

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL  
Majandusteaduskond  
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Aveli Nurk

**OMANDAMISTEHINGUTE MÕJU OMANDAJA  
KASUMLIKKUSELE EESTI ETTEVÕTETE NÄITEL**

Magistritöö

Õppekava Ärirahandus ja majandusarvestus, peeriala ärirahandus

Juhendaja: Karin Jõeveer, PhD

Tallinn 2018

Deklareerin, et olen koostanud töö 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 10 133 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Aveli Nurk .....

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 163507TARM

Üliõpilase e-posti aadress: avelinurk@gmail.com

Juhendaja: Karin Jõeveer, PhD:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

# SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE .....	5
SISSEJUHATUS .....	6
1. ÜHINEMIS- JA VÄLJAOSTUTEHINGUD .....	9
1.1. Tehingute liigid ja klassifitseerimine.....	9
1.1.1. Ühinemised.....	10
1.1.2. Omandamised .....	10
1.1.3. Juhtkonna poolne väljaost .....	11
1.1.4. Ühinemiste ja omandamistehingute klassifitseerimine .....	12
1.2. Tehingute põhjused.....	14
1.3. Omandamistehingute edukust mõjutavad faktorid .....	18
1.4. Ülevaade varasemalt tehtud uurimistöödest .....	23
2. VALIM JA METOODIKA .....	27
2.1. Valim .....	27
2.1.1. Analüüsiv valim.....	27
2.1.2. Kontrollgrupp .....	31
2.2. Metoodika.....	31
2.2.1. Kirjeldav analüüsi metoodika.....	31
2.2.2. Topelt erinevuse meetod ja regressioonanalüüs .....	32
3. TULEMUSED JA JÄRELDUSED .....	36
3.1. Kirjeldava analüüsi tulemused.....	36
3.2. Mudeli testimise tulemused.....	38
3.3. Analüüsi piirangud .....	42
3.4. Järeldused ja ettepanekud .....	43
KOKKUVÕTE .....	44
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU .....	48
LISAD .....	51
Lisa 1. T-testi koondtulemused .....	51
Lisa 2. Regressioonanalüüsi mudel 1 .....	52
Lisa 3. Normaaljaotuse test, mudel 1 .....	53
Lisa 4. White'i test, mudel 1.....	54
Lisa 5. Ramsey Reset testi tulemused, mudel 1 .....	55

Lisa 6. Multikollineaarsuse testimine Dispersiooni inflatsioonitegur-i VIF abil, mudel 1 .....	56
Lisa 7. Regressioonanalüüsi mudel 2 .....	57
Lisa 8. Normaaljaotuse test, mudel 2 .....	58
Lisa 9. White`i test, mudel 2.....	59
Lisa 10. Ramsey Reset testi tulemused, mudel 2 .....	60
Lisa 11. Multikollineaarsuse testimine Dispersiooni inflatsioonitegur-i VIF abil, mudel 2 .....	61
Lisa 12. Ülevaade analüüsi kaasatud tehingutest .....	62

## LÜHIKOKKUVÕTE

Ühinemis- ja omandamistehingud on üks välise kasvu viise, mille abil on võimalik kasvatada ettevõtte suurust, suurendada turukatvust, parandada konkurentsipositsiooni ning turuvõimu. Ühinemis- või omandamistehingu kaudu toimub ettevõtete varade ja äritegevuste koondumine ning kontrolli üleminek. Magistritöö eesmärgiks on tuua välja omandamistehingute mõju omandajaks oleva ettevõtte kasumlikkusele. Omandamistehingu puhul läheb kontroll omandatava ettevõtte varade ja äritegevuse üle omandajaks olevale ettevõttele. Autor analüüsib neid omandamistehinguid, mis on tehtud 2004.–2013. aastal ning mille puhul on Eesti ettevõtte omandajaks. Autor analüüsib kokku 24 tehingut. Kasumlikkuse näitajatena analüüsib autor brutokasumi marginaali, ärikasumi (EBIT) marginaali ning varade tootlikkuse (ROA) muutust, võttes analüüsitavaks perioodiks +/- 3 aastat tehingust. Selleks, et teha kindlaks, kas omandajaks olevate ettevõtete kasumlikkuse muutus on tingitud omandamistehingust, koostab autor kontrollgrupi. Omandamistehingute ja kasumlikkuse muutuse seose uurimiseks kasutab autor regressioonanalüüsi ning topelt erinevuse meetodit.

Varasemad uurimistööd on leidnud, et omandamistehingud mõjutavad omandaja kasumlikkust pigem negatiivselt. Antud töö raames teostatud analüüsi tulemused näitavad küll omandajaks olevate ettevõtete kasumlikkuse langust omandamistehingu järgsel perioodil kuid regressioonanalüüs ei näita, et omandamistehing omaks olulist mõju omandaja kasumlikkuse muutusele. Seega võib kasumlikkuse langus olla olulises osas tingitud ka muutustest muudest teguritest.

Võtmesõnad: Ühinemis- ja omandamistehingud, omandamistehingute edukus, M&A, kasumlikkus.

## SISSEJUHATUS

Ühinemis- ja omandamistehingud toovad endaga kaasa kontrolli ülemineku ühelt ettevõttelt teisele. Omandamistehingu korral liiguvad omandatava ettevõtte varad ja äritegevus omandaja kontrolli alla ning ühinemistehingu korral liiguvad kahe ühendatava ettevõtte varad ja äritegevus ühendava ettevõtte alla. Ühinemis- ja omandamistehingutel on mitmed erinevaid liike nagu näiteks võrdsete ühinemine, varade omandamine, omakapitali omandamine ja juhtkonna poolne väljaost.

On teada, et ühinemis- ja omandamistehingute puhul on ka omad nii-öelda laine perioodid. Majandusteadlased on välja toonud, et praeguseks on olnud kuus ühinemis- ja omandamistehingute lainet. Esimene ühinemis- ja omandamistehingute laine oli perioodil 1893–1904, mil tehti palju horisontaalseid ühinemis- ja omandamistehinguid. Seda ühinemis- ja omandamistehingute lainet on nimetanud ka kui turu konsolideerumist, kuna sel ajal toimusid killustunud tööstusharudes konsolideerumised. Teist tehingute lainet, mis oli 1920ndatel iseloomustab vertikaalne integratsioon ehk sel ajal domineerisid tarneahelas üksteise järel olevate ettevõtete ühinemised. Kolmanda laine, mis hõlmas perioodi 1950ndate keskpaik kuni 1970ndad, märksõnaks oli konglomeraatide teke, omavahel ühinesid mitteseotud või vähe seotud ettevõtted. Neljandat buumi, 1980ndatel iseloomustatakse kui võimendatud tehingute perioodi, kuna sel perioodil oli trendiks tehingute finantseerimine kasutades võimendust ning samuti suurenes juhtkonnapoolsete võimendusega väljaostutehingute maht. Perioodi 1993–2000 peetakse viiendaks ühinemis- ja omandamistehingute laineaks. Seda perioodi iseloomustasid megatehingud ning interneti mull. (Cools et al. 2007; Lipton, 2006) Kuuendaks buumi perioodiks peetakse aastaid 2003–2006 ning seda perioodi iseloomustab tööstuse konsolideerumine ehk seotud ettevõtete ühinemine (Cools et al. 2007; Alexandridis et al. 2011).

Ettevõtete ühinemis- ja omandamistehingud on üks viis ettevõtte kasvatamiseks ja turupositsiooni parandamiseks. Ettevõtte kasvu on võimalik saavutada ka sisemise kasvuga. Siiski, hoolimata majandusliku keskkonna arenemisest leiavad paljud ettevõtted, et ainult sisemist kasvu kasutades on raske püstitatud kasvueesmärke saavutada (Cools et al. 2004, 6). Nii

teadusartiklites kui ka praktikas tuuakse omandamistehingute ühe põhjusena välja, et tehingus osalevate ettevõtete vahelise potentsiaalse sünergia kaudu on võimalik kulusid vähendada ja kasumlikkust suurendada. Põhjuseid omandamistehinguks on muidki, kuid peamine eesmärk on siiski omandaja kasumlikkust parandada, mis reeglina toob omakorda kaasa omandajaks oleva ettevõtte aktsionäride jõukuse suurenemise. Mitmete varasemalt teostatud uurimuste tulemused on näidanud, et omandamistehingu teostamise järgselt ei suudeta aktsionäride jõukust suurendada. Omandatavad ettevõtted see-eest saavad kasu tänu tehingu eest makstavale preemiale. Cools et al (2004, 6) on välja toonud, et varasemalt vaadati ühinemis- ja omandamistehinguid kui alternatiivset viisi ettevõtte kasvatamiseks, kuid nüüd, kui mitmed teadusartiklid on välja toonud, et enamus ühinemis- ja omandamistehingud ei suuda aktsionäri väärtust luua, suhtutakse nendesse tehingutesse pigem skeptiliselt.

Valisin kirjutamiseks antud teema, kuna ühinemis- ja omandamistehingud on jätkuvalt üks peamisi ettevõtte välise kasvu viise. Samuti puutun käsitletava teemaga igapäevaselt praktikas kokku ning soovin analüüsida, kuidas on omandamistehingud Eesti ettevõtete kasumlikkust mõjutanud. Autor ei ole teadlik, et varasemalt oleks sellist valimit analüüsitud. Magistritöös uurib autor omandamistehingute mõju omandaja kasumlikkusele, analüüsides omandamistehinguid perioodil 2004–2013, mille puhul omandajaks on Eesti ettevõtte. Omandatavaks ettevõtteks võib olla nii Eestis, kui ka välismaal registreeritud ettevõtte. Autor analüüsib tehinguid, kus omandajaks on strateegiline investor ning omandatud on vähemalt 50% ettevõttest ehk omandaja saab kontrolli omandatava ettevõtte üle. Analüüs teostatakse konsolideeritud baasil ehk ühte konsolideerimisgruppi kuuluvaid ettevõtteid vaadatakse tervikuna, analüüsides konsolideeritud majandusaasta aruannetes olevat informatsiooni.

Magistritöö eesmärk on välja tuua omandamistehingu mõju omandaja kasumlikkusele. Uurimisülesandeks on selgitada välja kuidas mõjutab omandamistehing omandaja kasumlikkuse näitajaid tehingujärgsel perioodil. Magistritöö kontekstis peab autor eduka tehinguna silmas seda, et omandaja kasumlikkus on tehingujärgsel perioodil parem kui tehingueelsel.

Töö käigus otsitakse vastust järgnevatele uurimisküsimustele.

1. Kuidas mõjutab omandamistehing omandaja brutokasumi marginaali?
2. Kuidas mõjutab omandamistehing omandaja äri kasumi marginaali?
3. Kuidas mõjutab omandamistehing omandaja varade tootlikkust?

Uurimisküsimustele vastamiseks on autor teinud ülevaate teoreetilistest käsitlustest, toonud välja varasemate empiiriliste uurimistööde tulemused ning kogunud andmeid Eesti ettevõtete kohta, kes on olnud aastatel 2004–2013 omandamistehingus omandajaks. Magistrandi panus magistritöö koostamisel seisneb unikaalse andmebaasi koostamises, mis hõlmab omandamistehingutes omandajaks olnud Eesti ettevõtete finantsandmeid enne ja peale omandamistehingut, ning samuti omandamistehingu mõju analüüsimises.

Magistritöö koosneb kolmest peatükist. Esimene peatükk annab laiemat ülevaate ühinemis- ja omandamistehingutest. Peatükk annab ülevaate ühinemis- ja omandamistehingute liikidest, tehingute tegemise põhjustest, omandamistehingute edukust mõjutavatest faktoritest ning varasemalt tehtud empiirilistest uurimistöödest. Esimene peatükk põhineb teadusartiklidel, millele on TTÜ kaudu ligipääs või mis on avalikult kättesaadavad. Teises peatükis annab autor ülevaate kasutatavast valimist ning teostatava analüüsi metoodikast. Autor kirjeldab, millistel põhjustel tuli paljud tehingud valimist eemaldada ning kuidas kujunes lõplik valim. Autor soovib juhtida tähelepanu sellele, et lõplik valim kujunes oodatust väiksemaks kuna oli palju ettevõtteid, mida ei saanud analüüsi kaasata. Samuti annab autor ülevaate topelt erinevuse meetodist ning regressioonanalüüsis kasutatavast mudelist. Kolmandas peatükis annab autor ülevaate tehtud empiirilise analüüsi tulemustest ning olulisematest järeldustest. Autor annab ülevaate, kuidas muutusid brutokasumi marginaal, äri kasumi marginaal ja varade tootlikus tehingujärgselt ning kas omandamistehingul oli seos nende kasumlikkuse näitajate muutumisega. Samuti toob autor välja teostatud analüüsi piirangud.

