilase e-posti aadress: hannauntaock@gmail.com

Juhendaja: Karin Jõeveer, PhD:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE	4
SISSEJUHATUS	5
1. ÜHINEMIS- JA OMANDAMISTEHINGUD	8
1.1 Ühinemis- ja omandamistehingute olemus	8
1.2 Ühinemis- ja omandamistehingute motiivid ja tüübid.....	11
1.3 Ühinemis- ja omandamistehingute kasumlikkus	15
1.3.1 Ühinemis- ja omandamistehingute mõju mõõtmine omandajale	19
2. ANDMED JA METOODIKA	22
2.1 Metoodika.....	22
2.2 Andmed	27
2.3 Hüpoteesid	29
3. TULEMUSED JA JÄRELDUSED	31
3.1 Lähenemine ja sisendid	31
3.2 Järeldused	34
3.3 Soovitused edaspidiseks uurimiseks.....	35
KOKKUVÕTE	36
SUMMARY	38
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	40
LISAD	43
Lisa 1. Valim	43
Lisa 2. Suure tehinguaktiivsusega ettevõtete vaadeldavate väärtuste arvutused.....	44
Lisa 3. Lihtlitsents	46

LÜHIKOKKUVÕTE

Käesoleva töö eesmärgiks on selgitada välja ühinemis- ja omandamistehingute lühiajaline mõju Euroopa tehnoloogiasektori börsiettevõtete aktsiahindadele omandaja perspektiivist. Metoodikana on kasutatud sündmusuuringut, et tuvastada tehingute teavituste mõju aktsia hinna liikumisele. Autor leidis oma uurimuses, et ühinemis- ja omandamistehingud loovad nõrgalt positiivset ootusi ületavat tootlust tehingu teavituse päeval ning ootusi ületavad tootlused enne ja peale tehingu teavitust ei ole statistiliselt olulised. Lisaks tuvastas autor, et ettevõtted, kes on teinud vähemalt ühe tehingu aastas, suudavad aktsionäridele pakkuda nõrgalt positiivset ootusi ületavat tootlust tehingu teavituse päeval, mida väiksema tehinguaktiivsusega ettevõtted ei suutnud.

Võtmesõnad: ühinemis- ja omandamistehingud, sündmusuuring, ootusi ületavad tootlused

SISSEJUHATUS

Ühinemis- ja omandamistehingud on viimastel aastakümnetel olnud populaarne viis ettevõtte laienemiseks. Alates 2000. aastast on üle maailma tehtud 790 000 ühinemis- ja omandamistehingut avaliku väärtusega 57 miljardit USD (Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances, 2021). Tehingute maht on olnud suur, kuid info tehingute õnnestumise kohta on teadmata. Mitmed majandusteadlased on teinud uurimusi omandatud ettevõtete hoidmise ja edasi müümise kohta, et tuvastada tehingute kasumlikkus, kuid ei ole jõutud ühtsele arusaamale, kas ja kuidas need tehingud väärtust loovad.

Varasemalt on tehtud sarnasel teemal mitmeid uuringuid kasutades sündmusuuringut ning jõutud erinevate tulemusteni. Mandelker (1974) ja Asquith ja Kim (1982) leidsid oma töödes, mis uurisid ühinemis- ja omandamistehingute mõju erinevatele huvigruppidele, et ootusi ületavad tootlused omandajatele ei erinenud oluliselt nullist ning olid nõrgalt statistiliselt olulised. Ootusi ületavad tootlused omandatud ettevõtetel olid aga positiivsed ning statistiliselt olulised. Asquith et al (1983) aga leidsid oma uurimuses, et mõju omandajatele on nõrgalt positiivne ning Dodd (1980) tuvastas nõrgalt negatiivse mõju. Hackback ja Morellec (2008) leidsid samuti oma uurimuses negatiivsed ootusi ületavad tootlused omandajale ning positiivsed ootusi ületavad tootlused omandatavale ettevõttele sündmusaknas.

Antud uurimuse eesmärgiks on selgitada välja ühinemis- ja omandamistehingute lühiajaline mõju Euroopa tehnoloogiasektori börsiettevõtete aktsiahindadele omandaja perspektiivist.

Teema valik sündis autori huvist ja erialast. Autor tegeleb igapäevaselt eraettevõtete ühinemis- ja omandamistehingute nõustamisega ning sealt tekkis huvi uurida, kuidas investorid hindavad börsiettevõtete ühinemis- ja omandamistehinguid ning kas need hinnangud on põhjendatud või mitte. Tehnoloogiasektori ettevõtted said valitud, sest viimastel aastakümnetel on sektori tähtsus oluliselt tõusnud ning nimetatud ettevõtete tehingud on tõusvalt kõrge EV/EBITDA kordajaga, mis näitab, et investorite huvi on olnud järjepidev (Siblis Research, 2020).

Antud uurimusega soovib autor vastata järgmisele uurimisküsimusele: Kuidas mõjutavad Euroopa tehnoloogiasektori ettevõtete ühinemis- ja omandamistehingute teavitused lühiajaliselt omandajate aktsia hinda?

Sellele küsimusele vastamiseks on autor sõnastanud kaks peamist hüpoteesi:

- 1) H0: Ühinemis- ja omandamistehingute teavitused mõjutavad ootusi ületavaid tootlusi avaliku teavituse päeval
H1: Ühinemis- ja omandamistehingud ei mõjuta ootusi ületavaid tootlusi avaliku teavituse päeval
- 2) H0: Ühinemis- ja omandamistehingute avalikud teavitused mõjutavad ootusi ületavaid tootlusi sündmusaknas
H1: Ühinemis- ja omandamistehingud ei mõjuta ootusi ületavaid tootlusi sündmusaknas

Lisaks nendele hüpoteesidele on autor sõnastanud veel lisanduvaid hüpoteese, et testida valimi alamgruppe, mis on toodud välja teises peatükis.

Töö on jaotatud kaheks peatükiks. Esimeses peatükis avatakse ühinemis- ja omandamistehingute olemus, motiivid, kasumlikkus ja selle mõõdikud. Teises peatükis kirjeldatakse kasutatud andmeid ja meetodikat ning tuuakse välja tulemused, järeldused ja soovitused töö edaspidiseks arendamiseks.

Meetodikana on kasutatud sündmusuuringut. Sündmusuuringu läbi viimiseks koostas autor valimi 26 Euroopa tehnoloogiasektori ettevõttest, kes kokku olid viimase 12 aasta jooksul teinud 388 tehingut. Nende 388 tehingu sees olid ka tehingud, mis toimusid ühel päeval või ühe sündmusakna jooksul. Selliste tehingute mõju oli aga keerulisem mõõta ning autor otsustas need tehingud valimist elimineerida. Valimist elimineeriti ainult ühinemis- ja omandamistehingute teavitused ning muid sündmus- ja hinnanguaknas toimunud sündmusi valimist ei eemaldatud, mis võib avaldada mõju uuringu tulemustele. Lõppvalimi moodustasid 305 tehingut, mille autor omakorda jagas alamgruppidesse vastavalt nende tehingute või ettevõtete iseloomule.

Autor soovib tänada magistritöö juhendajat Karin Jõeveeri, kes vastas kõikidele tekkinud küsimustele ning andis head nõu töö koostamisel. Lisaks soovib autor edastada tänusõnad kõikidele õppejõududele ning kolleegidele TARM kursuselt, kes motiveerisid, arendasid ja andsid

hindamatu kogemuse kogu eluks ning oma abikaasat, kes oli suureks toeks õpingutele ning elas kaasa ka lõputöö valmimisele.

1. ÜHINEMIS- JA OMANDAMISTEHINGUD

Ühinemis- ja omandamistehingud on viimastel aastakümnetel olnud populaarne viis ettevõtte kasvuks. Järgnevas peatükis soovib autor avada ühinemis- ja omandamistehingute olemuse, tüübid, põhjused ning kasumlikkuse ja selle mõõdikud.

1.1 Ühinemis- ja omandamistehingute olemus

Lisaks strateegilistele liitudele või ühissettevõtetele on ühinemis- ja omandamistehingud olnud viimased aastakümned populaarne viis ettevõtete väliseks kasvamiseks ja arenemiseks. Tihti räägitakse ühinemis- ja omandamistehingutest kui ühest ja samast asjast, kuid tegelikult on nad oma sisult erinevad.

Barney ja Hesterly (2015) on kirjeldanud omandamistehinguid kui tehinguid, kus üks ettevõtte ostab ära teise ettevõtte. Omandamistehingud võivad olla nii enamus kui ka vähemusosaluse omandamised ning nii sõbralikud kui ka pahatahtlikud üleostmised (*hostile takeovers*). Sarnast definitsiooni on kasutanud ka Johnson et al (2008). Moeller and Brady (2014) lisavad, et omandamistehingute puhul omandab üldjuhul üks suur ettevõtte väiksemaid ettevõtteid ja peale tehingut liigub omandatud ettevõtte omandaja juriidilisse kehasse.

Barney ja Hesterly (2015) on kirjeldanud ühinemistehinguid kui kahe sarnase suuruse ja kasumlikkusega ettevõtte ühinemist ning üks ettevõtte ostab osa teise ettevõtte varadest ja teine ettevõtte ostab osa esimese ettevõtte varadest. Moeller and Brady (2014) lisavad, et üldjuhul ühinemise tulemusena moodustatakse uus, kolmas ettevõtte ja ühinenud ettevõtete kehad kustutatakse. Üldiselt on ühinemised sõbralikud ning toimuvad mõlema ettevõtte soovil. Johnson et al (2008) aga tõdeb, et harva on ühinemised võrdsete osapoolte vahel ning Barney ja Hesterly kinnitavad, et isegi kui esialgu on ühinemine võrdsete osapoolte vahel, siis varem või hiljem hakkab üks osapool domineerima ning tihti on tehing lõppedes rohkem omandamis- kui ühinemistehingu moodi.

Johnson et al (2008) tuginedes on ühinemis- ja omandamistehingute peamiseks sarnasuseks see, et mõlemad hõlmavad ühe organisatsiooni mõju tekkimist teise ettevõtte üle. Barney & Hesterly (2015) ja Jensen & Ruback (1983) on ühinemiste ja omandamiste vahel välja toonud peamise erinevusena asjaolu, et ühinemise puhul on kõigepealt vaja ühineva ettevõtte juhatuse heakskiitu enne kui minnakse omanike heakskiitu küsima. Omandamistehingute puhul pole aga ettevõtte juhatuse heakskiit nii oluline.

Ühinemis- ja omandamistehingute populaarsus on kõikunud ajas lainetena (Clark & Mills, 2013). Lipton (2006) kirjeldab ühinemis- ja omandamistehingute lainet (*merger wave*) kui ajavahemikku, mille jooksul toimub teatud sektoris või tegevusharus palju ühinemisi ja omandamisi. Martynova ja Renneboog (2008) toovad lainete põhjusteks välja sektoris toimuvaid majanduslikke, poliitilisi ja regulatoorseid muutuseid. Steger ja Kummer (2008) põhjendavad lainete lõppemist sellega, et tehingute kasumlikkus saab selgeks alles hiljem ja kui sektoris on näha, et tehingud ei loo loodetud väärtust, siis tehingud vähenevad ja laine kukub kokku. Lipton (2006) toob lainete lõpu põhjuseks erinevaid kriise, sõdu ja regulatoorseid muudatusi.

Ajalooliselt on olnud 6 suuremat ühinemis- ja omandamistehingute lainet.

Esimene laine algas perioodil 1891-1893 ja lõppes 1903-1905 (Martynova & Renneboog, 2008). Seda aega kirjeldatakse kui perioodi, kus toimusid horisontaalsed ühinemised suurte ettevõtete vahel, et saavutada monopol. Laine sai lõpu perioodil 1903-1905, kui toimus börsi kokku kukkumine ja algas esimene maailmasõda. (Stigler, 1950), (Lipton, 2006)

Teine laine algas peale esimest maailma sõda 1919. aastal. Seda lainet iseloomustatakse rohkem kui vertikaalsete tehingute perioodi ja tehingud toimusid seekord pigem väiksemate ettevõtete vahel, kes eelmises laines ei osalenud. Laine lõppes 1929. aastal ülemaailmse majanduskriisiga. (Stigler, 1950)

Kolmas laine algas mõned aastakümned peale teist lainet 1955.aastal. Kolmadat lainet iseloomustatakse kui konglomeraatsete tehingute perioodi, mil suured ettevõtted laiendasid oma äri uutesse tegevusvaldkondadesse (Stigler, 1950), (Lipton, 2006). Laine sai alguse 1950.aastal konkurentsiameti poolt kehtestatud seaduse muudatusega, mis keelas sektorisisese ühinemis- ja omandamistehingud. See seaduse muudatus aga ei jätnudki ettevõtetele, kes soovisid laieneda läbi

ülnimetatud tehingute, muud võimalust kui teha tehinguid mitteseotud ettevõtetega. Laine lõppes sarnaselt eelmise laineiga majanduskriisiga 1973.aastal. (Shleifer & Vishny, 1991)

Neljandas laine algas 1980.aastal, kui börs oli eelmisest majanduskriisist taastunud. Neljandat lainet on kirjeldatud kui ebasõbralike omandamiste ja börsilt lahkumise ajastut (Lipton, 2006). Laine põhjuseks toonud asjaolu, et kolmandas laines tehtud ühinemised ja omandamised ei loonud loodetavat väärtust ja ettevõtted reorganiseeriti või müüdi edasi (Shleifer & Vishny, 1991). Laine lõppes 1987. aastal, kui börs varises kokku (Martynova & Renneboog, 2008).

Viies laine algas 1993. aastal kiire tehnoloogilise arengu, globaliseerumise ja finantsturgude buumiga (Martynova & Renneboog, 2008). Seda lainet iseloomustab rahvusvahelises ja arvamus, et mida suurem ettevõte, seda parem. Laine ajal tekkisid suured, rahvusvahelised telekommunikatsiooni, meedia ja tehnoloogiaettevõtted (Lipton, 2006). Viies laine lõppes 2000.aastal börsi kokku kukkumisega (Martynova & Renneboog, 2008).