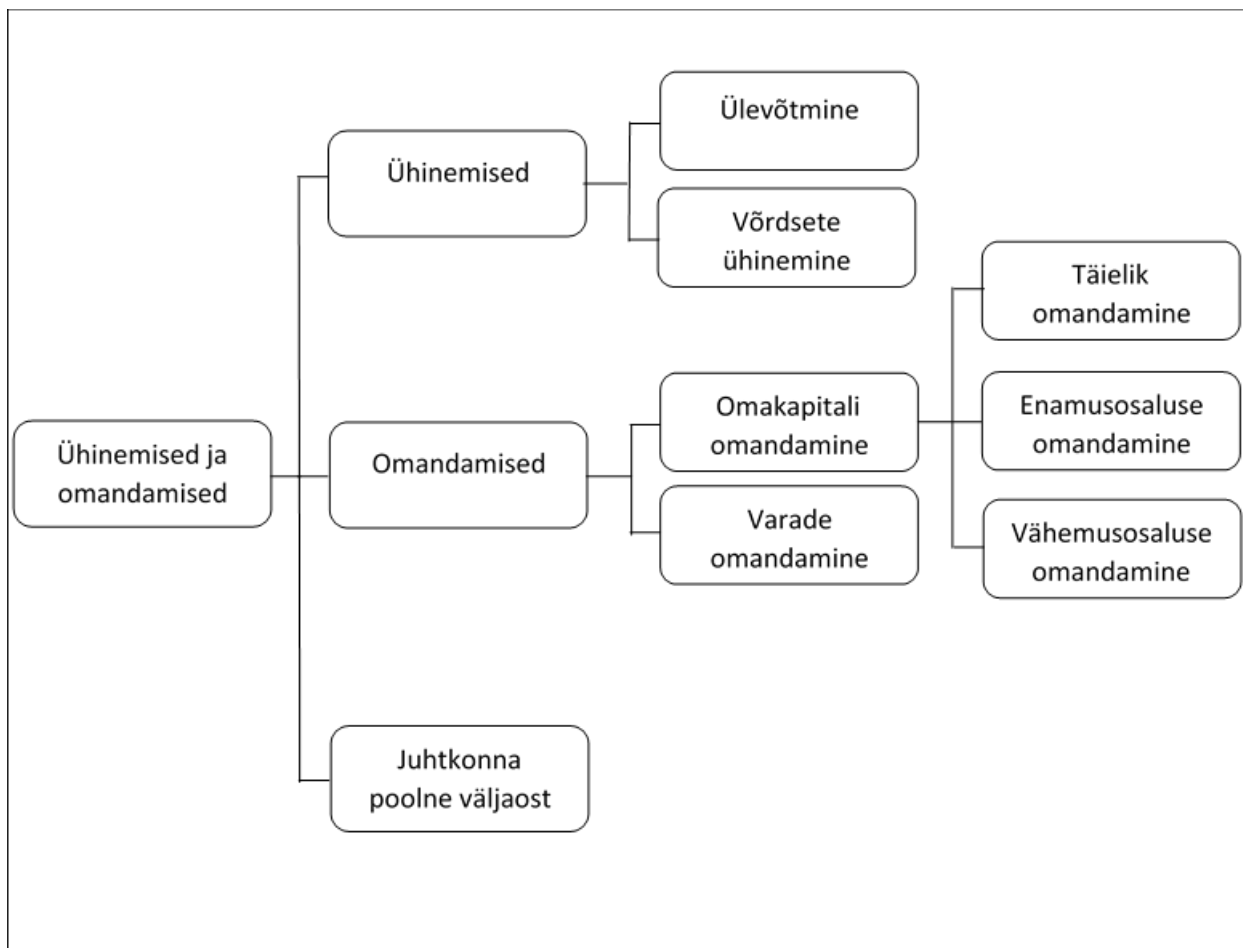
Autor soovib tänada juhendajat teema valiku suunamise ning põhjaliku abistamise eest uurimismetoodika määramisel.



# 1. ÜHINEMIS- JA VÄLJAOSTUTEHINGUD

## 1.1. Tehingute liigid ja klassifitseerimine

Ühinemiseid ja omandamisi on sageli vaadatud kui samaväärseid, kuid tegelikkuses on need erinevad. Magistritöös analüüsin omandamistehinguid ning seetõttu on oluline teha lugejale töö alguses selgeks, mille poolest erinevad üksteisest ühinemis- ja omandamistehingud. Järgneval joonisel olen välja toonud ühinemis- ja omandamistehingute jaotuse.



Joonis 1. Ühinemis- ja omandamistehingute jaotus

Allikas: Nakamura (2005, 18); autori kohandatud.

Joonisel 1 välja toodud ühinemis- ja omandamistehingute liigid seletab autor lahti järgnevates alapeatükkides.

### **1.1.1. Ühinemised**

Ühinemistehingute puhul ühendatakse kahe ettevõtte varad ja äritegevus ühte ettevõttesse kokku. Tehingut saab teha näiteks varade või aktsiate vahetamise kaudu. Tehingu tegemiseks on vaja mõlema ettevõtte aktsionäride nõusolekut. (Chen, Findlay 2003, 23) Ühinemised jagunevad laialt kaheks:

- Ühinemine äritegevuse ülevõtmise kaudu, mille korral üks ettevõtte võtab terviklikult üle ühe või mitu ettevõtet ning ülevõetud ettevõtetete kehad likvideeritakse peale ülevõtmistehingut (Chen, Findlay 2003, 23). Omandamistehingust erineb see selle poolest, et omandamistehingu järel jääb omandatud ettevõtte juriidiline keha peale tehingut alles.
- Võrdsete ühinemine, mis hõlmab endast kahte suhteliselt võrdse kasvuga ettevõtet ning võttes parima mõlemast luuakse uus ettevõtte (Epstein 2005, 38).

Äritegevuse ülevõtmiste puhul proovitakse tavaliselt väiksem, üle ostetav ettevõtte, mahutada suurema ettevõtte struktuuri. Kui ülevõtmiste puhul on tavaliselt selge, kumb ettevõtte omab kontrolli, siis võrdsete ühinemine võib endaga kaasa tuua võimuvõitluse, kuna mõlemad ühinenud ettevõtted tahavad uues loodud ettevõttes kontrolli saavutada. (Epstein 2005, 38). Antud magistritöös autor ühinemistehinguid analüüsi ei kaasa, kuna nende tehingute puhul käib tehingu kasumlikkuse analüüsimine teistmoodi kui omandamistehingute puhul.

### **1.1.2. Omandamised**

Omandamise korral liigub kontroll omandatava ettevõtte varade ja äritegevuse üle omandajaks oleva ettevõtte alla. Omandatavast ettevõttest saab omandaja tütar- või sidusettevõtte. (Chen, Findlay 2003, 23) Omandatav ettevõtte jääb eraldiseisvaks vähemalt seni, kuni vähemusosanikud on oma osalused müünud. Enamus omandamisi muutuvad ajapikku ühinemisteks siis, kui omandaja on saavutanud kontrolli omandatava üle. (Damodaran, 2001) Samas on ka võimalik, et emaettevõtte tahab hoida tütarettevõtteid eraldiseisvana, isegi siis, kui ta osalus on 100%. See on tavapärane sellises olukorras, kui ettevõttel on mitu äritegevuse suunda ning parema ülevaate saamiseks tahetakse neid hoida eraldi ettevõtetete all.

Omandamised jagunevad omakorda: omandamine omakapitali kaudu ning varade omandamine. Omakapital kaudu omandamine toimub näiteks noteeritud ettevõtte korral läbi aktsiate ostmise ning eraettevõtte korral tehes ostmise pakkumine omandatava ettevõtte osanikele (Chen, Findlay 2003, 23). Omakapitali põhised omandamised jagunevad omandatava osa järgi (Chen, Findlay 2003, 23):

- täielik omandamine, mille korral omandatakse 100% ettevõttest;
- enamusosaluse omandamine, mille korral omandatakse 50–99% ettevõttest;
- vähemusosaluse omandamine, mille korral omandatakse 10–49% osalusest.

Omandamisi, mille korral osalus on alla 10%, loetakse portfelliinvesteeringuteks (Chen, Findlay 2003, 23). Lisaks omakapitali omandamisele on võimalik teha omandamistehing ka läbi varade omandamise. Varade ostu puhul võtab üks ettevõtte osaliselt või täielikult üle teise ettevõtte varad, kuid mitte äritegevust. Omandatud ettevõtte juriidiline keha jääb peale tehingut alles, kuid see võidakse peale täielikku varade müüki likvideerida. (Chen, Findlay 2003, 23) Magistritöös analüüsib autor ainult omakapitali omandamised, jättes analüüsist välja varade põhised omandamised.

### **1.1.3. Juhtkonna poolne väljaost**

Juhtkonnapoolne väljaost leiab aset, kui börsil noteeritud ettevõtte erastatakse (Fox, Marcus 1992, 63). Juhtkonnapoolse väljaostu korral omandatakse ettevõtte väljastatud aktsiakapitali grupi investorite poolt, kelle hulgas on ka ettevõtte juhtkond ning ettevõtte eemaldatakse börsilt. Mõned kriitikud leiavad, et juhtkonna võimalus saada kätte ettevõtte sisest informatsiooni, võimaldab neil tehtavat tehingut paremini ajastada. (Lee 1992, 1061) Kui juhtkonna poolne väljaost finantseeritakse peamiselt võlakapitaliga, siis kutsutakse seda tehingut võimendatud väljaostuks (Damodaran, 2001). Sellises olukorras suureneb ettevõtte võõrkapitali osakaal kogu kapitalist märgatavalt, võttes ära suurema osa ettevõtte rahavoost (Fox, Marcus 1992, 63–64). Empiirilised uurimistööd näitavad, et peale selliseid tehinguid kasvab nii ettevõtte efektiivsus kui ka kasumlikkus. Tihtipeale viiakse ostetud ettevõtte börsile või müüakse maha kolm kuni viis aastat peale juhtkonna väljaostu tehingut (Fox, Marcus 1992, 73). Käesolevas magistritöös autor juhtkonna poolseid väljaoste analüüsi ei kaasa.

#### 1.1.4. Ühinemiste ja omandamistehingute klassifitseerimine

Lisaks eelmises peatükis kirjeldatud tehingute liigitamisele saab ühinemis- ja omandamistehinguid omakorda klassifitseerida näiteks väärtusahela järgi, suhtumise järgi ning majandusliku keskkonna järgi. Tabel 1 annab ülevaate ühinemis- ja omandamistehingute klassifitseerimisest väärtusahela, suhtumise ja majanduskeskkonna alusel.

Tabel 1. Ühinemis- ja omandamistehingute klassifitseerimine

Tehingute klassifitseerimise alused		
väärtusahela alusel	suhtumise alusel	majanduskeskkonna alusel
<ul style="list-style-type: none"><li>• horisontaalne,</li><li>• vertikaalne,</li><li>• konglomeraat.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• sõbralik,</li><li>• vaenulik.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• kodumaine,</li><li>• piiriülene.</li></ul>

Allikas: Hoang (2007, 6); autori kujundatud.

Väärtusahela alusel saab ühinemis- ja omandamistehinguid klassifitseerida horisontaalseteks, vertikaalseteks ja konglomeraatseteks. Horisontaalsed ühinemis- ja omandamistehingud ühendavad sama tööstusharu ettevõtteid kas kodumaal või piiriülevalt, võimaldades parandada konkurentsipositsiooni mastaabisäästu, potentsiaalsete sünergiate, turu laienemise või uute toodete lisandumise kaudu (Rahman, Lambkin 2015, 24; Capron 1999, 988; Chen, Findlay 2003, 23–25). See-eest on kirjanduses toodud välja, et sageli jäävad soovitud tehingujärgsed kasvud müügitulus ja turuosas saavutamata. Tehingust saavad kasu pigem omandatava ettevõtte osanikud, kellele makstakse premiana ühekordset tasu firma omandamise eest (Rahman, Lambkin 2015, 24). Horisontaalsed ühinemis- ja omandamistehingud saavad luua väärtust, kasutades ära kulupõhiseid sünergiaid, mida saavutatakse läbi varade loovutamise protsessi (Capron 1999, 988). Horisontaalsed ühinemised on tihtipeale ka reguleerimisasutuste tähelepanu all, sest nad vähendavad turul olevat konkurentsi. (Beckett 1986, 14) Eestis on konkurentsi reguleerivaks asutuseks Konkurentsiamet, kes keelab või annab loa ettevõtete ühinemis- ja omandamistehingutele. Vertikaalse tehingu puhul on tehingu osalised tarneahelas üksteise järgi, olles näiteks klient-varustaja suhtes. Tavaliselt soovitakse tehingu abil vähendada tehingukulusid või ebakindlust ning saavutada mitmekülgssäästu ja paremat turupositsiooni. Konglomeraatsed tehingud ei sobi kummagi eelnimetatud tehingu liigi alla, sest need toimuvad omavahel mitte seotud ettevõtete vahel, kes soovivad hajutada riske ning saavutada mitmekülgssäästu. Samuti võib läbi konglomeraatse tehingu parandada ligipääsu rahastusele (Chen, Findlay 2003, 23-25; Beckett 1986, 14).

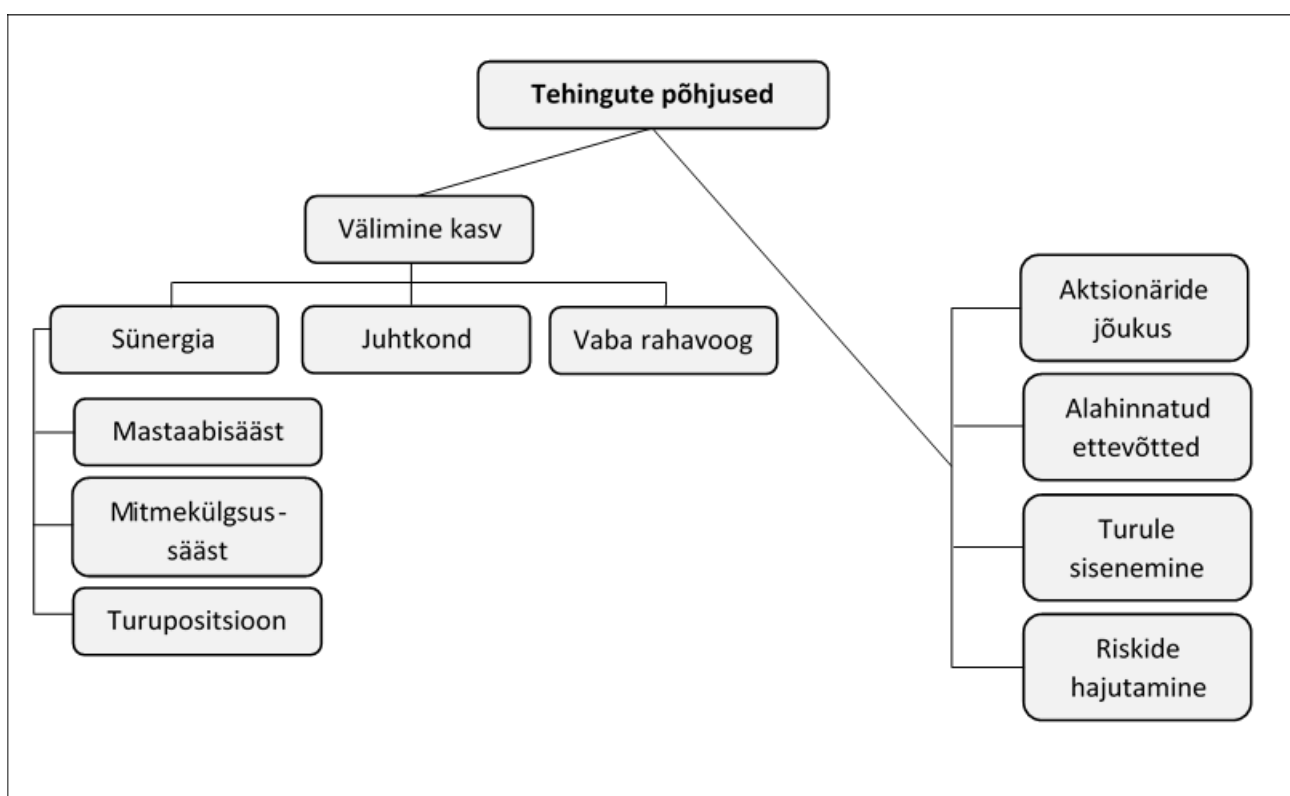
Suhtumise alusel saab kategoriseerida ühinemis- ja omandamistehinguid sõbralikeks ja vaenulikeks. Enamus omandamistehingutest on sõbralikud. Sõbraliku omandamise puhul on omandatava ettevõtte juhtkond nõus soovitama tehingu aktsepteerimist aktsionäridele. Vaenuliku omandamise korral ei soovita juhtkond tehingut aktsionäridele, mistõttu vaadatakse vaenulikke omandamisi kui distsiplinaarseid, võttes sihiks ettevõtted, mille juhtkond ei ole aktsionäride ootustele vastav. Vaenulikud omandamised on ilmselt üks kõige efektiivsemaid viise aktsionäride jaoks saada lahti juhtkonnast, kes ettevõttele väärtust ei loo. Omandaja teeb otsese pakkumise omandatava firma ostmiseks, puutudes otseselt kokku omandatava ettevõtte osanikega mitte juhtkonnaga. Olemasoleva juhtkonna saab eemaldada, kui saadakse aktsionäridelt tehinguks heakskiit ning saavutatakse kontroll omandatava ettevõtte üle. (Shleifer, Vishny 1988, 11) Vaenulike omandamiste puhul on tavaliselt omandatavaks ettevõtteks kauem tegutsenud ettevõtted näiteks tööstusharud, mis on languses või suures muutuses ning kus juhtkond ei suuda ettevõtte tegevuse edukaks toimimiseks vajalikke muudatusi sisse viia. (Shleifer, Vishny 1988, 11) Sõbralikke omandamisi nähakse sünergia loomise võimalusena. (Tuch, Sullivan 2007, 152) Sõbralikud omandamised võivad luua väärtust, aga enamus juhtudel läheb tekkiv väärtus omandatava ettevõtte aktsionäridele. Omandatava ettevõtte aktsionärid võivad tehingust ning omandaja aktsionärid kaotavad tehingust, kuna nad maksavad omandatava ettevõtte juhtkonnale preemiaid. (Shleifer, Vishny 1988, 14)

Majanduskeskkonna alusel saab ühinemis- ja omandamistehinguid jagada kodumaisteks ja piiriülesteks. Kodumaiste tehingute puhul tegutsevad mõlemad ettevõtted samas majanduskeskkonnas. Näiteks Eestis tegutsev ettevõtte omandab teise Eestis tegutseva ettevõtte. Piiriüleste tehingute puhul asuvad tehingus osalevad ettevõtted erinevates majanduskeskkondades. Näiteks Eestis tegutsev ettevõtte ostab ära mingis muus riigis tegutseva ettevõtte. Piiriüleste tehingute kaudu on võimalik saada ligipääs strateegilistele varadele nagu teadus- ja arendustegevus, tehniline kompetents, patendid, kohalikud tegevusload, litsentsid, brändi nimed ning varustajate ja laialivedajate võrgustiku info. Ühinemine või omandamine on kõige vähem kulukam ja vahel ka ainus võimalus eelnevalt loetletud strateegilistele varadele ligipääsu saamiseks, sest need ei ole mujalt kättesaadavad ning nende arendamine on aeganõudev. Piiriüleste tehingute põhjusteks on veel uutele turgudele sisenemine, turupositsiooni parandamine ja efektiivsuse saavutamine läbi sünergiate, tegevuste hajutamise ja ettevõtte suuruse.

Selles alapeatükis kirjeldas autor ühinemis- ja omandamistehingute liike ja klassifitseerimist. Empiirilises osas analüüsib autor omandamistehingute mõju omandaja kasumlikkusele, võttes aluseks omakapitali põhised omandamistehingud. Järgnevas alapeatükis annab autor ülevaate ühinemis- ja omandamistehingute põhjustest.

## 1.2. Tehingute põhjused

Ühinemis- ja omandamistehinguid tehakse mitmetel erinevatel eesmärkidel. Selles peatükis annab autor ülevaate mõnedest ühinemis- ja omandamistehingute tegemise põhjustest. Joonisel 2 on toodud välja peamised ühinemis- ja omandamistehingute põhjused.



Joonis 2. Ühinemis- ja omandamistehingute põhjused

Allikas: Autori koostatud

Üheks ühinemis- ja omandamistehingu põhjuseks on ettevõtte tegevuse ulatuse kasvatamine. Ettevõtted kasutavad erinevaid kasvustrateegiaid, selleks, et säilitada või kasvatada kasumimarginaale ning parandada konkurentsipositsiooni. Kasvustrateegiaid on mitmeid, näiteks kasv läbi ühinemis- ja omandamistehingute, kasv läbi strateegiliste liitude ning sisemine ehk

orgaaniline kasv. Hea kasvustrateegia võimaldab ettevõtetel suurendada oma kliendibaasi, turusegmente, geograafilist haaratust ning tooteportfelli, tänu millele kasvab ka ettevõtte müügitulu. (Filipovic 2012, 436–442) Omandamised võimaldavad ettevõttel osta nii-öelda valmis investeringu, mis sisaldab ka vajalikku personali. Omandamine võib pakkuda investeerimisvõimalusi uutesse toodetesse ning pakkuda uusi teadmisi. Lisaks võimaldab omandamistehing eemaldada turult võimaliku konkurendi. (Dickerson et al. 1997, 345) Kasv läbi ühinemiste ja omandamiste võimaldab tavaliselt ettevõttel kasvada kiiremini kui seda teeks sisemine kasv (Filipovic 2012, 436–442). Samuti võib kasv läbi omandamistehingute olla väga efektiivne killustunud tööstusharudes, mille puhul ettevõtted saavad omandamistehinguid kasutada tööstusharu tugevdamiseks ja kulueelise saavutamiseks (Cools et al. 2004, 14). Omandamistehingute miinuseks sisemise kasvu ees on see, et ostes juba eksisteeriva ettevõtte ei pruugi omandaja saada täpselt seda, mida ta eelistab, sest omandataval ettevõttel võib olla probleeme ning samuti võib olla keerukas seda integreerida omandaja äritegevusega (Dickerson et al. 1997, 345).

Välimise kasvu saavutamiseks ning ühinemis- või omandamistehingu järgse kasumilikkuse suurenemise selgitamiseks on mitmeid teooriaid, nende hulgas sünergia, juhtimise ning vaba rahavoo teooria (Sharma, Ho 2002, 162-163). Sünergiad võivad tekkida tänu omandaja ning omandatava ettevõtte sarnasustele või erisustele (Homberg et al. 2009, 96). Sünergia teooria ütleb, et ettevõtete ühinemine toob kaasa ettevõtte tegevuse arengu ning loob läbi efektiivsuse kasvu ettevõttele parema finants- ja äriprofiili (Sharma, Ho 2002, 162–163). Sünergia esineb, kui kahe ettevõtte ühinemisel efektiivsus suureneb läbi kulude vähenemise ning ressursside parema jaotuse. Horisontaalsete ühinemis- ja omandamisprotsesside puhul saab väärtust luua läbi kulupõhiste ning tulupõhiste sünergiate. (Rahman, Lambkin 2015, 25)

Sünergiaid saab luua näiteks mastaabisäästu, mitmekülgussäästu ning turuvõimu parandamise kaudu:

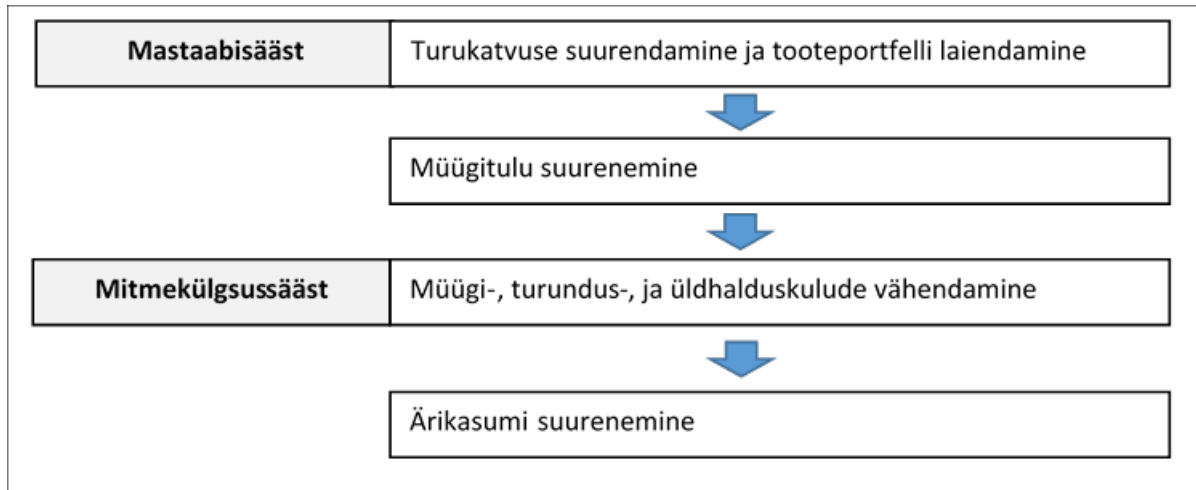
- Mastaabisäästu teooria – efektiivsuse loomine läbi ettevõtte suurenemise. Ühinenud ettevõtted omavad paremat ligipääsu kapitaliturgudele ning neil on tänu paranenud võimendusele ja maksusoodustustele võimalus võtta võlakoormust madalama kapitalihinnaga (Sharma, Ho 2002, 162–163; Chatterjee 1986, 119). Samuti võivad ühinenud ettevõtted saavutada efektiivsust tootmises, transpordis ja juhtimises. (Sharma, Ho 2002, 162–163) Mastaabisäästu saab saavutada näiteks läbi tootmismahu suurendamise, ostuprotsessi või varude juhtimise kui ühinevad ettevõtted kasutavad

toormaterjali või pooltoodangut. Lisaks tootmisele võib mastaabisäästu saavutada muudes valdkondades nagu näiteks uurimis- ja arendustegevuse, reklaami ja logistika alal. (Singh, Montgomery 1987, 379, Hitt et al. 1998, 92, Seth 1990, 101; Singh, Montgomery 1987, 379) Uute toodete lisandumine peaks võimaldama omandajal kasvatada lühiajalises perspektiivis müügitulu ja ärikasumit, kui tehingu järgsel perioodil omandatud ettevõtte tooted liidetakse omandaja tooteportfelliga ning ideaalis saavutatakse ka püsiv kasv läbi pikaajalise väärtusloome. (Rahman, Lambkin 2015, 28) Mastaabisääst võimaldab kasvatada ettevõtte müügitulu.