Kuues laine algas 2003. aastal, ainult mõni aasta peale 2000.aasta börsikriisi. Laine põhjustena on välja toodud suur likviidsus turgudel ja keskpanga poolt seatud madalad intressid, et elavdada majandust. Laine lõppes 2007. aasta lõpus majanduskriisi algusega. (Alexandris & Mavrovitis, 2012)

Ühinemis- ja omandamistehingud on pikk protsess mõlema osapoole jaoks. Ettevõtte peab ühinemis- ja omandamistehingute läbi viimisel läbima 3 faasi (Angwin, 2001).

Esimeseks on tehingueelne faas (*pre-M&A*), kus pannakse paika strateegia ja kaardistatakse tehingu võimalik olemus. Seejärel kaardistatakse potentsiaalsed ostukandidaadid ja sorteeritakse sobivamad välja. Seejärel mõeldakse läbi, kuidas ettevõtte saaks integreerida oma tegevusi uue ettevõttega ja viiakse läbi ostukandidaadi valuatsioon. Peale seda on tehingu faas (*M&A transaction*), mille jooksul toimuvad läbirääkimised ja *due diligence*. *Due diligence*'i käigus tutvutakse konfidentsiaalsemate dokumentidega ning tehakse põhjalikum analüüs ettevõtte tegevusest. Kui tehing on sõlmitud, siis liigutakse tehingujärgsesse faasi (*post- M&A*), kus toimub integreerimine uue ettevõttega. Tehingueelne faas läheb tavaliselt kõige lihtsamini ning probleemid võivad tekkida alates tehingufaasist ja süveneda tehingujärgses faasis. Tehingu kasumlikkuse määrab see, kuidas ettevõtteid suudetakse ühendada ja kui läbimõeldud on erinevad tehingut puudutavad aspektid ja põhjused. (Steger & Kummer, 2008)

Angwin (2001) täiendab, et tavaliselt kasutatakse tehingute läbi viimisel investeerimispankade ja juriidiliste nõustajate abi esimeses kahes faasis, sest strateegia paika panemine, andmete kogumine, ostukandidaatide kaardistamine, *due diligence*, läbirääkimised, lepingute koostamine ja muud tegevused on liiga ressursimahukad, et neid ettevõttesiseselt teha.

1.2 Ühinemis- ja omandamistehingute motiivid ja tüübid

Ühinemis- ja omandamistehingute läbi viimiseks võib olla mitmeid põhjuseid. Erinevad majandusteadlased ja ettevõtete tegevjuhid on välja toonud mitmeid põhjuseid, miks teha ühinemis- ja omandamistehinguid. Ühinemis- ja omandamistehinguid on kirjeldatud kui strateegiat, mis aitab ettevõttel kasvada, diversifitseerida, suurendada efektiivsust ja turuosa (Copeland & Weston, 1988). Antwin (2001) toob välja, et tehingute õnnestumine oleneb palju sellest, kui hästi on motiivid läbimõeldud. Järgnevalt toob autor välja erinevates artiklites kirjeldatud motiive.

Johnson et al (2008) on kirjeldanud peamiste motiividena ärikeskkonna, strateegia ja juhtimisega seotud põhjuseid. Ärikeskkonnaga seotud põhjustena on toodud välja turule sisenemise kiirus, konkurents, konsolideerimine turul ja ühinemis- ja omandamistehinguteks sobilik majanduslik keskkond.

- Turule sisenemise kiirus – Turule sisemise kiirus on tänapäeva kiiresti muutuv keskkonnas oluline tegur. Johnson et al (2008) kirjeldavad, et tihti on lihtsam ja kiirem liikuda uuele turule läbi ühinemis- ja omandamistehingute, kui luua uus üksus algusest ettevõtte sees või *start-up*. Kui turule minek võtab liiga kaua aega, siis võib ettevõtte soovitud turust ilma jääda. Porter (1987) lisab, et uuele turule sisenemisel tuleks arvestada sisenemisega seotud kulusid. Kui ettevõtte omandatakse liiga kalli hinnaga, siis see võib olulist alandada tootlust investeeringult ning tehing võib osutuda kahjumlikuks.
- Konkurents – Johnson et al (2008) kirjeldab, et mõnes sektoris võib konkurents olla välja arenenud, nõudlus ja pakkumine on juba tasakaalus. Sellisel juhul pole uutele ettevõtetele enam ruumi ning sisenemise piirangud on liiga kõrged. See aga annab hea aluse laieneda sinna turule läbi olemasoleva osalisega ühinemise. Steger ja Kummer (2008) kirjeldavad olukorda, kus meedia kirjutab, et teised ettevõtted ja konkurendid teevad edukaid

tehinguid. Sellisel juhul võivad ettevõtte juhid arvata, et kui konkurendid teevad edukaid tehinguid, siis miks mitte ka ise proovida.

- Konsolideerimine turul – Kui turg on konsolideerimise faasis ja konkurendid ühinevad, siis võib panna see pinge ka teistele osalistele ühinemis- ja omandamistehinguteks, et säilitada oma turuosa ja ellu jääda (Steger & Kummer, 2008). Johnson et al (2008) lisab, et üheks põhjuseks võib olla mitmed turuosalised ja konsolideerumine pole veel alanud. See võib olla hea võimalus konkurentidega liitumiseks, et tasakaalustada nõudlust ja pakkumist ning suurendada võimu turul ja laiendada oma äri.
- Sobilik majanduslik olukord – Sobilik majanduslik olukord võib samuti motiveerida ühinemis- ja omandamistehingute läbi viimist. Kui ühel ettevõttel läheb hästi ja tema P/E suhe on kõrge, siis see võib motiveerida teda omandama ettevõtteid, kelle P/E suhe on sellel hetkel madal (Rhodes-Kropf & Viswanathan, 2005). Johnson et al (2008) lisavad, et sobilik majanduslik olukord võib ettevõtteid motiveerida odavaid ettevõtteid kokku ostma ja hiljem kallimalt maha müüma, et saada lühiajalist kasu (*asset stripping*). Schleifer ja Vishny (1991) toovad näite kolmandast ühinemis- ja omandamistehingute lainest, kus suurtel korporatsioonidel oli palju raha ja kõrged valuatsioonid, mis motiveerisid neid dividendide välja maksamise asemel omandama teisi ettevõtteid.

Strateegiliste põhjustena on kirjeldatud strateegiliste võimete ärakasutamist, kulude kokku hoidu ja uue võimekuse saamist.

- Strateegiliste võimaluste ära kasutamine – Johnson et al (2008) kirjeldavad, et erinevad strateegilised põhjused nagu näiteks diversifitseerimine võivad motiveerida ettevõtteid ühinemis- ja omandamistehinguteks. Strateegiline võimalus võib olla näiteks rahvusvahelise ettevõtte ost, et laiendada oma ettevõtet teistele turgudele.
- Kulude kokkuhoid – Johnson et al (2008) leidsid, et kulude kokkuhoid on üks põhilisi põhjuseid, miks tehakse ühinemis- ja omandamistehinguid. Kahe ettevõtte liitumisel on ettevõttel võimalik oma ressursse paremini utiliseerida ning seeläbi kulusid vähendada. Copeland ja Weston (1988) lisavad kulude kokkuhoiuga seotud motiivina veel maksud. Ühinemis- ja omandamistehingutega on võimalik asendada kapitali kasvuga seotud maksud tulumaksuga läbi kasvava ettevõtte, kelle dividendi väljamaksed on olnud madalad, omandamise ja hiljem maha müümisega, et saada osa kapitali kasvust ilma lisamaksudeta.

- Uue võimekuse saamine – Johnson et al (2008) kirjeldavad uue võimekuse ja teadmiste saamine on lihtsam läbi ühinemis- ja omandamistehingute tegemise. Ettevõttesiseselt võib selle saamine nõuda rohkem aega ja muid ressursse.

Juhtimisega seotud põhjusteks on Johnson et al (2008) toonud välja institutsionaalsete omanike soovi ettevõtte järjepidevaks kasvuks, juhtide soov näidata ettevõtte kiiret kasvu ja enda juhtimise edulugu ja mõnede omanike soov näha kiiret lühiajalist kasvu aktsia hinnas.

- Väliste osapoolte soov saavutada kiiret kasvu motiveerib juhte tegema rohkem ühinemis- ja omandamistehinguid. Välisinvestorid ja analüütikud soovivad ettevõtete, eriti börsiettevõtete puhul näha pidevat kasvu, mida ainult sisemise kasvu arvelt pole võimalik saavutada. (Steger & Kummer, 2008)
- Trautwein (1990) ja Copeland ja Weston (1988) lisavad, et juhtimisega seotud põhjuseks on veel turuvõimu saavutamine, mis on seotud juhtide enda huvide maksimiseerimisega, mitte seotud osapoolte huvidega.

Mitmed uuringud on toonud ühinemis- ja omandamistehingute peamiseks põhjuseks sünergiate tekkimise. Trautwein (1990) kirjeldab kolme tüüpi sünergiaid: majanduslikud (*financial*), äritegevuslikud (*operating*) ja juhtimisega seotud (*managerial*) sünergiaid.

Majanduslikud sünergiaid aitavad ettevõttel vähendada kapitali hinda läbi investeeringute mitte-seotud ettevõtetesse. Gaughan (2015) kirjeldab, et investeerimine mitte-seotud ettevõtetesse vähendab süstemaatilist riski, kui ühinevate ettevõtete tulud ei ole täielikult korreleerunud ning pankrotistumise risk on väiksem. Sellisel juhul alaneb kapitali hind, sest ühinenud ettevõtte rahavood on vähem volatiilsemad ja laenuandjate jaoks on risk väiksem. Higgins ja Schall (1975) väidavad, et laenuandjate vähendatud riski eest kannavad suuremat riski omandaja omakapitali investorid, kes kannavad ühinemisega kaasnevat kulutusi. Ühinemis- ja omandamistehingutest uut lisaväärtust ei teki, väärtus liigub ühelt investorilt teisele.

Teine viis, kuidas kapitali hinda vähendada, on ettevõtte laiendamine. Suuri ettevõtteid loetakse vähem riskantseteks ja neil on paremad võimalused kapitali kaasamiseks finantsturgudel, sest nad on üldjuhul paremini diversifitseeritud, kui väikesed ettevõtted ja saavad küsida madalamat intressi. (Higgins & Schall, 1975)

Äritegevuslikud sünergiad tulevad sellistest efektiivsustest, mis aitavad suurendada müügitulu või vähendada kulusid. Gaughan (2015) tõdeb, et müügitulusid suurendavaid sünergiaid on keeruline luua. Porter (1987) kinnitab, et tihti tehingute põhjuseks toodud sünergiad on reaalsuses rasked tekkima ning koostöö asemel hakkavad üksused konkureerima.

2002. aastal Christoffersoni (2004) läbi viidud uuringust selgus, et ligi 70% valimis olevatest ettevõtetest ei suutnud luua sünergiaid, mis tekitaks müügitulude suurenemist. Müügitulu suurendavad sünergiad võivad tulla hinnastamisvõimust, kahe ettevõtte tugevuste ühildamisest, laienemisest uutele turgudele või olemasolevatel turgudel konsolideerumisest (Gaughan, 2015).

Horisontaalset tüüpi ühinemistehingutel on suurem võimalus saada võim tarnijate üle ning kaubelda endale paremat hinda. Fee ja Thomas (2004) leidsid oma uurimuses, et osadel juhtudel horisontaalsete ühinemiste puhul alanevad nende tarnijate müügitulud ja ühinenud ettevõtetel väheneb müüdüd toodangu kulu. Sellest saab järeldada, et ühinenud ettevõtetel on osaline võim kauba sisse ostmisel hinna üle. Uurimusest selgus, et sellistel ühinemistel võivad olla suurema tõenäosusega äritegevuslikud sünergiad.

Äritegevusega seotud sünergiad aitavad ühendada äriüksusi ja nende teadmisi ja selle kaudu vähendada erinevate osakondade kulutusi ja pakkuda paremat tulemust (Trautwein, 1990). Gaughan (2015) on näiteks toonud ettevõtete ühinemise, kus ühel ettevõttel on tugev arendusüksus ja teisel hea turundus- ja müügitiim. Sellisel juhul võib ettevõtete liitmine tuua mõlemale ettevõttele kasu ning võib tekkida hea baas sünergiate loomiseks.

Uute turgude vallutamine võib samuti luua hea baasi sünergiate tekkeks, kui näiteks väiksema kasvuga riikide ettevõtted investeerivad kiirema kasvuga riikide ettevõtetesse (Gaughan, 2015). Johnson et al (2008) lisab, et konsolideerimine olemasolevatel turgudel võib avada ettevõtte jaoks uusi võimalusi ja samuti suurendada ettevõtte tulubaasi.

Juhtimisega seotud sünergiad saavad tekkida siis, kui ühinenud ettevõtte teeb paremaid otsuseid, kui ettevõtted eraldi enne ühinemist. Juhtimise efektiivsus ja aktsia hind on korrelatsioonis. Kui ettevõtte juhatus on enne ühinemist teinud halbu otsuseid, siis on tootlus omanikele madalam. See loob aga hea pinnase ettevõtte ülevõtuks ning ühinenud ettevõttel on uue juhatusega suurem võimalus ettevõtte väärtust kasvatada. (Manne, 1965)

Ühinemis- ja omandamistehinguid liigitatakse vastavalt nende motiividele peamiselt 3 tüübiks: horisontaalne, vertikaalne ja konglomeraatne.

Horisontaalne tehing toimub ettevõtete vahel, kes on konkurendid või tegutsevad samas sektoris ja kellel on sarnased kliendid, tarnijad ja ettevõttesisesed protsessid (Copeland & Weston, 1988). Horisontaalsete tehingute puhul on üldiselt ostjad paremini kursis sektori ja ettevõtte endaga ning teabe kogumine ettevõtte kohta on lihtsam ja odavam. Selliste tehingute puhul tekivad ka sünergiad lihtsamini, sest ettevõtete tegevusalad suuresti kattuvad ning see annab võimaluse kulude kokkuhoiuks. (Moeller & Brady, 2014)

Horisontaalsed ühinemised võivad aidata ühinevatel ettevõtetel saavutada suure turuosa ja turuvõimuga turuliidri positsiooni. Selline stsenaarium aga sõltub ühinevate ettevõtete suurusel ja konkurentsist selles sektoris. (Gaughan, 2015)

Vertikaalsete tehingute puhul ostab ettevõtte ära samas sektoris, aga erinevas müügietapis tegutseva ettevõtte, näiteks enda kliendi või tarnija (Copeland & Weston, 1988). Vertikaalse tehingu puhul on ostjal vähem infot omandatava ettevõtte kohta, sest ainult mõned protsessid on ühised ja tehingu eelne *due diligence* on kallim ja ajamahukam, kui horisontaalse tehingu puhul (Moeller & Brady, 2014).

Konglomeraatne tehing toimub siis, kui üks ettevõtte omandab muudes sektorites tegutsevaid ettevõtteid, kes ei ole ei konkurendid ega kellega pole varasemalt seost olnud. Konglomeraatse tehingu puhul võivad olla tehingu eesmärgid erinevaid, näiteks riskide hajutamine või kulude kokkuhoid juhtimise tasemel. (Moeller & Brady, 2014)

1.3 Ühinemis- ja omandamistehingute kasumlikkus

Ühinemis- ja omandamistehingute maht on viimaste aastakümnetega oluliselt suurenenud. Alates 2000. aastast on üle maailma tehtud 790 000 ühinemis- ja omandamistehingut avaliku väärtusega 57 miljardit USD. (Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances, 2021)

Tehingute maht on olnud suur, kuid info tehingute õnnestumise kohta on teadmata. Mitmed majandusteadlased on teinud uurimusi omandatud ettevõtete hoidmise ja edasi müümise kohta, et tuvastada tehingute kasumlikkus.

Kaplan ja Weisbach (1992) toovad välja, et nende 1971-1982. aastatel läbi viidud uuringus 44% valimis olevatest ühinemis- ja omandamistehingutest ebaõnnestusid ja ostetud ettevõtted müüdi hiljem edasi. Sama väidab ka Porter (1987), kelle valimis üle 50% müüsid ostetud ettevõtted hiljem edasi. Ravenscraft and Scherer (1987) hindavad, et 33% 1960-1970. aastatel omandatud ettevõtetest müüdi samuti hiljem edasi. Sellest saab järeldada, et suur osa 1960-1990. aastatel tehtud tehingutest kas ebaõnnestusid ja omandamisel seatud eesmärki ei täidetud või väljuti tehingust muudel põhjustel. Bauer ja Matzler (2014) lisavad, et vastavalt nende uurimusele ligi 40-60% ühinemis- ja omandamistehingud ei suuda väärtust luua. Kaplan ja Weisbach (1992) täiendavad, et konglomeraatsete tehingute puhul on tõenäosus neli korda kõrgem, et omandatud ettevõtte müüakse hiljem edasi.

Vaatamata kõrgele ebaõnnestumisprotsendile on mitmed majandusteadlased välja toonud erinevaid faktoreid, mis aitavad tehingutel õnnestuda. Gomes et al (2012) on ühinemis- ja omandamistehingute edukusfaktorid (*success factors*) jaganud vastavalt tehingueelsele (*preacquisition*) ja tehingujärgsele (*postacquisition*) faasile.

Tehingueelse faasiga seotud edukusfaktoritena on toodud välja:

- Strateegilise partneri valik – Bower (2001), Gomes et al (2012) ja Bauer ja Matzler (2014) kirjeldavad, et strateegilise partneri valikul tuleb lähtuda enda ettevõtte võimekusest, tehingu kapitali vajadusest, ostukandidaadi juhtimise kvaliteedist ja erinevatest piirangutest nagu kultuuri erinevused ja juhtimistavad. Angwin (2001) lisab, et strateegilise partneri valikul väliste osapoolte nagu investeerimispankade ja juriidiliste nõustajate kaasamine *due diligence*'i ajal võib aidata kaasa tehingu õnnestumisele. Gomes et al (2012) kirjeldab, et ostetav ettevõtte peab sobima omandajaga nii strateegiliselt kui ka organisatsioonisiselt. Kui ettevõttel on sarnased tavad ja protsessid ning teadmised täiendavad üksteist, siis on suurem võimalus tehingu paremaks õnnestumiseks.
- Tehingu korrektne hind ja maksevahendi valik – Gomes et al (2012) ja Clark ja Mills (2013) on välja toonud, et omandatava ettevõtte eest liiga palju maksmine mõjutab hiljem tehingu edukust. Porter (1987) kirjeldab, et kui hind on liiga kõrge, siis on tootlus

omandajale liiga madal. Sebenius (2002) lisab, et tihti makstakse rahvusvaheliste tehingute eest kõrgemat hinda, sest informatsiooni on vähem kui kohalikel turuosalistel.

- Maksevahendi valik – Gomes et al (2012) kirjeldab, et sõbralikud tehingud, kus tasutakse tehingu eest aktsiatega, õnnestuvad tihti paremini kui need, mille eest makstakse rahas. Alexandris ja Mavrovitis (2012) leidsid oma uurimuses, et tehingud, mille eest tasuti aktsiate või hübriidlahendustega, näitasid negatiivset lühiajalist ootusi ületavat tootlust ja tehingud, mille eest tasuti rahas, olid nõrga positiivse ootusi ületava tootlusega. Sama teooriat kinnitab ka Travlos (1987), kellele tuginedes maksab omandaja tehingu eest endale kõige kasumlikumal meetodil. Kui omandatava ettevõtte aktsiad on alahinnatud, siis makstakse rahas ja kui aktsiad on ülehinnatud, siis tasutakse omandatava ettevõtte aktsiatega. Alexandise ja Mavrovitise (2012) tulemustega läheb kokku Travlose (1987) hinnang, et rahas maksmine saadab omanikele signaali, et ühendatud ettevõttel läheb peale tehingut hästi. Porter (1987) aga lisab, et lühiajalised uurimused ei pruugi väljendada õigesti tehingute reaalselt mõju ettevõttele.
- Ettevõtete suuruste sobivus – Gomes et al (2012) tööle tuginedes mängib tehingu õnnestumisel rolli osapoolte suurus. Bower (2001) kirjeldab, et ühe suurusega ettevõtete ühinemistehingul on väiksem tõenäosus õnnestuda kui suurel ettevõttel, kes omandab väikese ettevõtte. Gomes et al (2012) lisab, et kui suuruse erinevus on liiga oluline, siis võivad tekkida probleemid võimu ja tähelepanuga ning suuruste tasakaal on üks aluseid tehingu pikaajaliseks õnnestumiseks.
- Eelnev kogemus ühinemis- ja omandamistehingutega ning kasvule suunatud strateegia – King et al (2004) kirjeldab, et eelnevad kogemused ühinemis- ja omandamistehingutega võivad olla olulised, et ennetada hiljem integreerimisega seotud probleeme. Gomes et al (2012) lisab, et mitmed varasemad uuringud on tõestanud, et ettevõtted, kellel on varasem kogemus ühinemiste ja omandamistega ja kelle strateegia osaks on ülalnimetatud tehingud, on tänu omandatud teadmistele edukamad edasistes tehingutes.
- Ettevõtete vaheline tundmaõppimise periood (*courtship period*) – Gomes et al (2012) kirjeldab, et ettevõtete vaheline tundmaõppimine on väga oluline edukusfaktor. Tehingu edukus sõltub suuresti sellest, kui palju on omandajatel informatsiooni enne tehingut, mis aitab neil paremini paika panna strateegia ja plaani ettevõtete integreerimiseks.
- Kommunikatsioon enne tehingut – Gomes et al (2012) kirjeldab kommunikatsiooni olulisust enne tehingut kõikide osapoolte vahel. Halb kommuniqueerimine enne tehingut

võib luua usalduse vähenemist nii mõlema ettevõtte töötajate kui ka omanike poolt ning põhjustada probleeme tehingujärgses faasis.

Tehingujärgse faasiga seotud edukusfaktoritena on kirjeldatud:

- Integratsiooni strateegiad – Tuginedes Gomes et al (2012) uurimusele, mitmed majandusteadlased on toonud välja peamiseks tehingute ebaõnnestumise põhjuseks integratsiooni puudumise või püüdlused liiga palju integreerida. Sobiv integratsiooni strateegia peab õigesti peegeldama mõlema tehingu osapoole vajadusi, kultuurilisi erinevusi ja looma aluse sünergiate tekkeks (Bauer & Matzler, 2014).
- Tehingujärgne juhtimine – Läbimõeldud ja tugev juhtimine integreerimisel on samuti üheks oluliseks õnnestumise faktoriks. Pablo ja Javidan (2004) kirjeldavad, et peale tehingut on oluline seada keegi muudatusi juhtima või luua eraldi meeskond integreerimise protsessi juhtimiseks, sest edukaks ettevõtete integreerimiseks on vaja tugevat ja austatud juhti, kes suudab töötajaid sel keerulisel perioodil motiveerida. Loodud meeskond aitab luua uut organisatsiooni struktuuri ja korraldab selle toimimist.
- Integreerimise kiirus – Mitmed uurimused on toonud kriitiliseks faktoriks ettevõtete integreerimise kiiruse. Steger ja Kummer (2008) kirjeldavad, et tihti on selle keerulisus alahinnatud ja arvatakse, et see protsess läheb valutult ja kiiresti ja lisavad, et tavaliselt ainult 20% sünergiatest luuakse tehingujärgselt ning ülejäänud sünergiad tekivad pikema aja jooksul. Bower (2001) lisab, et sarnaste protsesside ja kultuuriga ettevõtteid on lihtsam ja kiirem ühildada. Kui ettevõtted on sarnase suurusega ja protsessid on erinevad, siis võib tekkida mitmeid probleeme ja tulemused ei pruugi olla eesmärgipärased.
- Kommunikatsioon integreerimise protsessi ajal – Pablo ja Javidan (2004) kirjeldavad, et ühtlane kommunikatsioon nii ettevõtte siseselt kui ka väliselt on muudatuste juhtimisel oluline õnnestumiskriteerium. Weber ja Pliskin (1996) lisavad, et liiga palju kommunikatsiooni pole ka hea ja juhid peaksid jätma endale ruumi vajadusel plaane ümber mängida. Weber et al (1996) lisab, et kommunikatsiooni maht ja sisu võivad oleneda ka ettevõtete kultuurilistest erinevustest.
- Kultuuri erinevuste juhtimine – Gomes et al (2012) artiklile tuginedes on mitmed uurimused tõestanud, et eelkõige rahvusvaheliste ühinemis- ja omandamistehingute puhul mängivad kultuurilised erinevused ja integratsiooni tugev juhtimine olulist rolli tehingute õnnestumisel. French (2018) toob välja, et 91% ühinemis- ja omandamistehinguid ebaõnnestub kultuuriliste erinevuste pärast. Okafor (2019) lisab, et oluline on

tehingueelses faasis võrrelda osapoolte kultuure ja analüüsida võimalusi nende ületamiseks enne tehingut.

1.3.1 Ühinemis- ja omandamistehingute mõju mõõtmine omandajale

Ühinemis- ja omandamistehingute mõju mõõtmisel saab vaadata mõju nii omandajale kui ka omandatavale. Üks võimalus on vaadelda mõju omandaja või omandatava aktsionäride vaatest või arvutada kogu mõju. Teine võimalus on vaadelda mõju suuremale hulgale huvigruppidele. Majandusteooria tavaliselt vaatleb peamiselt kasumlikkust aktsionäridele (Martynova & Renneboog, 2008).

Ühinemis- ja omandamistehingute kasumlikkuse mõõtmiseks on 3 peamist meetodit: aktsiaturgudel põhinev ehk sündmusuuring, raamatupidamislik meetod, juhtide subjektiivsed hinnangud ja selle ala ekspertide hinnangud (Bauer & Matzler, 2014). Autor kasutab enda töös sündmusuuringut (*event study*) ning seetõttu annab lühiülevaate teistest meetoditest ja kirjeldab sündmusuuringut pikemalt.

Raamatupidamislik meetod keskendub peamiselt erinevatele suhtarvudele enne ja pärast tehingut. Erinevalt sündmusuuringust vaadeldakse raamatupidamisliku meetodi puhul pikemat perioodi ja tegelikke mitte oodatavaid tootlusi. Selle meetodi peamine mõte on see, et ühinemis- ja omandamistehingute tulemus väljendub ettevõtte finantsaruannetes (Wang & Moini, 2012). Martynova ja Renneboog (2008) kirjeldavad peamiste mõõdikutena puhaskasumit, müügitulu, töötajate arvu, varade ja omakapitali tootlikkust, kasumit aktsia kohta, võimenduse taset ja likviidsust. Peamiselt mõõdetakse tehingute mõju vaadeldes kasumlikkust, produktiivsust, innovatsiooni ja kasvu kasutades erinevaid suhtarve nagu varade tootlikkus (ROA), omakapitali tootlikkus (ROE). Wang ja Moini (2012) aga lisavad, et raamatupidamislik meetod võib anda väga erinevaid tulemusi olenedes sellest, milliseid mõõdikuid vaadeldakse. Nad täiendavad veel, et nimetatud meetodil on mitmeid puuduseid, mis võivad mõjutada tulemusi nagu näiteks erinevad raamatupidamislikud standardid, manipulatsioon finantstulemustega ning meetod ei arvesta teiste sündmuste mõju.