- Mitmekülgssääst – mitmeid tooteid saab koos valmistada madalama kuluga kui neid valmistada eraldi. Toimub kulude kokkuhoid läbi teadmiste ja varade jagamise. (Sharma, Ho 2002, 162–163) Mitmekülgssääst tekib kahe või enama toote koos tootmisel (Singh, Montgomery 1987 379). Näiteks kui kahe toote koos tootmine ühe ettevõtte poolt on odavam kui nende samade toodete tootmine kahe eraldiseisva ettevõtte poolt (Seth 1990, 101). Potentsiaal kulude kokkuhoiduks tuleb esile, kui ühinevate ettevõtete vahel on kattuvused, mis võimaldavad kulusid vähendada läbi üleliigsete varade müügi ning personali ja teiste kattuvate ressursside vähendamise. Kulude kokkuhoidu tootmises, turustuses, turunduses ja mujal on sageli viidatud kasumiallikana. (Rahman, Lambkin 2015, 28) Capron (1999) viis läbi uurimuse Ameerika ühendriikides tehtud ühinemis- ja omandamistehingute kohta, küsitledes 273 ettevõttejuhti. Tema uurimusest selgus, et 43% vastanutest oli vähendanud tehingu järgselt tootmistöötajate arvu üle 10%, administratiivsete töötajate arvu üle 37%, müügipersonali üle 25% ja turustustöötajate arvu üle 21%. Samuti vähendati varasid tootmises 34%, administratsioonides 36%, müügis 24% ja turunduses 17%. Mitmekülgssääst peaks ideaalis tehingujärgselt võimaldama ettevõttel kulusid kokku hoida.
- Turuvõimu parandamine – turul parema positsiooni haaramine läbi ettevõtte ja tooteportfelli suurenemise, uute klientide, tehnoloogia, geograafilise laienemise ning tarbija lojaalsuse ja brändi tuntuse suurenemise (Sharma, Ho 2002, 162–163; Singh, Montgomery 1987, 379; Rahman, Lambkin 2015, 28; Alhenawi, Krishaswami 2015, 96). Turuvõimu korral on turuosalisel võime kontrollida hindu või müüdavaid koguseid ning seeläbi teenida suuremat kasumit. (Seth 1990, 101) Samuti parandab turuvõimu suurenemine ettevõtte läbirääkimisvõimet (Tuch, Sullivan, 2007). Suurenenud ühinemis- või omandamistehingu järgne turuvõim toob kaasa kasumlikkuse paranemise ning väärtuse suurenemise (Alhenawi, Krishaswami 2015, 96).



Eeldades et tänu mastaabisäästule saavutatakse tulude kasv ning tänu mitmekülgussäästule saavutatakse kulude kokkuhoid, peaks tehingujärgselt suurenema ettevõtte ärikasum ning samuti loodav lisandväärtus (Rahman, Lambkin 2015, 28; Alhenawi, Krishaswami 2015, 95). Joonisel 3 on toodud välja, kuidas mõjutab mastaabisääst ettevõtte ärikasumit.



Joonis 3. Sünergiate mõju ärikasumile

Allikas: Rahman, Lambkin (2015, 28); autori kohandatud.

Omandajaks olevad ettevõtted on sageli suuremad kui omandatavad ettevõtted ning seetõttu ei tähenda omandatud ettevõtte kasumlikkuse suurenemine alati ühinenud ettevõtte kombineeritud väärtuse märgatavat suurenemist, juhul kui omandajaks oleva ettevõtte kasumlikkuse suurenemine on nullilähedane. (Shleifer, Vishny 1988, 15)

Ettevõtte juhtimise teooria kohaselt võimaldavad omandamistingud tuua kaasa efektiivsema juhtkonna omandatavale ettevõttele. Kuna omandamisprotsessi käigus võib mitu ettevõtet tahta omandada sama ettevõtet, siis teooria kohaselt on tehingusse mineva ettevõtte juhtkond efektiivsem kui teistel ettevõtetel, kes tahtsid samuti tehingusse astuda. Suurenenud efektiivsus peaks peegelduma ka paranenud tulemuslikkuses. (Shama, Ho 2002, 164)

Vaba rahavoo teooria kohaselt on juhtkonnal oht investeerida vaba rahavoogu negatiivse nüüdisväärtusega projektidesse, mis vähendavad tulu aktsionäride jaoks. Ettevõtted võivad kasutada omandamistinguid ressursside paremaks jaotamiseks. Näiteks ettevõtted, kelle vaba rahavoog on suur, võivad otsida kohta kuhu seda investeerida ning langetada otsuse osta teine ettevõtte osaliselt või täielikult ära. (Hitt et al. 1998, 92) Juhtkonna vabadust kasutada vabasid

rahavooge saab vähendada investeerides vaba rahavoog omandamistesse (Sharma, Ho 2002, 164).

Ühinemis- ja omandamistehingute põhjustena tuuakse välja ka riskide vähendamine läbi mitmekesistamise, tulu liikumine võlausaldajatelt osanikele ehk osanike jõukuse suurendamine, turule sisenemise võimalus ning samuti alahinnatud ettevõtted ehk esineb erinevus ettevõttesiseste ja -väliste isikute arvamuses ettevõtte väärtusest. (Alhenawi, Krishnaswami 2015, 94; Agrawal, Jaffe 2003, 721; Jagersma 2005, 14; Beckenstein 1979, 111; Vermeulen, Barkema 2001, 457). Suur osa ühinemis- ja omandamistehingutest ei suuda siiski aktsionäride jõukust suurendada (Homborg et al. 2009, 76).

Käesolevas alapeatükis andis autor ülevaate omandamistehingute tegemise põhjustest. Järgmises alapeatükis annab autor ülevaate omandamistehingute edukust mõjutavatest faktoritest.

### **1.3. Omandamistehingute edukust mõjutavad faktorid**

Omandamistehingute edukuses või ebaedukuses märgivad olulist rolli nii ettevõtete juhtkond, töötajad kui ka konsultandid. Mõned uurimused on näidanud, et kolmandik kõikidest ühinemis- ja omandamistehingutest kukub läbi koheselt ning teine kolmandik ei küündi äritegevuslike, finantsiliste ja strateegiliste eesmärkideni (Buono 2005, 229). Vester (2002) on oma töös välja toonud, et vaid viiendik omandamistehingutest suudab luua väärtust omandajale. Selles peatükis annab autor ülevaate, milline on edukas tehing ning millised faktorid mõjutavad omandamistehingu edukust.

Omandamistehingut saab lugeda edukaks, kui ettevõtte majandusnäitajad on tehingujärgselt paremad kui tehingueelselt (Filipovic 2012, 436). Kui omandamise järgselt on omandaja kasumlikkus suurem kui tehingueelselt, siis võib lugeda omandamistehingut omandaja jaoks edukaks. See toob omakorda kaasa ka omandajaks oleva ettevõtte aktsionäride jõukuse suurenemise.

Omandamistehingute edukust näitavad näiteks järgmised faktorid (Hitt et al. 1998, 93):

- tehingujärgselt on ühendatud ettevõttel suurem turuvõim tänu suuremale turuosale või suurenenud konkurentsivõimele;

- ettevõtte saavutab mastaabisäästu või mitmekülgussäästu tänu kahe ettevõtte liitumisel tekkivale täiendavale võimsusele;
- tehingujärgselt saab ettevõtte kapitali kaasata madalama kulukusega.

Eduka tehingu kujunemise juures on olulised nii tehingueelsed kui ka tehingujärgsed toimingud. Toon peamised tehingueelsed ja tehingujärgsed edukust mõjutavad faktorid lühidalt välja tabelis 2 ning seejärel annan nendest pikema ülevaate.

Tabel 2. Ühinemis- ja omandamistehingu edukust mõjutavad faktorid

Edukust mõjutavad faktorid	
tehingueelsed	tehingujärgsed
<ul style="list-style-type: none"> <li>• tehingupartneri valik,</li> <li>• omandatava ettevõtte suurus,</li> <li>• tehingu hind,</li> <li>• sünergiate määratlemine,</li> <li>• strateegiate määratlemine,</li> <li>• tehingu liik – sõbralik või vaenulik,</li> <li>• tehingukogemus,</li> <li>• kosimisprotsess,</li> <li>• suhtlus ja hüviste poliitika,</li> <li>• tehingueelne analüüs.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• strateegiline sobivus ja visioon,</li> <li>• organisatsiooniline sobivus,</li> <li>• integreerumise võime,</li> <li>• juhtimise kvaliteet,</li> <li>• integreerumise kiirus,</li> <li>• integratsioonimeeskond.</li> </ul>

Allikas: Autori koostatud

Tehingueelsed faktorid, mis mõjutavad ühinemis- või omandamisprotsessi edukust on:

- Tehingupartneri valik – tehingueelselt on oluline, et tehingupartner on hästi valitud, hinnates selle tugevusi, nõrkusi, tulevast investeerimisvajadust, kultuurilisi erinevusi, inimressurssi kui ka juhtkonna kvaliteeti (Gomes et al. 2013, 19). Rao-Nicholson et al (2016) leidis, et omandamistehingu järgne edukus oli suurem kui tehingus olevad ettevõtted olid samast tööstusharust. Ettevõtted, mis sobivad nii strateegiliselt kui ka kultuuriliselt on tehingus suurema tõenäosusega edukamad (Gomes et al. 2013, 19). Kui omandatava ettevõtte varad ja ressursid täiendavad omandaja omasid, siis on suurem tõenäosus realiseerida sünergiaid, mis omakorda aitavad kaasa tehingu edukusele (Hitt et al. 1998, 98–103).

- Omandatava ettevõtte suurus – uurimused on näidanud, et kui omandatav ettevõte on võrreldes omandajaga väga väike või liiga suur, siis see võib mõjutada finantstulemusi negatiivselt (Gomes et al. 2013, 21).
- Tehingu hind – oluline faktor tehingu edukuse kujunemisel. Ühinemisprotsessid on ebaedukad tihtipeale seetõttu, et makstakse liiga kõrget ostuhinda, mis viib suure võlakooormuseni (Epstein 2005, 39–41). Suuremad omandajaks olevad ettevõtted maksavad tihtilugu liiga palju omandatava ettevõtte eest selleks, et enda suurust kasvatada. Väiksemad omandajad on tavaliselt rohkem kasumlikumad, sest nad ostavad teise ettevõtte tavaliselt selleks, et olla oma tööstusharus paremini positsioneeritud ning muutuda atraktiivsemaks ettevõtteks, keda tulevikus teised ettevõtted ära saavad osta. (Filipovic 2012, 438)
- Valesti määratletud sünergiad – valesti määratletud potentsiaalsed sünergiad võivad samuti viia tehingu ebaeduni (Buono 2005, 131). Eduka tehingu võtmeks on võime identifitseerida omadusi, mis täiendaksid omandaja äritegevust, et saavutada sünergiaid (Hitt et al. 1998, 98–103). Ettevõtete juhid kasutavad sünergiate tekkimise põhjust tihtipeale selleks, et õigustada ostutehingut ning tehinguga kaasnevat makstavat preemiat. Enesele teadmata räägivad nad tegelikkuses oodatava rahavoo kasvust, mitte sünergia tekkimisest. Sünergiad saavad tekkida alles peale tehingu toimumist. (Ficery et al. 2007, 29) Sageli ei ole sünergiate tekke ootus viidud rahalisele kujule vaid neid on kirjeldatud kui tekkiv lisaboonus, näiteks ligipääs uuele oskusteabele või turule. Kuigi need tehinguga kaasnevad boonused on väärtuslikud, ei tohiks neid siiski arvesse võtta sünergiana, välja arvatud juhul kui nende väärtus on teisendatav rahaühikutesse. (Ficery et al. 2007, 29)
- Strateegiate määratlemine – paljud tehingud ebaõnnestuvad, sest ettevõtetel puudub ühtne kasvustrateegia (Gomes et al. 2013, 20).
- Tehingu liik – Rao-Nicholson et al (2016. 377–379) leidis, et ühinemis- või omandamistehingu järgne tulemuslikkus oli suurem kui omandamistehing oli sõbralik. Sõbralik omandamine aitab kaasa efektiivsemale ja kiiremale integreerumisele ning madalamatele makstavatele tehingupreemiatele (Hitt et al. 1998, 98–103).
- Tehingukogemus – varasemad uurimused näitavad, et ettevõtted, millel on olemas kogemus ühinemis- ja omandamisprotsessis teevad edukamaid tehinguid (Gomes et al. 2013, 20)

- Kosimisprotsess – tehingueelne seotus omandaja ja omandatava ettevõtte vahel loob sünergia potentsiaali, mis on oluline osa väärtusloome juures. Juhul, kui omandaja ja omandatav on varasemalt seotud, näiteks tarnija-klient suhtes, siis on ettevõtetel parem võimalus saavutada ühine arusaam ettevõtete tegevusest, vähendada informatsiooni asümmeetriat ning suurendada usaldusväarsust. (Gomes et al. 2013, 15–21)
- Suhtlus ja hüviste poliitika – suhtlus on oluline selleks, et vähendada ebamäärasust töötajates. Informatsiooni mitte jagamine toob kaasa ebamäärasuse ning võimaldab tekkida kuulujuttudel, mis omavad tehingule kahjustavat mõju. Hüviste poliitika on oluline, et individuaalne motiveeritus aitaks kaasa organisatsiooni eesmärkide täitmisele. (Gomes et al. 2013, 21)
- Tehingueelne analüüs (Due Diligence) – põhjalik tehingueelne analüüs võimaldab saada kindlustunnet, et integreerumisprotsessis ei ole ebameeldivaid üllatusi ees (Epstein 2005, 41).