Juhtide subjektiivsed hinnangud on tehingute hindamise meetod, kus ettevõtete juhid hindavad mõned aastad peale sündmust, millises mahus on tehingutega seotud eesmärgid ellu viidud (Wang & Moini, 2012). Juhid hindavad tavaliselt viie palli süsteemis nii finantsandmetega seotud kui ka

teisi tulemuslikkuse näitajaid (Schoenberg, 2006). Wang ja Moini (2012) kirjeldavad, et selle metoodika puhul on eelisteks mitteavaliku informatsiooni olemasolu, kasutamine olenemata tehingutüübist, keskendumine ainult ühinemis- ja omandamistehingutele ja puudusteks juhtide liigne lähedus ettevõttega, mitme juhi vastuse vajadus ning asjaolu, et juhid ei pruugi täpselt mäletada kõiki asjaolusid seoses tehinguga. Schoenberg (2006) leidis, et 44-53% vastanutest ei olnud rahul tehingute eesmärkide täitmisega ning Bruner (2002) tuvastas 6 tehingul 13st negatiivsed tulemused. Ingham et al (1992) uurisid 146 suure UK ettevõtte finantsjuhtide hinnanguid ülalnimetatud tehingutele ning 77% juhi arvates tõsis ühinenud ettevõtete kasumlikkus lühiajaliselt peale tehingut ja 68% vastanutest hindasid, et see jääb kestma ka pikaajaliselt.

Ekspertide hinnangute kasutamine sarnaneb metoodikalt juhtide hinnangutele, aga vastajad on selle ala eksperdid, kes on ettevõttega hästi tuttavad, kuid sellega kaasnevateks puudusteks on asjaolu, et eksperdid ei pruugi ettevõttest nii palju teada kui juhid ehk mitteavaliku info kätte saamine on piiratud (Wang & Moini, 2012). Schoenberg'i (2006) uuringust selgus, et 44% tehingutest kirjeldati nõrga või väga nõrga tulemusega.

Sündmusuuring on statistiline meetod, mida kasutatakse börsiettevõtete aktsia hinna muutuste uurimiseks seoses teatud sündmuste või nende teavitustega. Sündmusuuringud, mis analüüsivad sündmuste lühiajalist mõju, said alguse 70.aastate alguses Fama et al (1969) ja Ball ja Browni (1968) poolt. Fama et al (1969) kasutasid sündmusuuringut, et selgitada välja aktsia *split*'de teavituste mõju ja Ball ja Brown (1968) analüüsisid ettevõtte finantsaruannete teavituste mõju aktsia hinnale. Mõlema eesmärgiks oli testida efektiivsete turgude teooriat, mille järgi on kapitaliturud efektiivsed ja kui informatsioon mõjutab aktsia hindu, siis turg kohandab end vastavalt informatsioonile kiiresti ning ei anna turuosalistele võimalust lisatootlust teenida (Fama et al 1969), (Ball & Brown, 1968).

Tuginedes Fama'le (1970) on turgude efektiivsusel 3 astet – tugev, pooltugev ja nõrk. Tugevas astmes turgude efektiivsus tähendab seda, et aktsia hinnad sisaldavad endas kogu avalikku ja mitteavalikku informatsiooni. Pooltugevas astmes turgude efektiivsuse puhul sisaldavad aktsia hinnad kogu avalikku informatsiooni. Kui investoritele on teada ainult ajalooline informatsioon, siis on tegu nõrgas astmes turgude efektiivsusega. McWilliams ja Siegel (1997) soovivad kasutada turgude efektiivsuse eeldusel põhinevat sündmusuuringut lühikese sündmusaknaga, et vaadelda perioodi teavituse ümber.

Varasemalt on tehtud sarnasel teemal mitmeid uuringuid kasutades sündmusuuringut ning jõutud erinevate tulemusteni. Mandelker (1974) ja Asquith ja Kim (1982) leidsid oma töödes, mis uurisid ühinemis- ja omandamistehingute mõju erinevatele huvigruppidele, et ootusi ületavad tootlused omandajatele ei erinenud oluliselt nullist ning olid nõrgalt statistiliselt olulised. Ootusi ületavad tootlused omandatud ettevõtetel olid aga positiivsed ning statistiliselt olulised. Asquith, Bruner, & Mullins (1983) aga leidsid oma uurimuses, et mõju omandajatele on nõrgalt positiivne ning Dodd (1980) tuvastas nõrgalt negatiivse mõju. Hackback ja Morellec (2008) leidsid samuti oma uurimuses negatiivsed ootusi ületavad tootlused omandajatele ning positiivsed ootusi ületavad tootlused omandatavatele ettevõttele sündmusaknas. Lang et al (1989) tuvastasid negatiivse mõju omandajatele, kellel on madal Tobini Q ja negatiivsed ootusi ületavad tootlused vastuolulistele tehingutele (*opposed bids*). Kaplan ja Weisbach (1992) on toonud enda uurimuses välja, et aktsiaturgude reaktsioonide erinevused seotud ja mitte seotud ühinemis- ja omandamistüüpidele ei ole statistiliselt olulised. Smith ja Kim (1994) leidsid, et omandajad kaotavad 0,23% sündmuspäeval ja päev enne sündmuspäeva.

2. ANDMED JA METOODIKA

2.1 Metoodika

Metoodikana otsustas autor kasutada sündmusuuringut (*event study*), et tuvastada ühinemis- ja omandamistehingute lühiajaline mõju omanikele. Autor valis oma uurimistöö metoodikaks sündmusuuringu, sest sündmusuuringuga saab mõõta erinevate sündmuste mõju ettevõttele (MacKinlay, 1997). Sündmusena on antud töös käsitletud ühinemis- ja omandamistehingute avalikku teavitust (*M&A announcement*), mille börsiettevõtte peavad tegema enne tehingut.

Käesolevas töös kasutab autor sündmusuuringut, et vaadelda eraldi iga valimis olevat ettevõtte ühinemis- ja omandamistehingu avalikku teavitust ning analüüsida aktsia hinna dünaamikat enne teavitust, teavituse päeval ja pärast teavituse avalikuks tegemist, et tuvastada tehingute lühiajaline mõju omanikele. Sündmusuuring koostati kasutades Microsoft Office'i tarkvara Excel.

Sündmusuuringu eesmärk on tuvastada aktsionäridele lisanduv kasu või kahju (Perepeczo, 2007). Meetod eeldab, et ühinemis- ja omandamistehingute teavitused toovad turule uut informatsiooni ja aktsionäride hinnang ettevõttele muutub ja väljendub aktsia hinnas (Martynova & Renneboog, 2008). Kui ettevõtte tegelik tootlus on kõrgem kui oodatav tootlus, siis see tähendab, et tehing loob positiivset väärtust ettevõtte omanikele ehk ootusi ületav tootlus on positiivne (Wang & Moini, 2012).

Sündmusuuringud võivad olla nii lühiajalist kui ka pikaajalist mõju uurivad. Lühiajalised uuringud võivad aidata ennustada tehingu kasumlikkust tulevikus, sest aktsiaturud on üldiselt tulevikku vaatavad. Pikaajalised uuringud on aga loodud eeldades, et aktsia hinnad ei pruugi koheselt kogu informatsiooni endas sisaldada ning tehinguga seotud probleemid võivad hiljem protsessi käigus laheneda. (Wang & Moini, 2012)

Perepeczo (2007) lisab, et lühiajalised uuringud on tavaliselt maksimaalselt 100 päeva enne ja 100 päeva peale tehingut ning pikaajalised uuringud uurivad tulemusi tunduvalt pikemat aega, isegi 2-5 aastat peale tehingut.

Wang ja Moini (2012) kirjeldavad, et sündmusuuring põhineb kolmel peamisel eeldusel. Esimeseks eelduseks on turgude efektiivsus ehk aktsiahinnad sisaldavad kogu võimalikku aktsionäridele teada olevat infot ettevõtte kohta. Tuginedes Fama'le (1970) nimetatakse seda turgude efektiivsuse pooltugevaks astmeks (*semi-strong form*), kus aktsia hinnad peegeldavad kogu avalikku infot, kuid ei pruugi peegeldada kogu mitteavalikku infot.

Teine eeldus on sündmuse ootamatus ehk informatsioon tehingu kohta ei ole varasemalt avalikkusele teada ning ainult teavituse avalikustamise päeval sisaldavad aktsia hinnad tehingu mõju (McWilliams & Siegel, 1997).

Kolmandaks eelduseks on teiste mõjutegurite puudumine ehk sündmuse akna ajal ei ole ühtegi sündmust peale vaadeldava sündmuse (Wang & Moini, 2012).

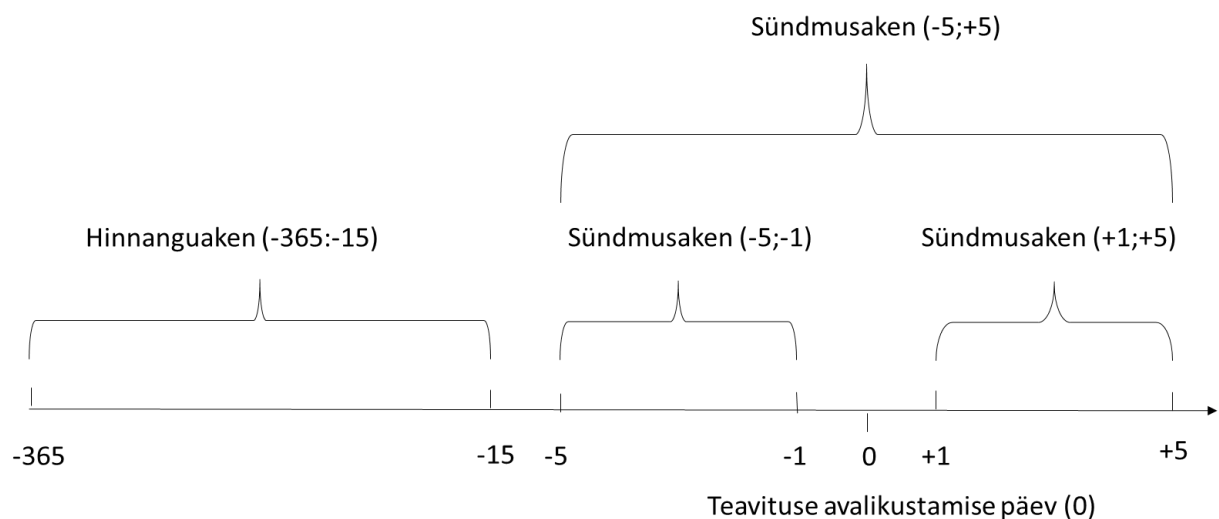
Need eeldused aga ei pruugi alati kinnitust leida. Oler et al (2008) lisavad, et efektiivsete turgude teooria ei pruugi alati kehtida ja aktsia hinnad ei pruugi koheselt väljendada tehingu mõju, sest tuginedes uurimustele aktsionärid märkavad kergelt ja kiirelt hõlmatavalt infot ja üldiselt ei avaldata tehingu teavitamisel kogu infot ja osa vajalikult infost võidakse avalda ka hiljem. Seetõttu võib tehingu täielik mõju väljenduda aktsiate hinnas pikema perioodi vältel. Lubatkin ja Shrieves (1986) aga argumenteerivad teise eelduse vastu väites, et ühinemised ja omandamised on üldiselt osa ettevõtte strateegiast ning info tehingu kohta võib eelnevalt lekkida. Wang ja Moini (2012) täiendavad ka kolmandat eeldust lisades, et teiste sündmuste puudumist sündmusakna ajal on raske garanteerida, eriti pikema sündmusakna jooksul.

Sündmusuuringu läbi viimisel on 5 peamist etappi. Tuginedes Hendersonile (1990) toob autor välja sündmusuuringu peamised etapid:

- 1) Sündmusakna (*event window*) valik
- 2) Hinnanguakna (*estimation window*) valik ja oodatavate tootluste (*expected returns*) leidmine
- 3) Arvutada ootusi ületav tootlus (*abnormal returns*) ja kumulatiivsed ootusi ületavad tootlused (*cumulative abnormal returns*), keskmised ootusi ületavad tootlused (*average abnormal returns*) ning kumulatiivsed keskmised ootusi ületavad tootlused (*cumulative average abnormal returns*), et vaadelda tehingute negatiivset või positiivset mõju.
- 4) Vii läbi statistilised testid, et testida tulemuste olulisust

Esimese sammuna pani autor paika perioodi, mille jooksul sündmuse mõju vaadeldakse ehk sündmusakna. Sündmusakna valiku kohta on varem tehtud mitmeid töid nagu Patton et al (2003) ja Benninga (2014), kuid kuskil pole täpselt määratletud millistel juhtudel millist akent kasutada. Patton et al (2003) kirjeldab, et on olemas kahte sorti sündmusaknaid – fikseeritud pikkusega ja erineva pikkusega sündmusaknaid ning soovivad pigem kasutada erineva pikkusega aknaid, olenevalt tehingu iseloomust. Lev (1989) aga kirjeldab, et tema vaatluse all olevatest 18 tööst kasutati ainult ühe puhul erineva pikkusega sündmusaknaid ja teiste puhul fikseeritud pikkusega aknaid. Ta lisab, et sündmusaken ei tohi olla liiga lühike ega liiga pikk. Töodes on kirjeldatud, et akna valik on autori enda valida ja sõltub valimist. Mitmed autorid - Kaplan ja Weisbach (1992), Lang et al (1989), Hubbard ja Palia (2002), Franks et al (1991), Smith ja Kim (1994) ja Laidroo (2008) on oma töödes kasutanud sündmusakent pikkusega 11 päeva ehk 5 päeva enne sündmust, sündmuse päev ning 5 päeva peale sündmust. Autor otsustas vastavalt läbi töötatud kirjandusele, et vaadeldav ajaperiood 5 päeva enne sündmust, sündmuse päev ja 5 päeva peale sündmust peegeldab piisavalt informatsiooni, mis võib olla lekkinud seotud välistele osapooltele enne tehingu teavitust ja informatsiooni, mis võib tulla avalikuks mõni päev peale tehingu teavitust. Kokku 11 päevane ajaperiood on valitud selle jaoks, et lühema perioodi jooksul ei pruugi tootluste sees olla kogu tehingu lühiajalist mõju näitav võimalik avalik informatsioon. Autor otsustas fikseeritud sündmusakende kasuks, sest valim on piisavalt suur ja pole mõistlik iga tehingu jaoks eraldi erinevat akent rakendada.

Peale sündmusakna paika panemist tuleb arvutada oodatavad tootlused (*expected returns*) ehk tootlused, mis on olukorras, kui sündmust pole toimunud. Oodatavate tootluste arvutamiseks tuleb valida hinnanguaken. Hinnanguakna valiku osas ei leidnud autor kindlat standardit ning erinevates töödes on kasutatud erinevaid akna pikkuseid. MacKinlay (1997) kirjeldab, et turumudelit kasutavas sündmusuuringus peaks hinnanguaken olema rohkem kui 120 päeva enne sündmust. Henderson (1990) lisab, et hinnanguaken valikul on neli võimalust: enne sündmusakent, sündmusakna ajal, peale sündmusakent ja sündmusakna lähedasel perioodil, kuid mainib, et tavaliselt kasutatakse sündmusakna eelset hinnanguakent. Autor järgis seda juhust, kuid valis hinnanguakna pikkuseks ühe aasta enne sündmuse päeva ehk 365 päeva arvestades sellest maha hinnanguakna sees toimunud ühinemis- ja omandamistehingute teavitused, et mitte arvestada teiste samal ajal toimunud ühinemis- ja omandamistehingute teavituste mõju. Hinnanguakna lõpetas autor 15 päeva enne sündmust eeldusega, et infot pole rohkem kui 15 päeva jooksul enne sündmust avalikustatud. Valitud hinnangu- ja sündmusaken on kirjeldatud joonisel 1.



Joonis 1. Sündmusuuringu ajatelg
Allikas: Autori joonis

Mõne ettevõtte puhul ei saanud võtta esimeseks hinnanguaknaks 365 päeva, sest ettevõtte oli vahetult enne sündmust tulnud börsile. Sellisel juhul on kasutatud hinnanguaknana vähem kui 365 päeva, kuid rohkem kui 120 päeva, mis võib mõjutada oodatavaid tootlusi. Sündmusuuringust ei ole ka elimineeritud teist tüüpi sündmuste mõju ning need ülejäänud sündmused võivad avaldada mõju oodatavatele tootlustele.

Oodatavate tootluste arvutamiseks on mitmeid erinevaid meetodeid, kuid peamised on püsiva keskmise tootluse mudel (*constant mean return model*) ja turumudel (*market model*). Püsiva keskmise tootluse mudel võtab arvesse ainult aktsia enda keskmiseid tootlusi ning seda on lihtne kasutada, kuid see mudel ei arvesta turu mõju. Turumudel on aga keskmise tootluse mudeli edasiarendus ning selle puhul on ettevõtte tootlused sündmusaknas samad, nagu võrdlusindeksi tootlused. Turumudel võtab arvesse turu ja aktsia vahelist korrelatsiooni ning on sobiv autori sündmusuuringu jaoks. (MacKinlay, 1997)

Oodatavad tootlused (*expected returns*) arvutati vastavalt turumudelile, kasutades OLS (*ordinary least squares*) regressioonimudelit (MacKinlay, 1997).

$$1. \quad E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Kus $E(R_{it})$ on oodatav tootlus; α_i on regressiooni esimene parameeter, mis iseloomustab aktsiat i ; β_i on regressiooni teine parameeter, mis näitab aktsia i tundlikkust turuindeksile m ; R_{mt} on periood t , mille jooksul vaadeldi turuindeksi tootlusi ja ε_{it} on regressiooni vabaliige.

Parameetrid on arvatud excelis, kus parameetri α_i arvutamiseks on kasutatud funktsiooni *intercept* ja parameetri β_i arvutamiseks on kasutatud funktsiooni *slope*.

Pärast oodatavate tootluste arvutamist arvutati ootusi ületavad tootlused. Ootusi ületavad tootlused on aktsia enda reaalse tootluse ja oodatava tootluse vahe (MacKinlay, 1997).

$$2. \quad AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

kus AR_{it} on perioodil t aktsia i ootusi ületav tootlus; R_{it} on perioodil t aktsia reaalne tootlus ja $E(R_{it})$ on aktsia i oodatav tootlus perioodil t .

Seejärel leitakse kumulatiivsed ootusi ületavad tootlused igale tehingule summeerides ootusi ületavad tootlused sündmusaknas (MacKinlay, 1997).

$$3. \quad CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}$$

kus $CAR_i(t_1, t_2)$ on kumulatiivne keskmine ootusi ületav tootlus terves sündmusaknas ning AR_{it} on aktsia i iga sündmusakna päeva ootusi ületav tootlus.

Pärast ootusi ületavate tootluste arvutamist leidis autor keskmised ootusi ületavad tootlused, et leida lisanduvad keskmised kumulatiivsed ootusi ületavad tootlused. Keskmised ootusi ületavad tootlused arvutatakse vastavalt valemile (Event Study Tools, 2021):

$$4. \quad AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

kus AAR_t on keskmine ootusi ületav tootlus perioodil t ; AR_{it} on perioodil t aktsia i ootusi ületav tootlus ja N on sündmuste arv vaadeldaval perioodil.

Seejärel leidis autor keskmised kumulatiivsed ootusi ületavad tootlused vastavalt valemile (Event Study Tools, 2021):

$$5. \quad CAAR(t1; t2) = \sum_{i=t1}^{t2} AAR_t$$

kus $CAAR(t1; t2)$ on keskmine kumulatiivne ootusi ületav tootlus ajavahemikul $t1; t2$ ja AAR_t on keskmine ootusi ületav tootlus perioodil t .

Keskmised kumulatiivsed ootusi ületavad tootlused on leitud iga valitud kategooria jaoks, et testida seatud hüpoteese ja hinnata ühinemis- ja omandamistehingute teavituste lühiajalist mõju ootusi ületavatele tootlustele. Wang ja Moini (2012) kirjeldavad, et kui $CAAR$ on positiivne, siis ühinemis- ja omandamistehingud loovad aktsionäridele positiivset väärtust ja kui negatiivne, siis tehingud loovad negatiivset väärtust. Autor otsustas vaadelda nii keskmist kumulatiivset ootusi

ületavat tootlust kui ka kumulatiivset ootusi ületavat tootlust, et vaadelda mõlema statistilisi olulisusi.

Pärast kõikide vaadeldavate väärtuste leidmist viis autor läbi t-testi kasutades Microsoft Office'i tarkvara Excel lisa *Data Analysis*. T-testi läbi viies vaadeldi t-statistikut, p-väärtust ja t-kriitilist, et tuvastada vaadeldava väärtuse statistiline olulisus. Kui t-statistik on suurem kui t-kriitiline ning p-väärtus on $<0,05$, siis on vaadeldav väärtus statistiliselt oluline ning saab vastu võtta nullhüpoteesi (H_0). Kui t-kriitiline on suurem kui t-statistik ning p-väärtus $>0,05$, siis saab lükata ümber nullhüpoteesi ning aktsepteerida sisuka hüpoteesi (H_1).

2.2 Andmed

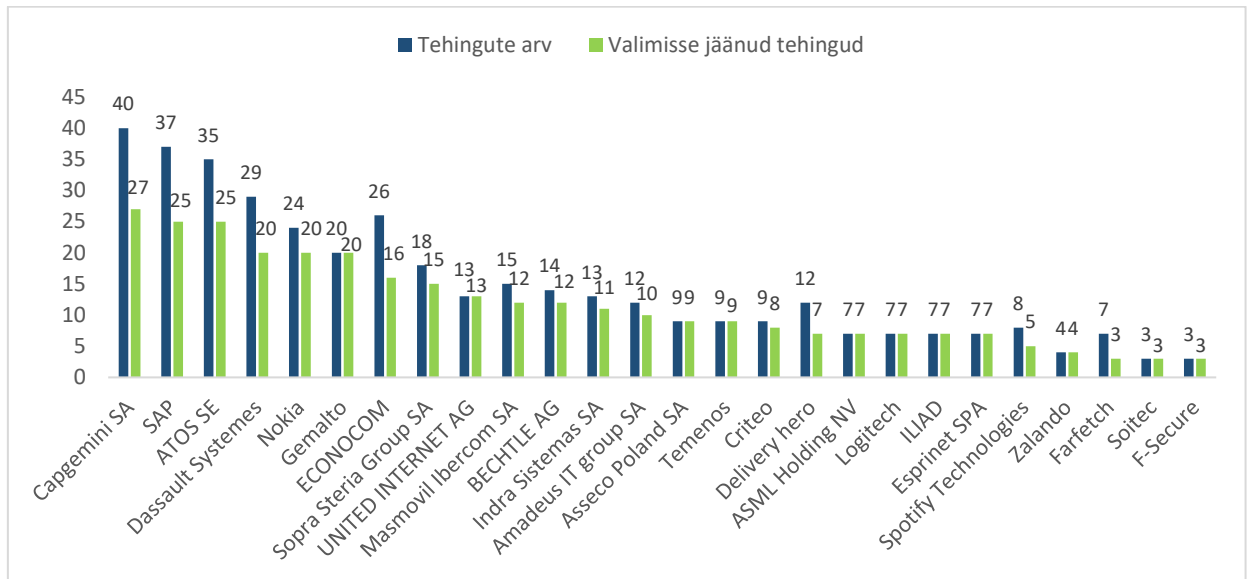
Valimiks on Euroopa tehnoloogia ettevõtted, kes teevad suures mahus ühinemis- ja omandamistehinguid. Valimi koostamiseks vajalikke ettevõtteid otsis autor Euroopa börsidel noteeritud ettevõtete paremusjärjestuse tabelitest ning andmebaasist Orbis Europe ja selgitas välja nende ettevõtete M&A aktiivsuse. Ettevõtete otsimiseks tegi autor väljavõtte Orbis Europe'i tehnoloogiasektori ettevõtetest ja kasutas otsingumootorit Google, et leida erinevaid ühinemis- ja omandamistehingute paremusjärjestusi Euroopas. Tehinguaktiivsuse välja selgitamiseks kasutas autor ettevõtete kodulehekülgi ja andmebaasi Mergermarket.

Sektori valikuks osutus tehnoloogiasektor, sest tegu on sektoriga, kus toimub pidev konsolideerumine. Tehnoloogiasektoris on palju erinevaid põhjuseid ettevõtete omandamiseks ning ühinemis- ja omandamistehingute aktiivsus on võrdluses teiste sektoritega üks kõrgematest. (Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances, 2021)

Valimis olevad ettevõtted tegutsevad kõik Euroopas. Börsiettevõtted osutusid valituks, sest vaatluse all on aktsia hinnad. Lisaks oli veel üheks põhjuseks börsiettevõtete andmete avalikkus, inglise keel ja võrreldavus, sest börsiettevõtted alluvad IFRSile.

Valim põhineb perioodil 01.01.2009-31.12.2020. Perioodiks on valitud 12 aastat, et kindlustada piisav sündmuste arv vajalike järelduste tegemiseks. Valim koosneb 26 avalikust ettevõttest, kes on viimase 12 aasta jooksul teinud kokku 388 ühinemis- ja omandamistehingut.

Valimis olevast 388 tehingust jäi peale sündmusuuringu läbi viimist alles 305 tehingut, sest autor otsustas valimist eemaldada tehingud, mis toimuvad ühe sündmusakna jooksul, sest nende tehingute mõju eraldi polnud võimalik mõõta. Mõned tehingud jäid valimis kajastamata ka seetõttu, et toimusid enne börsile tulekut või pärast börsilt lahkumist ning autor sai arvesse võtta ainult tehinguid, mis toimusid ajal kui ettevõtte oli avalik. Kirjeldus valimis olevatest ettevõtetest ja nende tehingute arvust on toodud joonisel 2.



Joonis 2. Valimi kirjeldus
Allikas: Autori arvutused

Vaatluse all on ühinemis- ja omandamistehingute teavitused, seega on valimisse võetud nii tehingud, mis on lõpule viidud kui ka need tehingud, millel tehingu lõpu kuupäeva ei ole. Teavituse mõju avaldus aktsia hinnale mõlemal juhul ning autor soovis hiljem uurida, kas tehingu lõpule viimine mõjutab algset teavitust.

Peale sündmusuuringu läbi viimist jagas autor tehingud 5 erinevasse kategooriasse võttes arvesse tehingute olemust. Autor vaatas eraldi kogu valimit, 11 suurema ühinemis- ja omandamistehingute aktiivsusega ettevõtet, ülejäänud väiksema tehinguaktiivsusega ettevõtteid, enamusosaluse ostuga tehinguid ja tehinguid, millel on teavituse kuupäev, kuid tehingu lõpu kuupäeva pole märgitud. Algselt oli autoril plaanis vaadelda veel eraldi teavituste mõju erinevatele ühinemis- ja omandamistehingute tüüpidele, kuid andmete kogumine osutus liiga ajamahukaks ning autor otsustas selle jätta tuleviku uurimusteks.

Sündmusuuringu üheks osaks on oodatavate tootluste leidmine. Autor kasutas selleks turumudelit, mis eeldab võrdlusbaasina turuindeksi valikut. Kõik ettevõtted tegutsevad Euroopas ning turuindeksina kasutati Euroopa tehnoloogiaettevõtete indeksfondi STOXX 600 Technology, mis koosneb 600 Euroopa suurimast tehnoloogiaettevõttest. Tänaseni börsil olevate ettevõtete aktsiate ja turuindeksi hinnad on pärit Finance Yahoost ja 31.12.2020 seisuga börsilt lahkunud ettevõtete andmed on pärit Investing.com'ist.

2.3 Hüpoteesid

Lõputöö peamiseks eesmärgiks on tuvastada ühinemis- ja omandamistehingute mõju ootusi ületavatele tootlustele. Mitmed uurimused on keskendunud samale küsimusele ning leidnud, et omandaja vaatenurgast on mõju olnud nõrgalt negatiivne või ei ole statistiliselt oluline (Porter, 1987).