Tehingujärgsed edukust mõjutavad faktorid on näiteks:

- Strateegiline sobivus ja visioon – strateegiline sobivus mõjub ühinemis- ja omandamistehingutele positiivselt, võimaldades suurendada turuvõimu, produktiivsust, ressursse ning võimsust. Strateegilise sobivuse näitajateks võivad olla näiteks sarnane äritegevus, organisatsiooni kultuur, juhtimisstiil või administreerimine. (Bauer, Matzler 2014, 271–272). Epstein (2005) toob lisaks strateegilisele sobivusele välja ka strateegilise visiooni teguri. Ta ütleb, et ettevõtte strateegiline visioon ühinemistehingu puhul peaks olema suunatud pikaajalise konkurentsieelise saavutamisele mitte lühiajalisele arengule ja efektiivsusele.
- Organisatsiooniline sobivus – organisatsioonikultuuri sobivus on oluline sünergiate ning arengupotentsiaali realiseerumiseks (Bauer, Matzler 2014, 273–274). See on oluline komponent ühinemis- ja omandamistehingute tulemuslikkuse juures (Gomes et al. 2013, 15). Organisatsioonikultuuri osaks on näiteks ettevõtte töötajate väärtused ning hoiakud (Bauer, Matzler 2014, 273–274). Bauer ja Matzler (2014, 280) leidsid oma empiirilises uurimuses, et organisatsioonikultuuri sobivus mõjub ühinemis- ja omandamistehingute edukusele positiivselt.
- Integreerumise võime – integreerumise võime võib ühinemis- ja omandamistehingu juures olla otsustavaks teguriks. Tehingujärgses integreerumise faasis ülevõetud ettevõtte äritegevuse tavapärase korraldus võib osaliselt või täielikult muutuda ning

harmoniseerida omandajaks oleva ettevõtte omaga. See protsess võib osutuda keerukaks ettevõtte töötajate vastuhaku ning kultuuriliste kokkupõrgete tõttu. Kõrgetasemelisel integreerumisel on nii positiivseid kui ka negatiivseid külgi. Ühelt poolt on hea see, et tänu integreerumisele saavad tekkida sünergiad ning ettevõtte arengupotentsiaal saab paremini realiseeruda. Teisest küljest toovad sellised integreerumised endaga kaasa koordineerimiskulusid. (Bauer, Matzler 2014, 274–275) Bauer ja Matzler (2014, 281) leidsid oma empiirilises uurimuses, et integreeritus mõjub ühinemis- ja omandamistehingute edukusele positiivselt.

- Juhtimise kvaliteet – suutmatus integratsiooniprotsessi ajal vajalikke otsuseid vastu võtta, et ettevõtte arengut suunata ning vajalikke muutusi ellu viia, toob endaga kaasa ebaõnnestumise (Gomes et al. 2013, 23).
- Integreerumise kiirus – vajalik on protsessi kiire ja järjepidev areng. Aeglane protsess võib endaga kaasa tuua ebamäärasuse, mille tõttu võib hakata levima vale informatsioon ning ettevõtte maine saab kannatada. (Vester 2002, 34–39, Gomes et al. 2013, 24)
- Integratsioonimeeskond – mõned autorid on välja toonud, et edukad ettevõtted kasutavad eraldi meeskonda, kes vastutavad tehingujärgse integreerumise faasi eest. Kui tehingu järgse integreerumise eest vastutab ettevõtte juhtkond, siis võib kannatada saada igapäevase äritegevuse arendamine ja sisemine kasv. (Gomes et al. 2013, 24–25; Vester 2002, 34–38)

Bauer ja Matzler (2014, 283) tõid välja, et edukaks ühinemis- ja omandamistehinguks ei ole ühte kindlat tegurit vaid oluline on edukustegurite omavaheline sõltuvus. Epstein (2005, 38–41) tõi eduka tehingu tegurina välja lisaks ülalmainitule ka väliste faktorite mõju, mis seisneb selles, et majandustingimuste muutumine võib kaasa tuua selliseid muutusi tööhõives ning ka kliendibaasis, mida varasemalt ei osatud ette näha. Samuti võib tehingu edukust mõjutada sama tööstusrahu ettevõtete edukus või ebaedukus ning tegevusplaani muutus. Tugevas majanduskeskkonnas toimuv nõrk ühinemis- või omandamistehing võib osutada edukamaks kui tugev ühinemis- või omandamistehing nõrgas majanduskeskkonnas. See viitab sellele, et majanduskeskkond võib mõjutada ettevõtete tulemusi rohkem kui omandamistehing.

Autor andis ülevaate, milline on edukas omandamistehing ning millised on tehingu edukust mõjutavad faktorid. Empiirilises osas analüüsib autor omandamistehingute edukust, vaadates, kuidas mõjutasid Eesti ettevõtete poolt tehtud omandamistehingud omandaja kasumlikkust.

#### 1.4. Ülevaade varasemalt tehtud uurimistöödest

Selles alapeatükis annab autor ülevaate varasemalt tehtud uurimistöödest, mis on analüüsinud omandamistehingute mõju omandaja kasumlikkusele.

Ühinemis- ja omandamistehingute mõju omandaja kasumlikkusele on võimalik analüüsida mitmete meetoditega. Tehingute edukuse või ebaedukuse analüüsimiseks saab kasutada näiteks raamatupidamislikke finantsandmeid, keskendudes kasumlikkuse muutumisele, või vaadata aktsia hinna kõikumist, mis selgitab tehingust saadavat kasu või kahju aktsionärile. Mõlemad meetodid on seotud tehingujärgsete rahavoogudega ning peaksid seega andma sarnaseid tulemusi. Uurimused on näidanud vastupidist - lühiajaliste ja pikaajaliste uurimuste tulemused omandamistehingu mõjust kasumlikkusele on konfliktis. (Rahman, Limmack 2004, 362–365) Raamatupidamislikke finantsandmeid analüüsivate uurimuste tulemused kipuvad näitama, et omandamistehingud ei kasvata ettevõtte kasumlikkust ning ei loo väärtust aktsionärile. (Rahman, Limmack 2004, 362–365) Turupõhised uurimused, mis on uurinud aktsiahinna muutust tehingust teatamise perioodil, on leidnud, et omandamistehingud annavad positiivseid tulemusi omandajaks oleva ettevõtte aktsionäridele (Rahman, Limmack 2004, 363). Enamus uurimused, mis uurivad ühinemis- ja omandamistehingute mõjusid, keskenduvad aktsia hinna kõikumisele mõne nädala jooksul enne ja peale tehingust teatamist. Kui pikendada ajaperioodi, uurides aktsiahinna muutusi üks kuni kolm aastat peale tehingut, siis on näha omandajate puhul negatiivseid muutusi. (Scherer 1988, 71) Kolmas variant ühinemis- ja omandamistehingute edukuse hindamiseks on juhtkonna intervjuerimine.

Kõigil kolmel meetodil on oma positiivsed ja negatiivsed mõjud. Raamatupidamislike andmete uurimist ühinemis- ja omandamistehingu mõju määramiseks kasutatakse eeldusel, et tehingu käigus tekkinud sünergiad on kõige paremini avaldunud raamatupidamislikes näitajates, nagu näiteks varade tootlikkuses ning brutokasumi marginaali ja ärikasumi marginaali muutuses (Papadakis. Thanos 2010, 860). Raamatupidamislikud andmed võimaldavad arvesse võtta ühinemis- või omandamistehingu pikaajalisi efekte (Bertrand, Betschinger 2012, 416). Raamatupidamislike andmete kasutamise miinuseks on see, et need mõõdavad ainult majandustulemusi, peegeldades minevikus toimunud sündmusi, ning sisaldavad agregeeritud andmeid, mitte infot konkreetse tehingu kohta (Papadakis, Thanos 2010, 861). Samuti takistab raamatupidamislike andmete kasutamist see, et raamatupidamislikud finantsid ei ole alati üheselt võrreldavad, kuna ettevõtted kasutavad erinevaid raamatupidamisstandardeid ning

raamatupidamislikud väärtused ei peegelda kasutatud strateegiate riski (Seth 1990, 99). Selleks, et vähendada erinevusi kasutatud raamatupidamisstandardites, olen magistritöös võtnud analüüsi alla tehingud, kus omandajaks olev ettevõtte on Eesti ettevõtte. Aktsiahinna kõikumist vaatavate uurimuste plussiks on see, et aktsiahind näitab väärtust aktsionäri jaoks ning andmed noteeritud ettevõtete kohta on kergesti kättesaadavad. Meetodi miinuseks on see, et seda ei saa kasutada noteerimata ettevõtete puhul, lühiajalised aktsiahinna kõikumised näitavad investori ootusi, mitte realiseerinud kasumlikkust ning meetod ei arvesta sellega, et omandamistehingutel on erinevad motiivid. (Papadakis, Thanos 2010, 861–862) Juhtkonnaga teostatavate intervjuude plussiks on see, et meetod võtab arvesse erinevaid ühinemis- ja omandamistehingute motiivid. Juhtkonnaga tehtud intervjuude miinuseks on see, et vastused võivad olla subjektiivsed. (Papadakis, Thanos 2010, 861)

Magistritöös analüüsin ühinemis- ja omandamistehingute mõju raamatupidamislikele andmetele. Raamatupidamislike andmeid analüüsivad uurimused hindavad tehingujärgset tulusust, vaadates kasumlikkuse ning efektiivsuse muutust ühinemis- või omandamistehingu järgselt. Need uurimused vaatlevad tavaliselt ärikasumi marginaali ja varade tootlikust, investeringute tootlust, omakapitali tootlikust või rahavooge, võttes ajaperioodiks 1–3 aastat peale tehingut. (Papadakis, Thanos 2010, 861; Rahman, Lambkin 2015, 25) Raamatupidamislike andmete analüüsimisel võrreldakse tehingueelseid näitajaid tehingujärgsete keskmiste näitajatega. Varasemad raamatupidamislike andmeid analüüsivad uurimused ei ole kindlat tõestusmaterjali ühinemis- ja omandamistehingute positiivsete mõjude kohta leidnud. (Papadakis, Thanos 2010, 860) Seth (1990) on oma töös välja toonud, et omandamised loovad väärtust ning et erinevate omandamistehingute korral on väärtusloome allikad erinevad.

Tabelis 3 olen kokkuvõtlikult välja toonud varasemate uurimistööde tulemused. Tabel 3 ei sisalda kõiki varasemaid uurimusi omandamistehingute mõjust omandaja kasumlikkusele, vaid ainult osa neist. Varasemad uurimised, mis on analüüsinud omandamistehingute mõju omandajale, on võtnud tehingu edukuse mõõdikuks näiteks varade tootlikkuse, ärikasumi marginaali, müügitulu marginaali ja äritegevuse rahavoo suhte müügitulusse. Vaadeldava perioodi pikkuseks on olnud 5–29 aastat ning valimi suuruseks 25–2941 tehingut.