Tehnoloogia-sektorist aga ei leidnud autor piisavalt varasemat kirjandust ning usub tuginedes kõrgele aktiivsusele selles sektoris, et ülalnimetatud tehingud võiksid luua positiivseid ootusi ületavaid tootlusi.

Vastavalt esimeses peatükis läbi töötatud teoreetilistele allikatele on autor sõnastanud järgnevad hüpoteesid.

Esimese hüpoteesiga soovib autor selgitada välja, kas ühinemis- ja omandamistehingute teavitused mõjutavad ootusi ületavaid tootlusi ettevõtte aktsionäridele avaliku teavituse päeval.

H0: Ühinemis- ja omandamistehingute teavitused mõjutavad ootusi ületavaid tootlusi avaliku teavituse päeval

H1: Ühinemis- ja omandamistehingud ei mõjuta ootusi ületavaid tootlusi avaliku teavituse päeval

Teise hüpoteesiga soovib autor tuvastada ühinemis- ja omandamistehingute mõju ootusi ületavatele tootlustele sündmusakna jooksul.

H0: Ühinemis- ja omandamistehingute avalikud teavitused mõjutavad ootusi ületavaid tootlusi sündmusaknas

H1: Ühinemis- ja omandamistehingud ei mõjuta ootusi ületavaid tootlusi sündmusaknas

Kolmanda hüpoteesiga soovib autor testida turgude efektiivsuse eeldust, vaadeldes ootusi ületavaid tootlusi 5 päeva enne tehingut, et tuvastada informatsiooni lekkeid.

H0: Enne avalikke teateid on lekkinud infot tehingu kohta

H1: Enne avalikke teateid ei ole lekkinud infot tehingu kohta

Järgnevatel valimi alamgruppidel on mõju olemas, kui üks vaadeldavatest väärtustest on statistiliselt oluline.

Neljanda hüpoteesiga soovib autor testida suurema ühinemis- ja omandamishingute aktiivsusega ettevõtete tehingute kasumlikkust, võttes eraldi kategooriaks ettevõtted, kes on teinud vähemalt ühe tehingu aastas ehk vaadeldaval perioodil vähemalt 12 tehingut.

H0: Ettevõtete varasem tehinguaktiivsus mõjutab ootusi ületavaid tootlusi

H1: Ettevõtete varasem tehinguaktiivsus ei mõjuta ootusi ületavaid tootlusi

Hackbarth ja Morellec (2008) on väitnud, et kontrolliva osaluse omandajad suudavad luua ootusi ületavaid tootlusi. Viienda hüpoteesiga soovib autor testida seda väidet, võttes eraldi kategooriana tehingud, kus on märgitud osaluse ostuks vähemalt 51%.

H0: Tehingud, kus on ostetud kontrolliv osalus, mõjutavad ootusi ületavaid tootlusi

H1: Tehingud, kus on ostetud kontrolliv osalus, ei mõjuta ootusi ületavaid tootlusi

Kuuenda hüpoteesiga soovib autor testida tehingu lõpule viimise mõju ootusi ületavatele tootlustele sündmusaknas, võttes eraldi kategooriaks tehingud, millel ei ole lõpule viimise kuupäeva.

H0: Tehingud, mis ei ole lõpule viidud, mõjutavad ootusi ületavaid tootlusi

H1: Tehingud, mis ei ole lõpule viidud, ei mõjuta ootusi ületavaid tootlusi

3. TULEMUSED JA JÄRELDUSED

3.1 Lähenemine ja sisendid

Autor viis sündmusuuringu läbi Microsoft Office tarkvaras Excel. Kõigepealt arvutas autor ootusi ületavad tootlused ning seejärel kumulatiivsed ootusi ületavad tootlused, keskmised kumulatiivsed ootusi ületavad tootlused, kumulatiivsed ootusi ületavad tootlused ja keskmised kumulatiivsed ootusi ületavad tootlused 5 päeva enne tehingut teavitust ning kumulatiivsed ootusi ületavad tootlused ja keskmised kumulatiivsed ootusi ületavad tootlused 5 päeva pärast tehingu teavitust. Seejärel viis autor läbi t-testi, et testida vaadeldavate väärtuste olulisust. T-testis kasutatakse kahepoolset jaotust, sest sooviti vaadelda nii nullist suuremaid kui ka väiksemaid väärtuseid. Autori valitud usalduspiiriks oli 95%.

Sündmusuuringut läbi viies vaatles autor peamiste näitajatena kumulatiivset ootusi ületavat tootlust sündmusaknas (CAR), keskmist kumulatiivset ootusi ületavat tootlust sündmusaknas (CAAR), kumulatiivset ootusi ületavat tootlust 5 päeva enne tehingut (CAR(-5;-1)), keskmist kumulatiivset ootusi ületavat tootlust 5 päeva enne tehingut (CAAR (-5;-1)), kumulatiivset ootusi ületavat tootlust 5 päeva pärast tehingut (CAR (+1;+5)), keskmist kumulatiivset ootusi ületavat tootlust 5 päeva pärast tehingut (CAAR (+1;+5)) ja keskmist ootusi ületavat tootlust tehingu teavituse päeval (T(0)). Valimi CAR'ide vaatlemise jaoks on võetud kõikide valimisgrupis olevate tehingute CAR'id ja arvutatud nende keskmine. CAAR'ide leidmiseks on arvutatud kõikide tehingute keskmiste ootusi ületavate tootluste (AAR) summa.

Tabel 1. Kogu valimi põhjal CAR (-5;0;+5), CAAR (-5;0;+5), CAR (-5;-1), CAAR (-5;-1), CAR (+1;+5), CAAR (+1;+5), T(0) arvutused

	CAR (-5;0;+5)	CAAR (-5;0;+5)	CAR (-5;-1)	CAAR (-5;-1)	CAR (+1;+5)	CAAR (+1;+5)	T (0)
Keskmine	0,00333	0,00033	-0,00193	0,00012	0,00324	0,00166	0,00504
T-statistik	0,78103	0,86229	-0,67715	0,15943	1,00927	1,23596	2,23047
P-väärtus	0,43543	0,38925	0,49886	0,87345	0,31370	0,21749	0,02649
T-kriitiline	1,96829	1,96829	1,96829	1,96829	1,96829	1,96829	1,96829
Vaadeldav väärtus	0,00279	0,08643	-0,00211	0,01764	0,00326	0,49025	0,00463
Vaatluste arv	305						

Allikas: Autori arvutused

Kõigepealt testis autor vaadeldavaid väärtuseid kogu valimi põhjal. Väärtused on toodud välja tabelis 1. Kogu valimis on 305 tehingut. Kumulatiivne ootusi ületav tootlus ja keskmine kumulatiivne ootusi ületav tootlus sündmusaknas olid positiivsed, kuid statistiliselt ebaolulised p-väärtustega 0,43543 ja 0,38925. Kumulatiivne ootusi ületav tootlus 5 päeva enne tehingut oli negatiivne ja keskmine kumulatiivne ootusi ületav tootlus 5 päeva enne tehingut oli positiivne, kuid mõlemad olid statistiliselt ebaolulised p-väärtustega 0,49886 ja 0,87345. Kumulatiivne ootusi ületav tootlus ja keskmine kumulatiivne ootusi ületav tootlus 5 päeva pärast tehingut olid positiivsed, kuid samuti statistiliselt ebaolulised p-väärtustega 0,31370 ja 0,21749. Ainuke statistiliselt oluline väärtus on ootusi ületav tootlus tehingupäeval. Ootusi ületav tootlus tehingupäeval on 0,00463 ehk nõrgalt positiivne, mis näitab positiivset ootusi ületavat tootlust tehingupäeval.

Tabel 2. Suurema tehinguaktiivsusega ettevõtete põhjal CAR (-5;0;+5), CAAR (-5;0;+5), CAR (-5;-1), CAAR (-5;-1), CAR (+1;+5), CAAR (+1;+5), T(0) arvutused

	CAR (-5;0;+5)	CAAR (-5;0;+5)	CAR (-5;-1)	CAAR (-5;-1)	CAR (+1;+5)	CAAR (+1;+5)	T(0)
Keskmine	0,00562	0,00051	-0,00261	-0,00050	0,00111	0,00022	0,00716
T-statistik	1,23512	1,23985	-0,73331	-0,80974	0,36281	0,36281	3,21905
P-väärtus	0,21834	0,21659	0,46429	0,41913	0,71716	0,71716	0,00152
T-kriitiline	1,97280	1,97280	1,97280	1,97280	1,97280	1,97280	1,97280
Vaadeldav väärtus	0,00461	0,08631	0,02725	-0,11131	0,00132	0,05409	0,00637
Vaatluste arv	205						

Allikas: Autori arvutused

Seejärel testiti 11 suurema ühinemis- ja omandamisaktiivsusega ettevõtet, kes teevad vähemalt ühe tehingu aastas. Selles alamvalimis oli 205 tehingut. Väärtused on toodud välja tabelis 2. Kumulatiivne ootusi ületav tootlus ja keskmine kumulatiivne ootusi ületav tootlus on positiivsed, kuid statistiliselt ebaolulised p-väärtustega 0,21834 ja 0,21659. Kumulatiivne ootusi ületav tootlus 5 päeva enne tehingut on positiivne ning keskmine ootusi ületav tootlus 5 päeva enne tehingut on negatiivne, kuid mõlemad on statistiliselt ebaolulised p-väärtustega 0,46429 ja 0,41913. Kumulatiivne ootusi ületav tootlus ja keskmine kumulatiivne ootusi ületav tootlus 5 päeva pärast tehingut on positiivsed, kuid statistiliselt ebaolulised p-väärtustega 0,71716. Ainuke statistiliselt oluline väärtus on ootusi ületav tootlus tehingupäeval. Ootusi ületav tootlus tehingupäeval on 0,00637 ehk nõrgalt positiivne, mis on veidi suurem kui kogu valimi ootusi ületav tootlus tehingupäeval. Tulemused ettevõtete kaupa on toodud välja Lisas 2. Selles tabelis on näha, et ka ettevõtete tasandil on ainuke statistiliselt oluline väärtus ootusi ületav tootlus tehingupäeval.

Tabel 3. Väiksema tehinguaktiivsusega ettevõtete põhjal CAR (-5;0;+5), CAAR (-5;0;+5), CAR (-5;-1), CAAR (-5;-1), CAR (+1;+5), CAAR (+1;+5), T(0) arvutused

	CAR (-5;0;+5)	CAAR (-5;0;+5)	CAR (-5;-1)	CAAR (-5;-1)	CAR (+1;+5)	CAAR (+1;+5)	T(0)
Keskmine	0,00003	0,00009	-0,00174	-0,00035	0,00639	0,00145	-0,00411
T-statistik	0,00355	0,11073	-0,36229	-0,36229	0,92421	1,03143	-1,62324
P-väärtus	0,99717	0,91206	0,71791	0,71791	0,35763	0,30485	0,10772
T-kriitiline	1,98422	1,98422	1,98422	1,98422	1,98422	1,98422	1,98422
Vaadeldav väärtus	0,00003	0,00890	-0,00174	-0,03485	0,00639	0,14501	-0,00411
Vaatluste arv	100						

Allikas: Autori arvutused

Järgmisena vaatles autor ettevõtteid, kes teevad vähem kui ühe tehingu aastas. Väärtused on kirjeldatud tabelis 3. Selles valimis on 100 tehingut. Kumulatiivne ootusi ületav tootlus, keskmine ootusi ületav tootlus, kumulatiivne ootusi ületav tootlus ja keskmine kumulatiivne ootusi ületav tootlus 5 päeva pärast tehingut on positiivsed, kuid kumulatiivne ootusi ületav tootlus ja keskmine kumulatiivne ootusi ületav tootlus 5 päeva enne tehingut ja keskmine ootusi ületav tootlus tehingupäeval on negatiivsed. Selles valimi alamgrupis on kõik vaadeldavad väärtused statistiliselt ebaolulised.

Tabel 4. Enamusosaluse omandamistehingute põhjal CAR (-5;0;+5), CAAR (-5;0;+5), CAR (-5;-1), CAAR (-5;-1), CAR (+1;+5), CAAR (+1;+5), T(0) arvutused

	CAR (-5;0;+5)	CAAR (-5;0;+5)	CAR (-5;-1)	CAAR (-5;-1)	CAR (+1;+5)	CAAR (+1;+5)	T(0)
Keskmine	0,00364	0,00036	-0,00228	-0,00017	0,00342	0,00127	0,00436
T-statistik	0,86016	0,93850	-0,81553	-0,23387	1,08174	1,02066	2,03385
P-väärtus	0,39042	0,34878	0,41544	0,81526	0,28027	0,30827	0,04288
T-kriitiline	1,96824	1,96824	1,96824	1,96824	1,96824	1,96824	1,96824
Vaadeldav väärtus	0,00364	0,10415	-0,00228	-0,04933	0,00342	0,36573	0,00436
Vaatluste arv	289						

Allikas: Autori arvutused

Seejärel vaatles autor eraldi enamusosaluse omandamisi. Väärtused on toodud välja tabelis 4. Enamusosalusteks loeti tehinguid, kus omandati rohkem kui 51% ettevõttest. Enamusosaluste alagrupid oli 289 tehingut. Kumulatiivne ootusi ületav tootlus ja keskmine kumulatiivne ootusi ületav tootlus on positiivsed, kuid statistiliselt ebaolulised p-väärtustega 0,39042 ja 0,34878. Kumulatiivne ootusi ületav tootlus ja keskmine kumulatiivne ootusi ületav tootlus 5 päeva enne

tehingut on negatiivsed, kuid statistiliselt ebaolulised p-väärtustega 0,41544 ja 0,81526. Kumulatiivne ootusi ületav tootlus ja keskmine kumulatiivne ootusi ületav tootlus 5 päeva pärast tehingut on positiivsed, kuid statistiliselt ebaolulised p-väärtustega 0,28027 ja 0,30827. Ainuke statistiliselt oluline väärtus on ootusi ületav tootlus tehingupäeval p-väärtusega 0,00436. Ootusi ületav tootlus tehingupäeval on 0,00436 ehk nõrgalt positiivne.