Tabel 3. Varasemate uurimistööde tulemused

Autor	Periood ja valim	Mõõdik	Järeldused
Rahman, Lambkin (2015)	1990–2010, valim 45	Müügitulu, tegevuskulude osakaal, ärikasumi marginaal ja puhaskasumi marginaal.	Ühinemis- ja omandamistehingute järgselt müügitulu kasvas ning tegevuskulude suhe müügitulusse vähenes. Ärikasumi marginaal ning puhaskasumi marginaal ei paranenud.
Rao-Nicholson et al. (2016)	2001–2012, valim 57	Äritegevuse rahavoog/müügitulu, varade tootlikkus.	Ühinemis- ja omandamistehingutel on negatiivne mõju ühinevate ettevõtete tulemuslikkusele ASEANi riikides.
Sharma, Ho (2002)	1986–1991, valim 36	Varade tootlikkus, omakapitali tootlikkus (ROE), äritegevuse rahavood/müügitulu.	Omandamise järgselt ei olnud olulist paranemist ettevõtte tulemuslikkuses. Omandamise liik ja struktuur ning ettevõtte suurus ei omanud olulist mõju ettevõtte tulemuslikkusele.
Alhenawi, Krishnaswami (2015)	1998–2007, valim 295	Tobini Q (ettevõtte turuväärtuse suhe raamatupidamislikku väärtusesse).	Omandamistehingu järgselt oli omandajate Tobini Q suurem kui omandatud ettevõtete Tobini Q. Mitteseotud ühinemiste korral tulemuslikkus viis aastat peale ühinemist oli paranenud. Seotud ühinemiste puhul tulemuslikkus ei olnud märkimisväärselt paranenud.
Dickerson et al. (1997)	1948–1977, valim 2941	Maksueelne kasum / varad	Omandamised ei mõju positiivselt omandava ettevõtte kasumlikkuse näitajatele. Tehingujärgselt oli omandajate kasumlikkus väiksem, kui tehingueelselt ning samuti väiksem, kui ettevõtetel, mis ei olnud omandamistehingut teinud.
Rahman, Limmack (2004)	1988–1992, valim 92	Äritegevuse rahavoog/ varad	Omandamistehing mõjutab positiivselt omandatavatele ettevõtetele aga negatiivselt omandaja rollis olevatele ettevõtetele.
Bertrand, Betschinger (2012)	1999–2008, valim 609	Varade tootlikkus	Nii riigisisese kui ka rahvusvahelised omandamistehingud kipuvad vähendama omandaja tegevustulemust.
Seth (1990)	1962–1979, valim 104	Aktsiahinna kumulatiivne muutus	Omandamisprotsess mõjub omandaja väärtusele positiivselt.
Yeh, Hoshino (2002)	1970–1974, valim 86	Varade tootlikkus, omakapitali tootlikkus, müügitulu kasv, töötajate arvu kasv	Omandamisprotsess mõjub omandaja väärtusele negatiivselt.
Papadakis, Thanos (2010)	1997–2003, valim 50	Varade tootlikkus, kumulatiivsed ebanormaalsed aktsiahinnad (CAR), juhtkonna arvamus.	Tehingujärgselt langes 50% valimis olnud ettevõtete finantstulemuslikkus.

Chatterjee (2000)	1977–1990, valim 25	Varade tootlikkus ja kumulatiivsed ebanormaalsed aktsiahinnad	Omandamistehingus olnud omandajad ei näidanud mingit kasumlikkuse paranemist.
Ravenscraft, Scherer (1987) (viidatud Sharma, Ho 2002, 158)	1950–1977, valim 251	Varade tootlikkus, ärikasumi marginaal, äritegevuse rahavoog/müügitulu	Omandamised ei loonud sünergiaid ega parandanud omandatud ettevõtete tulusust
Herman, Lowenstein (1988) (viidatud Shama, Ho 2002, 159)	1975–1978, 1981–1983, valim 56	Omakapitali tootlikkus , kapitali tootlikkus (ROC)	Tehingute puhul, mis toimusid aastatel 1975–1978 omakapitali tootlikkus kasvas peale omandamistehingut. Tehingute puhul, mis toimusid 1981–1983, nende omakapitali tootlikkus langes.

Allikas: Autori koostatud.

Tehtud kokkuvõtte varasematest uurimustest (tabel 3) näitab, et enamus uurimistöödest jõuab järeldusele, et ühinemis- ja omandamistehingud ei paranda omandaja kasumlikkust. Üheksa varasema uurimuse puhul järeldati, et omandamistehingu järgselt omandajaks oleva ettevõtte kasumlikkus langes. Üks varasem uurimus, mis tehti Seth (2010) poolt ning mis analüüsis 104 tehingut perioodil 1962–1979, järeldas, et omandamistehingud mõjuvad omandaja kasumlikkusele positiivselt. Dickerson et al. (1997) poolt läbi viidud analüüsist järeldus, et mitteseotud ühinemiste puhul oli omandaja kasumlikkus suurenenud tehingust viie aasta möödumisel, kuid seotud ühinemiste puhul polnud tulemuslikkus märkimisväärselt paranenud. Sharma ja Ho (2002) töid samuti välja, et omandamistehingu järgselt ei olnud olulist paranemist omandaja kasumlikkuse näitajates.

Selles peatükis andis autor ülevaate varasemate uurimuste tulemustest, mis uurisid omandamistehingu mõju omandaja kasumlikkusele. Magistritöö empiirilises osas analüüsib autor, kas peale omandamistehinguid on omandaja kasumlikkuse näitajad (brutokasumi marginaal, ärikasumi marginaal ning varade tootlikkus) paranenud, võttes analüüsi alla need tehingud, mille puhul Eesti ettevõtte oli omandajaks.

## 2. VALIM JA METOODIKA

Selles peatükis annab autor ülevaate magistritöö empiirilises osas kasutatavatest andmetest, valimi ja kontrollgrupi koostamise protsessist ning analüüsi jaoks kasutatavatest metoodikatest ja regressioonanalüüsi mudelist.

### 2.1. Valim

#### 2.1.1. Analüüsitav valim

Magistritöö empiirilises osas kasutatav valim koostatakse mitmes etapis. Esmalt võtab autor *Mergermarket* lehelt väljavõtte toimunud omandamistehingutest aastatel 2004–2013 ning seejärel vaatab autor Konkurentsiameti lehel toodud koondumisteade menetlusi. *Mergermarket* on veebipõhine andmebaas, mis annab ülevaate ühinemis- ja omandamistehingutest, tehingu väärtustest ning väljumise kordajatest. Samuti võimaldab see saada hea ülevaate erakapitaliühingute tegevusest ja kapitaliturgudest. *Mergermarket*’i lehel oleva tehinguinfo nägemiseks peab omama kasutajakontot. Autoril on *Mergermarket*’i lehele olemas ligipääs töökoha kaudu. Konkurentsiameti lehel on avalikult kättesaadav informatsioon koondumisteade ja nende menetluse kohta. Analüüsiks valitud ajaperiood on selline seetõttu, et soovin vaadata ettevõtte finantstulemusi kolm aastat enne ja peale tehingut ning seega saavad viimased valimis olevad tehingud olla aastast 2013, et saaksin analüüsi kaasata 2016.aasta majandustulemused. Ajaperioodi ei saanud pikendada ka seetõttu, et enne 2004. aastat toimunud tehingute puhul on *Mergermarket* lehel infot ainult kahe tehingu kohta, üks 2001.aastal ja üks 2003.aastal. Konkurentsiameti lehel on samuti kõige vanemad koondumise teated alates aastast 2001. Valimi koostamise ajal sai autor aru, et mida varasem on tehingu periood, seda raskem on saada kätte andmeid tehingu osapoolte kohta, ning seetõttu ei pidanud autor otstarbekaks vaadeldavat perioodi pikendada.

Otsides *Mergermarket* lehelt välja omandamistehingud aastatel 2004–2013, mille puhul on Eesti ettevõtte omandajaks, saadi kokku 94 tehingut. Seejärel hakati eemaldama nimekirjast neid

tehinguid ja ettevõtteid, mis ühel või teisel põhjusel analüüsitavasse valimisse ei sobinud. Elimineerimised on välja toodud tabelis 4.

Tabel 4. Valimi koostamine *Mergermarket* lehel toodud tehingute alusel

Kirje	Tehingute arv
Kogu <i>Mergermarket</i> i alusel valimisse sattunud tehingute arv	94
Elimineeritud, sest...	
omandajaks finantsinvestor, erainvestor ja/või juhtkond;	28
omandajaks välismaine ettevõtte;	7
Eestis asuv ettevõtte ei konsolideerinud;	6
+/-3 aasta andmed pole kättesaadavad või need pole võrreldavad;	17
ühinemistehing, koonduti uue ettevõtte alla;	4
omandajaks finantsasutus;	2
omandajaks riik;	2
omandati vähem kui 50% ettevõttest;	3
varade põhine tehing, osteti ära ainult osa ettevõttest või osteti projekt.	8
<i>Mergermarket</i> andmebaasi alusel peale elimineerimisi alles jäänud valim	17

Allikas: Autori koostatud

Elimineerimiste põhjused olid järgmised:

- Omandajaks finantsinvestor, erainvestor ja/või juhtkond – finantsinvestori motiiv tehinguks on strateegilisest investorist erinev. Finantsinvestorid ei soeta tihtipeale ettevõtet pikemaks perioodiks vaid peale ettevõtte ostmist tehakse kasumlikkuse suurendamiseks vajalikud kulude kärped ning seejärel müüakse ettevõtte maha. Erainvestorite tehingud ja juhtkonnapoolsed väljaostud jäävad analüüsi fookusest välja.
- Omandaja välismaine ettevõtte – juhuslikult *Mergermarket* i valimisse sattunud kuid eemaldati, sest see jääb magistritöö fookusest välja.
- Eestis asuv ettevõtte ei konsolideerinud – omandamistehingu terviklikku mõju pole võimalik analüüsida, autor analüüsib magistritöös konsolideeritud andmeid.

- +/-3 aasta andmed pole kättesaadavad või need pole võrreldavad – kui majandusaastad on erineva pikkusega või andmed pole kättesaadavad, siis ei ole võimalik analüüsi teostada, sest võrdlusalus puudub.
- Ühinemistehing, koonduti uue ettevõtte alla – pole analüüsi fookuses.
- Omandajaks finantsasutus – teistsugune aruandluse skeem ja regulatsioonid. Autor ei kaasa finantsettevõtteid analüüsi.
- Omandajaks riik – pole tavapärane omandamistehing ning seega jääb fookusest välja.
- Omandati vähem kui 50% ettevõttest – ei konsolideerita, jääb analüüsi fookusest välja.
- Varade põhine tehing, projekti ost, osaline äritegevuse ost – pole analüüsi fookuses.

Lisaks *Mergermarket*’is kajastatud tehingutele vaadati ka Konkurentsiameti lehel olevaid koondumisteade menetlusi aastatel 2004–2013, mille puhul oli Eesti ettevõtte omandajaks. Valimisse lisandus seitse omandamistehingut, mis ei sattunud ühegi tabelis 4 nimetatud elimineerimise põhjuse alla ning mis ei olnud kajastatud juba *Mergermarket*’i andmetes. Tabel 5 kirjeldab lõpliku valimi kujunemist.

Tabel 5. Lõpliku valimi kujunemine

Kirje	Tehingute arv
Valim <i>Mergermarket</i> tehingute alusel	17
Lisavalim Konkurentsiameti koondumisteade menetluste alusel	7
Lõplik valim	24

Allikas: Autori koostatud.

Lõplikus valimis on 24 tehingut. Valimis olevad omandamistehingut teinud omandajad jagunevad tegevusala järgi järgmiselt: üheksa tehingu puhul on omandaja majandusharuks kaubandus, kaheksa tehingu puhul tegutseb omandaja tööstuse valdkonnas, seal hulgas nendest kahe tehingu puhul on omandajaks energiatööstuses tegutsev ettevõtte, neli tehingut teinud ettevõtet pakub erinevaid teenuseid ning kolm ettevõtet on kategoriseeritud kui muu tegevusalaga tegutsevad ettevõtted. Täpsem jaotus on toodud lisa 12.

Selleks, et analüüsida lõplikus valimis olevate omandamistehingute mõju omandaja kasumlikkusele, võtab autor Äripäeva Infopanga kaudu valimisse sattunud omandajaks olevate ettevõtete konsolideerimise tasemel majandusaasta aruanded, mis kataks ära perioodi +/- 3 aastat

tehingust. Äripäeva Infopank hõlmab endas Eesti ettevõtete andmeid, seal hulgas ka majandusaasta aruandeid. Kuna autor analüüsib erinevate näitajate muutumist ajas, siis on tegemist paneelandmetega. Ajaperioode on kaks – tehingueelne periood ja tehingu järgne periood. Detailsem nimekiri lõplikkusse valimisse sattunud tehingutest on lisas 12.

Selleks, et vaadata, kuidas jaotub valim omandatud ettevõtete suhtelise suuruse alusel, võtab autor lisaks välja *Amadeus*’ist ja Krediidinfost ka omandatava ettevõtte majandusaasta aruande, mis sisaldab tehingule eelneva aasta finantsandmeid. Krediidinfo andmebaas hõlmab Eesti ettevõtete krediidiraporteid, majandusaastaruandeid ja muud informatsiooni ettevõtete tegevuse kohta. Suhtelise suuruse arvutamiseks on autor võtnud omandaja ja omandatava ettevõtte varade mahu tehingule eelneval aastal. Suhteline suurus seisneb omandatava ettevõtte varade maht jagatuna omandajaks oleva ettevõtte varade mahuga. Omandatud ettevõtete suhteline suurus on toodud tabelis 6.