Tabel 5. Lõpetamata tehingute põhjal CAR (-5;0;+5), CAAR (-5;0;+5), CAR (-5;-1), CAAR (-5;-1), CAR (+1;+5), CAAR (+1;+5), T(0) arvutused

	CAR (-5;0;+5)	CAAR (-5;0;+5)	CAR (-5;-1)	CAAR (-5;-1)	CAR (+1;+5)	CAAR (+1;+5)	T(0)
Keskmine	-0,01045	-0,00095	-0,00452	-0,00095	0,00659	0,00275	-0,00835
T-statistik	-0,72092	-0,72092	-0,39378	-0,72092	0,51801	0,82330	-1,24427
P-väärtus	0,48600	0,48600	0,70127	0,48600	0,61471	0,42783	0,23926
T-kriitiline	2,20099	2,20099	2,20099	2,20099	2,20099	2,20099	2,20099
Vaadeldav väärtus	-0,01468	-0,01468	-0,00956	-0,02103	0,00904	0,03713	-0,00961
Vaatluste arv	12						

Allikas: Autori arvutused

Viimasena vaatles autor lõpetamata tehingute alamgruppi, mis koosnes tehingutest, mis ei ole veel lõpule jõudnud ja tehingutest, mis arvatavasti lõpule ei jõuagi. Väärtused on toodud välja tabelis 5. Alamgrupis oli vähem tehinguid kui alguses arvati, 12 tehingut. Kumulatiivne ootusi ületav tootlus, keskmine kumulatiivne ootusi ületav tootlus, kumulatiivne ootusi ületav tootlus ja keskmine kumulatiivne ootusi ületav tootlus 5 päeva enne tehingut ning keskmine kumulatiivne ootusi ületav tootlus tehingupäeval on negatiivsed ning kumulatiivne ootusi ületav tootlus ja keskmine kumulatiivne ootusi ületav tootlus 5 päeva pärast tehingut on positiivne. Kõik vaadeldavad väärtused on statistiliselt ebaolulised.

3.2 Järeldused

Autori järeldused läbi viidud sündmusuuringust on järgmised:

- Ühinemis- ja omandamistehingute mõju ootusi ületavatele tootlustele avaliku teavituse päeval on statistiliselt oluline ning nõrgalt positiivne, seega saab aktsepteerida nullhüpoteesi ning järeldada, et ootusi ületavad tootlused sündmuse päeval on positiivsed.

- Ühinemis- ja omandamistehingute mõju ootusi ületavatele tootlustele sündmusaknas on nõrgalt positiivne, kuid statistiliselt ebaoluline, seega nullhüpotees on ümber lükatud ning aktsepteeritud on sisukas hüpotees ja saab järeldada, et ühinemis- ja omandamistehingud ei loo ootusi ületavaid tootlusi sündmusaknas.
- Ootusi ületavad tootlused 5 päeva enne sündmust ei ole statistiliselt olulised ning saab järeldada, et enne ametlikke teavitusi ei ole tehingu kohta infot lekkinud ja ümber lükata nullhüpoteesi ning aktsepteerida sisuka hüpoteesi.
- Keskmine ootusi ületav tootlus tehingupäeval on nõrgalt positiivne ning statistiliselt oluline, seega saab aksepteerida nullhüpoteesi ja järeldada, et ettevõtete varasem suur kogemustepagas ühinemis- ja omandamistehingutes mõjutab ootusi ületavaid tootlusi positiivselt.
- Tehingu lõpule viimine ei mõjuta ootusi ületavaid tootlusi. Selles alamkategorias olid kõik vaadeldavad väärtused statistiliselt ebaolulised ning saab lükata ümber nullhüpoteesi ja aksepteerida sisuka hüpoteesi. Alamgrupi vaadeldavate väärtuste ebaolulisus võib tuleneda liiga väiksest arvust valimi alamgrupis.

Ainuke statistiliselt oluline vaadeldav väärtus oli keskmine ootusi ületav tootlus tehingupäeval, mis oli nii valimis kui ka valimi alamgruppides positiivne, millest saab järeldada, et ühinemis- ja omandamistehingud loovad positiivseid ootusi ületavaid tootlusi ainult tehingupäeval.

3.3 Soovitused edaspidiseks uurimiseks

Käesolevas uurimuses ei teostanud autor eraldi regressiooni, et vaadelda finantsnäitajate mõju ühinemis- ja omandamistehingute kasumlikkusele. Lisaks polnud autoril ressursi, et selgitada välja ootusi ületavad tootlused erinevatele ühinemis- ja omandamistehingute tüüpidele, et tuvastada millised tüübid loovad enim ootusi ületavaid tootlusi. Võimalusel tuleks proovida elimineerida hinnanguaknas lisaks ühinemis- ja omandamistehingutele ka teist tüüpi avalikud teavitused. Need puudutamata jäänud teemad oleksid hea edasiarendus antud uurimusele.

KOKKUVÕTE

Käesoleva töö eesmärgiks oli selgitada välja ühinemis- ja omandamistehingute lühiajaline mõju Euroopa tehnoloogiasektori börsiettevõtete aktsiahindadele omandaja perspektiivist. Kõigepealt loodi ülevaade ühinemis- ja omandamistehingute olemusest, motiividest, kasumlikkusest ja selle peamistest mõõdikutest. Teises peatükis on kirjeldati andmeid ja metoodikat ning tulemusi ja järeldusi.

Uurimus keskendus Euroopa tehnoloogiasektori suure ühinemis- ja omandamisaktiivsusega ettevõtetele, et selgitada välja nimetatud tehingute lühiajaline mõju aktsia hinnale ja vaadelda kas need tehingud loovad ootusi ületavaid tootlusi.

Metoodikana kasutati sündmusuuringut, millega analüüsiti aktsia hinna dünaamikat sündmusaknas. Sündmusakna pikkuseks valiti 11 päeva – 5 päeva enne tehingu teavitust, teavituse päev ja 5 päeva peale teavitust.

Autor viis sündmusuuringu läbi Microsoft Office tarkvaras Excel. Kõigepealt arvutas autor ootusi ületavad tootlused ning seejärel kumulatiivsed ootusi ületavad tootlused, keskmised kumulatiivsed ootusi ületavad tootlused, kumulatiivsed ootusi ületavad tootlused 5 päeva enne teavitust, keskmised kumulatiivsed ootusi ületavad tootlused 5 päeva enne teavitust, kumulatiivsed ootusi ületavad tootlused 5 päeva pärast teavitust, keskmised kumulatiivsed ootusi ületavad tootlused 5 päeva pärast teavitust. Seejärel viis autor läbi t-testi, et testida vaadeldavate väärtuste olulisust.

Töö peamiseks uurimisküsimuseks oli: Kuidas mõjutavad Euroopa tehnoloogiasektori ettevõtete ühinemis- ja omandamistehingute teavitused lühiajaliselt omandajate aktsia hinda?

Sellele küsimusele vastamiseks sõnastas autor kaks peamist hüpoteesi:

Esimese hüpoteesiga soovis autor selgitada välja, kas ühinemis- ja omandamistehingute teavitused mõjutavad ootusi ületavaid tootlusi avaliku teavituse päeval.

H0: Ühinemis- ja omandamistehingute teavitused mõjutavad ootusi ületavaid tootlusi avaliku teavituse päeval

H1: Ühinemis- ja omandamistehingud ei mõjuta ootusi ületavaid tootlusi avaliku teavituse päeval

Teise hüpoteesiga soovib autor tuvastada ühinemis- ja omandamistehingute mõju ootusi ületavatele tootlustele sündmusakna jooksul.

H0: Ühinemis- ja omandamistehingute avalikud teavitused mõjutavad ootusi ületavaid tootlusi sündmusaknas

H1: Ühinemis- ja omandamistehingud ei mõjuta ootusi ületavaid tootlusi sündmusaknas

Autor leidis oma uurimuses, et ühinemis- ja omandamistehingud loovad ootusi ületavaid tootlusi ainult teavituse päeval ning sai aksepteerida nullhüpoteesi. Vaadeldav väärtus küll lähenes nullile, kuid oli siiski nõrgalt positiivne. See järeldus on vastavuses ka varasemate uuringutega, mille järgi on ühinemis- ja omandamistehingute mõju nõrgalt positiivne, nõrgalt negatiivne või mõju puudub.

Lisaks leidis autor, et ettevõtete eelnev suurem kogemus ühinemis- ja omandamistehingutega omab mõju ootusi ületavatele tootlustele. Suurema tehinguaktiivsusega ettevõtted suutsid luua positiivset ootusi ületavat tootlust teavituse päeval ning väiksema tehinguaktiivsusega ettevõtete tehingud ei mõjutanud ootusi ületavaid tootlusi.

Autor uuris ka selliste tehingute mõju, millel polnud lõpu kuupäeva. Mõju ootusi ületavatele tootlustele oli nõrgalt positiivne, kuid polnud statistiliselt oluline.

Ühinemis- ja omandamistehingute ootusi ületavad tootlused 11-päevases sündmusaknas olid aga ebaolulised ning sai ümber lükata nullhüpoteesi ja aksepteerida sisuka hüpoteesi ning järeldada, et need tehingute teavitused ei loo ootusi ületavaid tootlusi.

Kindlamate järelduste jaoks peaks analüüsima ka ettevõtete finantsandmeid, et vaadelda, kuidas tehingud on mõjutanud ettevõtete finantsnäitajaid ning aktsia hinna pikemat liikumist. Selles uurimuses keskenduti ainult lühiajalisele mõjule.

SUMMARY

EFFECTS OF MERGER AND ACQUISITION ANNOUNCEMENTS ON STOCK PRICE BEHAVIOUR AMONG EUROPEAN TECHNOLOGY SECTOR COMPANIES

Hanna-Liina Toming

The aim of this research was to examine short-term effects of mergers and acquisitions (M&A) on stock prices of public companies in the European technology sector from the buyers' perspective. Firstly, the author opened with the essence of the deals and their types, profitability, and measurement methods. The second chapter describes the data and methodology and the results and conclusions.

The study focused on companies with higher merger and acquisition activity to understand whether or not they create abnormal returns.

The methodology used was an event study to analyze the behavior of the share price in the event window. The length of the event window was chosen to be 11 days. That means 5 days before the announcement, the day of and 5 days after the announcement.

The author conducted an event study in the Microsoft Office program Excel. The author first calculated the abnormal returns and then the cumulative abnormal returns, the average cumulative abnormal returns, the cumulative abnormal returns 5 days before the announcement, the average cumulative abnormal returns 5 days before the announcement, the cumulative abnormal returns 5 days after the announcement, the average cumulative abnormal returns 5 days before the announcement, and the average abnormal returns on the day of the announcement. The author then performed a student t-test to test the significance of the observed values.

The main research question of the thesis: How mergers and acquisitions announcements of European technology companies affect the share price of acquirers in the short-term?

To answer this question, the author formulated two main hypotheses:

With the first hypothesis, the author wanted to find out the effect of mergers and acquisitions on abnormal returns on the announcement date.

H0: Mergers and acquisitions announcements affect the abnormal returns on the date of the announcement

H1: Mergers and acquisitions do not affect the abnormal returns on the date of the announcement

With the second hypothesis, the author wanted to identify the impact of mergers and acquisitions on abnormal returns during the event window.

H0: Mergers and acquisitions affect the abnormal returns in the event window

H1: Mergers and acquisitions do not affect the abnormal returns in the event window

The author found that mergers and acquisitions create short-term value for abnormal returns only on the day of the announcement and accepted the null hypothesis. The observed value approached zero, but was still slightly positive. This conclusion is also in line with previous studies which show that the effects of mergers and acquisitions are slightly positive, slightly negative, or zero.

In addition, the author found that the companies' previous experience with mergers and acquisitions created positive abnormal returns. Companies with higher transaction activity were able to generate positive abnormal returns on the date of the announcement. Announcements from companies with lower transaction activity did not create abnormal returns. In addition, the author examined the impact of transactions that did not have a closing date. The impact was slightly positive, but not statistically significant.

However, the abnormal returns on mergers and acquisitions in the 11-day event window were insignificant, the null hypothesis was rejected, and the alternative hypothesis was accepted. These announcements did not create value in the event window.

For stronger conclusions, the companies' financial data should also be analyzed to see how transactions have affected corporate financial performance and longer stock price movements. This study focused only on short-term effects.

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Alexandris, G., & Mavrovitis, C. F. (2012). How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. *The European Journal of Finance*, 663-688.
- Angwin, D. (2001). Mergers and Acquisitions across European Borders: National Perspectives on Preacquisition Due Diligence and the Use of Professional Advisers. *Journal of World Business*, 32-57.
- Asquith, P., & Kim, H. E. (1982). The Impact of Merger Bids on the Participating Firms' Security Holders. *The Journal of Finance*, 1209-1228.
- Asquith, P., Bruner, R. F., & Mullins, D. W. (1983). The gains to bidding firms from merger. *Journal of Financial Economics*, 121-139.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 159-178.
- Barney, J. B., & Hesterly, W. S. (2015). *Strategic Management and Competitive advantage*. Essex: Pearson Education Limited.
- Bauer, F., & Matzler, K. (2014). Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration. *Strategic Management Journal*, 269-291.
- Benninga, S. (2014). *Financial Modeling 4th edition*. London: The MIT Press.
- Bower, J. L. (2001). Not All M&As Are Alike—and That Matters. *Harvard Business Review*, 92-101.
- Bruner, R. F. (2002). Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. *Journal of Applied Finance*, 48-68.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., & MacKinlay, C. A. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*. New Jersey: Princeton University Press.
- Christofferson, S. A., McNish, R. S., & Sias, D. L. (1. May 2004. a.). Where mergers go wrong. *McKinsey Quarterly*.
- Clark, P., & Mills, R. (2013). *Masterminding the Deal: Breakthroughs in M&A Strategy and Analysis*. London: Kogan Page Limited.
- Copeland, T. E., & Weston, F. J. (1988). *Financial Theory and Corporate Policy*. New Jersey: Addison-Wesley Publishing Company, Inc.
- Dodd, P. (1980). Merger proposals, management discretion and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 105-137.
- Event Study Tools*. (1. April 2021. a.). Allikas: Introduction to the Event Study Methodology: <https://www.eventstudytools.com/introduction-event-study-methodology>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 383-417.
- Fama, F. E., Fisher, L., & Jensen, M. C. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 1-21.
- Fee, C. E., & Thomas, S. (2004). Sources of Gains in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier, and. *Journal of Financial Economics*.
- Franks, J., Harris, R., & Titman, S. (1991). The postmerger share-price performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 81-96.
- French, J. (7. March 2018. a.). *Why M&A Due Diligence Is So Important: A Cautionary Tale*. Allikas: Startups: <https://www.startups.com/library/expert-advice/importance-of-merger-acquisition-due-diligence>

- Gaughan, P. A. (2015). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings 6th edition*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Gomes, E., Angwin, D. N., Weber, Y., & Tarba, S. Y. (2012). Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre- and Post-M&A Connections for Improved Performance. *Thunderbird International Business Review*, 13-35.
- Hackbarth, D., & Morellec, E. (2008). Stock Returns in Mergers and Acquisitions. *THE JOURNAL OF FINANCE*, 1213-1252.
- Henderson, G. V. (1990). Problems and Solutions in Conducting Event Studies. *The Journal of Risk and Insurance*, 282-306.
- Higgins, R. C., & Schall, L. D. (1975). Corporate Bankruptcy and Conglomerate Merger. *The Journal of Finance*, 93-113.
- Hubbard, G. R., & Palia, D. (2002). A Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View. *The Journal of Finance*, 1131-1152.
- Ingham, H., Kran, I., & Lovestam, A. (1992). MERGERS AND PROFITABILITY: A MANAGERIAL SUCCESS STORY? *Journal of Management Studies*, 195-208.
- Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances. (March 2021. a.). *Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances*. Allikas: M&A Statistics: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
- Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2008). *Exploring corporate strategy 8th edition*. Essex: Pearson Education Limited.
- Kaplan, S. N., & Weisbach, M. S. (1992). The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures. *The Journal of Finance*, 107-138.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-Analyses of Post-Acquisition Performance: Indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 187-200.
- Laidroo, L. (2008). Public announcement induced market reactions on Baltic stock exchanges. *Baltic Journal of Management*, 174-192.
- Lang, L. H., Walkling, R. A., & Stulz, R. M. (1989). Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers. *Journal of Finance*, Vol. 24, pp. 137-154, 1989, 137-154.
- Lang, L., Stulz, R., & Walking, R. A. (1989). Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers. *Journal of Financial Economics*, 137-154.
- Lev, B. (1989). On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two. *Journal of Accounting Research*, 153-192.
- Lipton, M. (2006). Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries. *The Davies Lecture*.
- Lubatkin, M., & Shrieves, R. E. (1986). Towards Reconciliation of Market Performance Measures to Strategic Management Research. *The Academy of Management Review*, 497-512.
- MacKinlay, C. A. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39.
- Mandelker, G. (1974). Risk and return: The case of merging firms. *Journal of Financial Economics*, 303-335.
- Manne, H. G. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 110-120.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance*, 2148-2177.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (1997). Event Studies In Management Research: Theoretical And Empirical Issues. *The Academy of Management Journal*, 626-657.

- Moeller, S., & Brady, C. (2014). *Intelligent M & A: Navigating the Mergers and Acquisitions minefield 2nd edition*. West Sussex: John Wiley and Sons, Ltd.
- Okafor, A. (2019). Refocusing on the Success Enabling Factors in Mergers and Acquisitions. *European Scientific Journal*.
- Oler, D. k., Harrison, J. S., & Allen, R. M. (2008). The danger of misinterpreting short-window event study findings in strategic management research: an empirical illustration using horizontal acquisitions. *STRATEGIC ORGANIZATION*, 151-184.
- Pablo, A. L., & Javidan, M. (2004). *Mergers and Acquisitions: Creating Integrative Knowledge*. Malden: Blackwell Publishing Ltd.
- Patton, R., Tabak, D., Krivin, D., & Rose, E. (2003). Determination of the Appropriate Event Window Length in Individual Stock Event Studies. *SSRN Electronic Journal*.
- Perepeczo, A. (2007). Event Study in the Evaluation of Effects of Mergers and Acquisitions. *Folia Oeconomica Stetinensia*, 107-122.
- Porter, M. E. (1987). From Competitive Advantage to Corporate Strategy. *Harvard Business Review*, 43-60.
- Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. M. (1987). *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*. Washington D.C: Brookings Institution Press.
- Rhodes-Kropf, M., & Viswanathan, S. (2005). Market Valuation and Merger Waves. *The Journal of Finance*, 2685-2718.
- Schoenberg, R. (2006). Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics. *British Journal of Management*, 361-370.
- Sebenius, J. K. (2002). The hidden challenge of cross-border negotiations. *Harvard Business Review*, 76-85.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1991). Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications. *Strategic Management Journal*, 51-59.
- Siblis Research. (31. December 2020. a.). *EV/EBITDA (Enterprise Multiple) by Sector/Industry 1995 – 2021*. Allikas: Siblis Research: <https://siblisresearch.com/data/ev-ebitda-multiple/>
- Smith, R. L., & Kim, J.-H. (1994). The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack on Bidder and Target Stock Returns. *The Journal of Business*, 281-310.
- Smith, R. L., & Kim, J.-H. (1994). The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack on Bidder and Target Stock Returns. *Journal of Business*, 281-310.
- Steger, U., & Kummer, C. (2008). Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur - The Vicious Circle from Pressure to Failure . *Strategic Management Review*, 44-63.
- Stigler, G. J. (1950). Monopoly and Oligopoly by Merger. *The American Economic Review*, 23-34.
- Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. *Strategic Management Journal*, 283-295.
- Travlos, N. G. (1987). Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. *Journal of Finance*, 943-963.
- Wang, D., & Moini, H. (2012). Performance Assessment of Mergers and Acquisitions: *E-Leader Berlin*, 1-15.
- Weber, Y., & Pliskin, N. (1996). The effects of information systems integration and organizational culture on a firm's effectiveness. *Information & Management*, 81-90.
- Weber, Y., Shenkar, O., & Raveh, A. (1996). National and Corporate Cultural Fit in Mergers/Acquisitions: An Exploratory Study. *Management Science*, 1215-1227.

LISAD

Lisa 1. Valim

Ettevõte	Tehingute arv	Valimisse jäänud tehingute arv	Osakaal %
Capgemini SA	40	27	8.9%
SAP	37	25	8.2%
ATOS SE	35	25	8.2%
Dassault Systemes	29	20	6.6%
Nokia	24	20	6.6%
Gemalto	20	20	6.6%
ECONOCOM	26	16	5.2%
Sopra Steria Group SA	18	15	4.9%
UNITED INTERNET AG	13	13	4.3%
Masmovil Ibercom SA	15	12	3.9%
BECHTLE AG	14	12	3.9%
Indra Sistemas SA	13	11	3.6%
Amadeus IT group SA	12	10	3.3%
Asseco Poland SA	9	9	3.0%
Temenos	9	9	3.0%
Criteo	9	8	2.6%
Delivery hero	12	7	2.3%
ASML Holding NV	7	7	2.3%
Logitech	7	7	2.3%
ILIAD	7	7	2.3%
Esprinet SPA	7	7	2.3%
Spotify Technologies	8	5	1.6%
Zalando	4	4	1.3%
Farfetch	7	3	1.0%
Soitec	3	3	1.0%
F-Secure	3	3	1.0%
Kokku	388	305	100.0%

Allikas: Autori arvutused

Lisa 2. Suure tehinguaktiivsusega ettevõtete vaadeldavate väärtuste arvutused

	CAR (-5;0;+5)	CAR (-5;-1)	CAR (+1;+5)	T (0)
Masmovil Ibercom				
Keskmine	-0.01730	-0.01289	-0.03103	0.02542
t-statistik	-0.59725	-0.63278	-1.59485	2.36142
P väärtus	0.56243	0.53981	0.13905	0.03772
t kriitiline	2.20099	2.20099	2.20099	2.20099
Vaadeldav väärtus	-0.01730	-0.01289	-0.03103	0.02542
n	12			
ECONOCOM				
Keskmine	-0.00618	-0.01213	0.00559	0.00036
t-statistik	-0.52747	-1.63959	0.49025	0.10307
P väärtus	0.60558	0.12189	0.63105	0.91927
t kriitiline	2.13145	2.13145	2.13145	2.13145
Vaadeldav väärtus	-0.00618	-0.01213	0.00559	0.00036
n	16			
Sopra Steria Group				
Keskmine	0.00387	-0.01592	-0.00385	0.02364
t-statistik	0.14777	-0.65479	-0.26870	2.15463
P väärtus	0.88463	0.52321	0.79208	0.04909
t kriitiline	2.14479	2.14479	2.14479	2.14479
Vaadeldav väärtus	0.00387	-0.01592	-0.00385	0.02364
n	15			
United Internet AG				
Keskmine	0.03653	0.00578	0.00531	0.02544
t-statistik	1.88829	0.61701	0.54020	1.87917
P väärtus	0.08340	0.54876	0.59894	0.08472
t kriitiline	2.17881	2.17881	2.17881	2.17881
Vaadeldav väärtus	0.03653	0.00578	0.00531	0.02544
n	13			
Bechtle AG				
Keskmine	0.00535	-0.00448	0.00697	0.00286
t-statistik	0.43355	-0.47093	0.76952	1.00998
P väärtus	0.67299	0.64689	0.45779	0.33421
t kriitiline	2.20099	2.20099	2.20099	2.20099
Vaadeldav väärtus	0.00535	-0.00448	0.00697	0.00286
n	12			
Atos SE				
Keskmine	0.00984	-0.00231	0.01177	0.00038
t-statistik	0.87758	-0.41935	1.44778	0.07927
P väärtus	0.38887	0.67869	0.16062	0.93747
t kriitiline	2.06390	2.06390	2.06390	2.06390
Vaadeldav väärtus	0.00984	-0.00231	0.01177	0.00038
n	25			

Capgemini SA				
Keskmine	-0.00477	-0.00818	-0.00864	0.00141
t-statistik	-0.42106	-0.63404	-1.70919	0.33348
P väärtus	0.67717	0.53160	0.09933	0.74145
t kriitiline	2.05553	2.05553	2.05553	2.05553
Vaadeldav väärtus	-0.00477	-0.00818	-0.00864	0.00141
n	27			
Gemalto				
Keskmine	0.01378	0.01038	0.00939	0.00286
t-statistik	1.16228	1.09594	1.01320	0.77731
P väärtus	0.25951	0.28680	0.32370	0.44655
t kriitiline	2.09302	2.09302	2.09302	2.09302
Vaadeldav väärtus	0.01378	0.01038	0.00939	0.00286
n	20			
Nokia OYJ				
Keskmine	0.00534	0.00148	0.00645	-0.00259
t-statistik	0.41052	0.21923	0.75479	-0.28444
P väärtus	0.68601	0.82881	0.45963	0.77915
t kriitiline	2.09302	2.09302	2.09302	2.09302
Vaadeldav väärtus	0.00534	0.00148	0.00645	-0.00259
n	20			
Dassault Systemes SA				
Keskmine	0.00798	0.00287	-0.00198	0.01369
t-statistik	0.84092	0.36578	-0.22181	2.08844
P väärtus	0.41085	0.71857	0.82683	0.05046
t kriitiline	2.09302	2.09302	2.09302	2.09302
Vaadeldav väärtus	0.00798	0.00287	-0.00198	0.01369
n	20			
SAP				
Keskmine	-0.00017	-0.00114	0.00480	-0.00206
t-statistik	-0.02200	-0.24369	1.15870	-1.33954
P väärtus	0.98263	0.80954	0.25798	0.19294
t kriitiline	2.06390	2.06390	2.06390	2.06390
Vaadeldav väärtus	-0.00017	-0.00114	0.00480	-0.00206
n	25			

Allikas: Autori arvutused

Lisa 3. Lihtlitsents

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks¹

Mina Hanna-Liina Toming

1. Annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „Ühinemis- ja omandamistehingute teavituste mõju aktsia hinnale Euroopa tehnoloogia ettevõtete näitel“, mille juhendajaks on Karin Jõeveer,
 - 1.1 reprodutseerimiseks lõputöö säilitamise ja elektroonse avaldamise eesmärgil, sh Tallinna Tehnikaülikooli raamatukogu digikogusse lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
 - 1.2 üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tallinna Tehnikaülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas Tallinna Tehnikaülikooli raamatukogu digikogu kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. Olen teadlik, et käesoleva lihtlitsentsi punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest ning muudest õigusaktidest tulenevaid õigusi.

11.05.2021

¹ Lihtlitsents ei kehti juurdepääsupiirangu kehtivuse ajal vastavalt üliõpilase taotlusele lõputööle juurdepääsupiirangu kehtestamiseks, mis on allkirjastatud teaduskonna dekaani poolt, välja arvatud ülikooli õigus lõputööd reprodutseerida üksnes säilitamise eesmärgil. Kui lõputöö on loonud kaks või enam isikut oma ühise loomingulise tegevusega ning lõputöö kaas- või ühisautor(id) ei ole andnud lõputööd kaitsvale üliõpilasele kindlaksmääratud tähtajaks nõusolekut lõputöö reprodutseerimiseks ja avalikustamiseks vastavalt lihtlitsentsi punktidele 1.1. jq 1.2, siis lihtlitsents nimetatud tähtaja jooksul ei kehti.