Tabel 6. Omandamistehingute jaotus omandatava ettevõtte suhtelise suuruse alusel

Omandatava ettevõtte suurus võrreldes omandajaga	Kokku
Väga väike (<25%)	16
Väike (26%–49%)	-
Suur (50%–67%)	1
Väga suur (68%–99%)	1
Võrdne või suurem (≥100%)	1
Andmed polnud kättesaadavad	5
Kokku	24

Allikas: Autori koostatud

Ülal olevast tabelist 6 on näha, et enamus analüüsitavate omandamistehingute puhul on omandatud ettevõtte omandajaga võrreldes väga väike, ehk omandatud ettevõtte varade maht moodustab kuni 25% omandajaks oleva ettevõtte varade mahust. Suuri ja väga suuri omandatavaid ettevõtteid, kelle varade maht moodustab 50-99% omandaja varade mahust, on kokku kaks. Üks omandatud ettevõtte on suurem kui omandaja. Viie ettevõtte puhul ei ole omandatava andmed kättesaadavad, neist nelja puhul on tegemist välismaise ettevõttega. Autor

juhhib tähelepanu asjaolule, et kuna enamus valimisse sattunud tehingute puhul on omandatav ettevõtte võrreldes omandajaga väga väike, siis ei pruugi omandamistehing omandaja kasumlikkust olulises osas mõjutada.

### **2.1.2. Kontrollgrupp**

Selleks, et teha kindlaks, kas omandamistehing omab mõju omandaja kasumlikkuse muutumisele, on autoril vaja analüüsi kaasata ka kontrollgrupp. Kontrollgrupina on soovitatav kasutada tööstusharu keskmiseid näitajaid (Sharma, Ho, 2002, 168). Kuna aga tööstusharu keskmiseid näitajad analüüsitaval perioodil ei olnud kättesaadavad, siis koostas autor iga analüüsitava ettevõtte jaoks ise kontrollgrupi, võttes aluseks *Amadeus*'i andmebaasist saadud võrdlusgrupi, mis sisaldab Eesti ettevõtteid. *Amadeus* on üleeuroopaline andmebaas, mis sisaldab nii börsil noteeritud kui ka noteerimata ettevõtete finantsandmeid. *Amadeus*'i andmebaas koostab võrdlusgrupi NACE koodi alusel. NACE kood on Euroopa üleselt kasutatav majandustegevuste klassifikaator. Lisaks NACE koodile märgib autor, et võrdlusgrupi koostamisel võetak arvesse müügitulu. Sellest lähtuvalt koostab *Amadeus* võrdlusgrupi sama majandustegevusega ettevõtete alusel, reastades võrdlusgruppi ettevõtted lähtuvalt nende müügitulu suuruse sarnasusest mõjgrupi ettevõttega. Parema tulemuse saamiseks modifitseerib autor *Amadeus*'i võrdlusgruppi, eemaldades sealt ebasobivad ettevõtted ning lisades juurde sobivamad. Samuti kontrollis autor, et ükski võrdlusgrupis olev ettevõtte ei oleks võrdlusperioodil ise omandamistehingut teinud. Võrdlusgruppi lisati käsitsi juurde ka finantsandmed enne 2008. aastat, sest *Amadeus*'i andmebaas lubab võtta andmeid välja alates 2008. aastast. Selleks, et lisada juurde varasemad andmed, võtab autor võrdlusgrupi aastaaruanded Äripäeva Infopangast.

Selles alapeatükis andis autor ülevaate analüüsitava valimi koostamisest ja kasutatavatest andmetest. Kasutatavat meetodikat kirjeldab järgmises peatükis.

## **2.2. Meetodika**

### **2.2.1. Kirjeldav analüüsi meetodika**

Analüüsi esimeses osas toob autor välja kuidas muutusid omandajaks olevate ettevõtete kasumlikkuse näitajad tehingujärgsel perioodil. Autor võrdleb tehingujärgse perioodi keskmiseid näitajaid tehingueelsete näitajatega. Analüüsiks kasutab autor kolme kasumlikkuse näitajat: brutokasumi marginaal, ärikasumi marginaal ning varade tootlikkus. Kasutatavad valemid:

Brutokasumi marginaal (%) = brutokasum / müügitulu, seal juures brutokasum = müügitulu – müüdüd toodangu kulu

Ärikasumi marginaal (%) = Ärikasum / müügitulu, seal juures ärikasum on kasum enne intressi- ja maksukulusid.

Varade tootlikus (%) = puhaskasum / varade maht

Need näitajad on autor valinud lähtuvalt varasemalt tehtud uurimistöödest (tabel 3) ning teoreetilisest ülevaatest. Autor võtab analüüsimisel aluseks omandaja tehingueelse kolme aasta keskmise brutokasumi marginaali, ärikasumi marginaali ja varade tootlikkuse näitajad ning võrdleb neid tehingujärgsete näitajatega. Andmete töötamiseks ja esialgseks analüüsiks kasutab autor MS Excelit. Autor kontrollib ka kasumlikkuse näitajate muutuse statistilist olulisust. Statistilise olulisuse kontrollimiseks kasutab autor t-testi ning statistilise andmetöötamise paketti *Gretl*. T-test võrdleb kahe kogumi keskväärtusi. Nullhüpotees on, et kahe kogumi keskväärtused ei erine oluliselt üksteisest. Alternatiivne hüpotees seisneb selles, et kahe kogumi keskväärtused on üksteisest oluliselt erinevad ehk muutus on statistiliselt oluline. Alternatiivse hüpoteesi saab vastu võtta kui olulisuse tõenäosus  $p < 0.05$ . T-testi tulemused on lisas 1 ja peatükis 3.1.

## 2.2.2. Topelt erinevuse meetod ja regressioonanalüüs

Selleks, et teha kindlaks, kas tehingu mõju on oluline või on kasumlikkuse näitajate muutus tingitud millestki muust, teostab autor regressioonanalüüsi ning kasutab korrigeeritud topelt erinevuse meetodit. Regressioonanalüüsi tegemiseks kasutab autor vabavarana kättesaadavat statistilise andmetöötamise paketti *Gretl*.

Topelt erinevuse meetodit kasutatakse tavaliselt paneelandmete puhul. Topelt erinevuse meetod eeldab, et heterogeensus on andmetes sees, kuid see on ajas muutumatu (Khandker et al. 2010, 71). Paneelandmed sisaldavad paljude objektide omadusi erinevatel ajahetkedel. Fikseeritud komponendi saab andmetest välja, kui on olemas mõjugrupi ja kontrollgrupi andmed enne ja peale tehingut. Topelt erinevuse meetod mõõdab mõjugrupi ja kontrollgrupi tulemusi ning nende tulemuste kovarieerumist sündmuse eel ning sündmuse järel (Khandker et al. 2010, 71–72). Seega kahe perioodi korral, kus  $t=0$  sündmuse eel ning  $t=1$  sündmuse järel ning  $Y_t^T$  ja  $Y_t^C$  on mõjugrupi ning kontrollgrupi tulemus ajal  $t$ , siis topelt erinevuse meetod hindab sündmuse mõju järgnevalt (Khandker et al. 2010, 72):



$$DD = E(Y_1^T - Y_0^T \mid M_1=1) - E(Y_1^C - Y_0^C \mid M_1=0) \quad (1)$$

kus

$M_1=1$  – tähistab sündmuse mõju ajahetkel  $t=1$ ,

$M_1=0$  – tähistab gruppe, millel pole sündmuse mõju,

$Y$  – võrreldav muutuja,

$E$  – keskvärtus.

Andmete heterogeensuse saab välja mõjgrupi ja kontrollgrupi erinevuste kaudu. Erinevus arvutatakse mõjgrupi ja kontrollgrupi keskmiste sündmuse eelsete ja sündmuse järgsete tulemuste abil. (Khandker et al. 2010, 72). Kõige lihtsam viis topelt erinevuse hinnangu (DD) leidmiseks oleks arvutada mõjgrupi ja kontrollgrupi sündmuse eelsete ja sündmuse järgsete keskmiste tulemuste muutus ning seejärel arvutades nende kahe grupi tulemuste muutuse erinevuse nagu valemis 1 (Khandker et al. 2010, 74). Teise variandina on võimalik topelt erinevuse efekti välja tuua kasutades regressiooni. (Khandker et al. 2010, 189–190) Selleks on võimalik kasutada järgnevat mudeli (Khandker et al. 2010, 190):

$$Y_{it} = \alpha + \theta M_i T + \beta M_i + \delta T_i + u_{it} \quad (2)$$

kus

$Y$  – sõltuv muutuja,

$\alpha$  – vabaliige,

$\theta$  – sündmuse ja aja koefitsient, topelt erinevuse koefitsient,

$\beta$  – sõltumatu muutuja hinnangu parameeter,

$T$  – ajamuutuja,

$M$  – sõltumatu muutuja, mõju muutuja,

$\delta$  – sõltumatu muutuja hinnangu parameeter,

$u$  – vealiige,

$i$  – ettevõtte indeks,

$t$  – aja indeks.

Valemis 2 toodud  $\theta$  koefitsient on võrdeline valemis 1 toodud võrdusega DD.

Topelt erinevuse meetodi kasutamisele rakenduvad klassikalise lineaarse regressioonimudeli kasutamise eeldused ning sellele lisandub juurde väärtuste paralleelsuse eeldus. Järgnevalt toon välja mudeli kasutamise eeldused:

- juhuslike liikmete keskvärtus on 0,  $E(u_i) = 0$ ;
- juhuslikud liikmed alluvad normaaljaotusele,  $u_i \sim N$ ;
- juhuslike liikmete dispersioon on konstantne,  $\text{var}(u_i) = \text{const}$ ;
- juhuslikud liikmed ei korreleeru omavahel, see tähendab, et nende kovariatsioon on null ning autokorrellatsioon puudub,  $\text{cov}(u_i, u_j) = 0$ ;

- juhuslikud liikmed ei korreleeru sõltumatute tunnustega,  $cov(u_i, X_{aj})=0$ ;
- paralleelse trendi eeldus – ilma sündmuse mõjuta oleks mõjugrupi ja kontrollgrupi väärtuste trendid paralleelsed (Abadie 2005, 5).

Selleks, et hinnata kas omandamistehing omab olulist mõju omandajaks oleva ettevõtte kasumlikkuse näitajate muutumisel, kasutab autor regressioonanalüüsi ja vähimruutude meetodit. Autor kasutab tehingu mõju analüüsimiseks ärikasumi marginaali. Regressioonanalüüsis kasutatava mudel koostatakse lähtudes valemist 3. Esialgne mudel on kujul:

$$EBITm_{it} = \alpha + \theta M_i T + \beta_1 M_i + \beta_2 T_i + u_{it} \quad (3)$$

kus

$EBITm$  – sõltuv muutuja, ärikasumi (EBIT) marginaal;

$\alpha$  – vabaliige;

$T$  – sõltumatu muutuja, ajamuutuja;

$M$  – sõltumatu muutuja, mõju muutuja;

$\theta$  – sündmuse ja aja koefitsient, topelt erinevuse koefitsient, sõltumatu muutuja hinnangu parameeter;

$\beta_1$ – $\beta_2$  – sõltumatu muutuja hinnangu parameeter;

$u$  – vealiige;

$i$  – ettevõtte indeks;

$t$  – aja indeks.

Autor lisab esialgsele mudelile (valem 3) juurde ka fiktiivsed muutujad majandusharu kohta, kus omandajaks olev ettevõtte tegutseb, et vaadata, kas mudel muutub paremaks. Kasutatav regressioonanalüüsi mudel järgmine:

$$EBITm_{it} = \alpha + \theta M_i T + \beta_1 M_i + \beta_2 T_i + \beta_3 H_1 + \beta_4 H_2 + \beta_5 H_3 + \beta_6 H_4 + \beta_7 H_5 + \beta_8 S_t + u_{it} \quad (4)$$

kus

$EBITm$  – sõltuv muutuja, ärikasumi (EBIT) marginaal;

$\alpha$  – vabaliige;

$\theta$  – sündmuse ja aja koefitsient, topelt erinevuse koefitsient, sõltumatu muutuja hinnangu parameeter;

$\beta_1$ – $\beta_8$  – sõltumatu muutuja hinnangu parameeter;

$T$  – sõltumatu muutuja, ajamuutuja;

$M$  – sõltumatu muutuja, mõju muutuja;

$H_1$ - sõltumatu fiktiivne muutuja, mis on 1, kui omandaja on peamiselt kaubanduses tegutsev, muul juhul 0;

$H_2$ - sõltumatu fiktiivne muutuja, mis on 1, kui omandaja on peamiselt tööstuses (v.a energiatööstuses) tegutsev, muul juhul 0;

$H_3$ - sõltumatu fiktiivne muutuja, mis on 1, kui omandaja on peamiselt teenuseid osutav ettevõtte, muul juhul 0;

$H_4$ - sõltumatu fiktiivne muutuja, mis on 1, kui omandaja on energiatööstuses tegutsev, muul juhul 0;

$H_5$ - sõltumatu fiktiivne muutuja, mis on 1, kui omandaja on muus tegevusharus tegutsev, muul juhul 0;

S – sõltumatu fiktiivne muutuja, mis on 1, kui analüüsitava perioodi sisse jääb Eesti majandussurutis aastatel 2008-2010 ning 0, kui majandussurutise aastaid analüüsitavasse perioodi ei jää;

$u$  – vealiige;

$i$  – ettevõtte indeks;

$t$  – aja indeks.

Kui mudelis kasutada fiktiivseid muutujaid vabaliikmete hindamiseks, siis tuleb analüüsitavasse mudelisse lisada üks fiktiivne muutuja vähem. Autor jätab regressioonanalüüsist välja fiktiivse muutuja  $H_1$  selleks, et saaks hinnata teiste fiktiivsete muutujate mõju vabaliikmele. Mõlema mudeli eelduste testimine ning tulemused on välja toodud peatükis 3.2.

Selles peatükis andis autor ülevaate kasutatavast analüüsi meetodist ja mudelitest. Järgmises peatükis toob autor välja analüüsi tulemused ja järeldused.

### 3. TULEMUSED JA JÄRELDUSED

#### 3.1. Kirjeldava analüüsi tulemused

Varasemalt tehtud uurimistööd näitasid, et omandamistehingud mõjuvad omandajaks oleva ettevõtte kasumlikkusele pigem negatiivselt (tabel 3). Käesolevas peatükis toob autor välja teostatud analüüsi tulemused selle kohta, kuidas mõjutab omandamistehing omandaja kasumlikkuse näitajaid nende tehingute puhul, kus Eesti ettevõtte on omandajaks.

Esmalt toob autor välja kirjeldava analüüsi tulemused, mis näitavad, kuidas muutusid omandamistehinguid teinud omandajaks olevate ettevõtete kasumlikkuse näitajad tehingu järgsel perioodil. Autor võttis vaatluse alla brutokasumi marginaali, ärikasumi marginaali ja varade tootlikkuse muutumise. Kasumlikkuse näitajate muutuse analüüsi teostas autor MS Excelis, lahutades tehingu järgse kolme aasta keskmisest brutokasumi marginaali/ärikasumi marginaali/varade tootlikkuse väärtustest nende näitajate kolme tehingueelse aasta keskmised väärtused ( tabel 7 ja 8).

Tabel 7. Kasumlikkuse näitajate muutumine tehingu järgsel perioodil

	Paranes tehingu järgsel perioodil	Halvenes tehingujärgsel perioodil
Brutokasumi marginaal	10	14
Ärikasumi marginaal	9	15
Varade tootlikkus	4	20

Allikas: Autori koostatud

Ülal olevast tabelist 7 on näha, et tehingujärgsel perioodil paranes kümne ettevõtte brutokasumi marginaal, 14 ettevõtte puhul see näitaja halvenes. Ärikasumi marginaal paranes tehingujärgsel perioodil üheksal ettevõttel, 15 ettevõtte puhul see näitaja halvenes. Varade tootlikkus paranes omandamistehingu järgsel perioodil neljal ettevõttel, 20 ettevõtte puhul varade tootlikkus langes.

Varade tootlikkus sõltub samuti tehingu finantseerimise viisist. Kuna varade tootlikus võtab arvesse puhaskasumit, mis näitab kasumlikkust peale intressikulusid, siis on see näitaja sõltuv ka tehingu finantseerimise viisist ning omandaja võlakoormusest. Järelduse, kas tehingu järgsel perioodil oli omandaja kasumlikkus paranenud või halvenenud, tegi autor lähtudes nendest kolmest kasumlikkuse näitajast. Kui vähemalt kaks kasumlikkuse näitajat oli paranenud, siis luges autor tehingu mõju positiivseks. Tabelis 8 on analüüsi tulemused ettevõtete lõikes.

Tabel 8. Omandaja kasumlikkuse näitajate muutus tehingujärgsel perioodil.

Analüüsitava ettevõtte	Tehingu aasta	Brutokasumi marginaali muutus	Ärikasumi marginaali muutus	Varade tootlikkuse muutus	Mõju
Elmaksi Hulgikaubanduse AS	2013	-1,5%	-3,0%	-10,1%	halvem
Keskonnateenused AS	2013	18,7%	3,2%	8,5%	parem
Graanul Invest AS	2012	0,3%	2,2%	-1,6%	parem
CF&S Estonia AS	2012	2,0%	-2,9%	-9,7%	halvem
Toode AS	2012	-0,3%	5,1%	7,4%	parem
Skinest Grupp AS	2011	7,0%	-3,0%	-10,1%	halvem
VKG Energia OU	2011	-3,6%	0,4%	1,1%	parem
Yaico AS	2010	26,5%	59,8%	-2,4%	parem
BLRT Grupp AS	2010	-8,5%	-11,4%	-12,7%	halvem
ELKE Grupi AS	2009	1,8%	-2,3%	-8,4%	halvem
Amserv Grupi AS	2009	2,8%	-3,0%	-8,9%	halvem
Küttemaailm OÜ	2009	0,6%	8,5%	-11,9%	parem
Tallinna Teede AS	2009	-8,6%	-9,5%	-18,8%	halvem
Tallinna Kaubamaja AS	2008	-0,4%	-3,2%	-1,6%	halvem
Maag Grupp AS	2008	0,5%	0,6%	1,7%	parem
Svensky Kaubanduse AS	2008	0,4%	3,2%	-10,4%	parem
Ekspress Grupp AS	2007	-4,0%	-9,1%	-11,9%	halvem
Olympic Entertainment Group AS	2007	-4,0%	-33,2%	-37,9%	halvem
Tristafan OÜ	2007	-15,4%	-14,1%	-13,2%	halvem
Liviko AS	2007	-16,2%	3,2%	-10,3%	halvem
BLRT Grupp AS	2007	-3,6%	-0,5%	-0,2%	halvem
Viru Keemia Grupp AS	2006	-3,7%	-0,7%	-6,1%	halvem
Eesti Talleks AS	2005	-11,1%	-4,9%	-5,2%	halvem
Stokker AS	2004	-3,9%	-1,1%	-0,5%	halvem

Allikas: Autori koostatud

Märkused:

1. Tabelis on märgitud rohelisega need näitajad, mis paranesid ning punasega need näitajad, mis halvenesid omandamistehingu järgsel perioodil.

Tabelist 8 on näha, et üldiselt on omandamistehingute järgsel perioodil omandajaks oleva ettevõtte kasumlikkuse näitajad langenud. 24-st vaadeldavast ettevõttest on kaheksa puhul kasumlikkuse näitajad paranenud tehingu järgsel perioodil, 16 ettevõtte puhul on kasumlikkuse

näitajad halvenenud. Kasumlikkuse näitajate muutus võib olla tingitud ka teistest faktoritest, näiteks majanduslikest näitajatest. Tabelist 8 on näha, et hilisemal perioodil, 2009–2013, tehtud tehingute puhul on omandajaks olevate ettevõtete kasumlikkuse näitajate muutus positiivsem kui varasemal perioodil (2004–2008).

Autor testis t-testi abil, kas kasumlikkuse näitajates toimunud muutused on statistiliselt olulised. Kokkuvõttev tabel testi tulemustest on lisas 1. Ainult kahe ettevõtte, Olympic Entertainment Group AS-i ja Liviko AS-i, puhul olid nii brutokasumi marginaali, ärikasumi marginaali kui ka varade tootlikkuse muutused statistiliselt olulised. Mõlema ettevõtte puhul olid tehingujärgsed kasumlikkused madalamad kui tehingueelsed. Brutokasumi marginaali muutus oli statistiliselt oluline Keskkonnateenused AS, Olympic Entertainment Group AS, Liviko AS, Eesti Talleks AS ja Stokker AS puhul. Ülejäänud ettevõtete puhul polnud brutokasumi marginaali muutus statistiliselt oluline. Ärikasumi marginaali muutus oli statistiliselt oluline Elmaksi Hulgikaubandused AS, CF&S Estonia AS, Amserv Grupi AS, Olympic Entertainment Group AS ning Liviko AS puhul. Ülejäänud ettevõtete puhul polnud ärikasumi marginaali muutus statistiliselt oluline. Varade tootlikkuse muutus oli statistiliselt oluline Elmaksi Hulgikaubandused AS, Graanul Invest AS, CF&S Estonia AS, BLTR Grupp AS, Amserv Grupi AS, Olympic Entertainment Group AS ning Liviko AS puhul. Ülejäänud ettevõtete puhul polnud varade tootlikkuse muutus statistiliselt oluline.

Selles peatükis tõi autor välja kirjeldava analüüsi tulemused. Seda, kas kasumlikkuse muutumine on tingitud omandamistehingu mõjust või mitte, analüüsib autor järgmises alapeatükis, kasutades regressioonanalüüsi ja vähimruutude meetodit.

### **3.2. Mudeli testimise tulemused**

Autor analüüsis regressioonmudeli abil, kasutades vähimruutude meetodit, kas omandamistehing omab olulist mõju omandaja kasumlikkusele. Analüüsimiseks kasutas autor ärikasumi marginaali ning kontrollgruppi. Kontrollgrupi moodustamise ning kasutatavate meetodite ja mudelite kohta on toodud ülevaade magistritöö teises osas.

Autor koostas esialgse regressioonanalüüsi, lähtuvalt valemist 3. Regressioonanalüüsi tulemused on toodud välja tabelis 9 ja lisas 2. Esialgne regressioonanalüüs näitas, et omandamistehingul ei

ole mingit seost ärikasumi marginaali muutusega. Samuti osutusid ebaoluliseks ka ülejäänud mudelisse kaasatud muutujad ning mudel tervikuna. Mudelis olevate muutujate olulisuse tõenäosus  $p > 0.05$  ning seega tuli vastu võtta nullhüpotees mis seisneb selles, et muutujad ei ole olulised. Seejärel kontrolliti mudeli eeldusi. Esimene mudeli eeldus, et juhuslike liikmete keskvärtus on null, on automaatselt täidetud, kuna mudelis on konstant. Mudeli teise eelduse, juhuslike liikmete allumine normaaljaotusele, kontrollimiseks kasutati Doornik-Hanseni testi. Nullhüpoteesiks selle testi puhul on, et jäägid alluvad normaaljaotusele. Doornik-Hanseni testi tulemused näitasid, et normaaljaotust ei esine, kuna olulisuse tõenäosus  $p < 0.05$ , mistõttu tuli võtta vastu alternatiivne hüpotees (lisa 3). Normaaljaotuse puudumise põhjuseks võib olla liiga väike valimi suurus. Sõltuvat muutujat logaritmid ei saa, sest sõltuvate muutujate hulgas on ka negatiivseid arve. Sõltuvat muutujat ei saa panna ka ruutu, sest see rikub mudeli tõlgendamist, kuna mudel teeks ka negatiivsed ärikasumi marginaalid positiivseteks. Normaaljaotuse eelduse täitmata jätmine toob kaasa selle, et hinnangud ei ole mõjusad. Kolmanda eelduse, juhuslike liikmete dispersioon on konstantne, kontrollimiseks kasutati White'i testi. Nullhüpoteesiks selle testi puhul on, et juhuslike liikmete dispersioon on konstantne, heteroskedastiivsust ei esine. Testi tulemused näitasid, et olulisuse tõenäosus  $p > 0.05$ , seega tuleb vastu võtta nullhüpotees, juhuslike liikmete dispersioon on konstantne (lisa 4). Neljas mudeli eeldus on autokorrelatsiooni puudumine. Seda autor ei testi, kuna sõltumatul muutujal on kaks ajaperioodi – tehingu eelne ajaperiood ja tehingu järgne ajaperiood. Autokorrelatsiooni testitakse tavaliselt pikema ajaperioodi puhul. Viienda eelduse, juhuslike liikmete mitte korreleerumine sõltumatute tunnustega testimiseks eraldi testi pole. Kuues eeldus, paralleelse trendi eeldus, lisandub topelt erinevuse meetodi korral. Selle meetodi testimiseks eraldi testi pole. Kõik mudeli kasutamise eeldused on üle vaadatud. Lisaks kontrolliti ka mudeli kuju sobivust, viies läbi Ramsey Reset test ning muutujate vahelise multikollineaarsuse puudumine, vaadates dispersiooni inflatsiooniteguri VIF väärtusi. Mudeli kuju kontrollimiseks kasutatava Ramsey Reset testi nullhüpotees seisneb selles, et mudeli kuju on õige. Läbiviidud testi tulemus näitas, et olulisuse tõenäosus  $p$  on suurem kui 0,05 ja seetõttu kehtib nullhüpotees ning saame öelda, et mudeli kuju on sobilik (lisa 5). Mudelis ei esine multikollineaarsust, kui VIF väärtused on väiksemad kui 10. Testitavas mudelis olevate sõltumatute liikmete VIF tegurid olid väiksemad kui 10 ning seega mudelis multikollineaarsust ei esine (lisa 6). Läbiviidud testid näitasid, et mudeli kuju on õige, multikollineaarsust ei esine, parameetrite hinnangud ei ole nihketa kuid nad ei ole mõjusad.

Autor täiendas esialgset regressioonimudelit majandusharu põhiste fiktiivmuutujatega, lähtuvalt valemist 4. Täiendatud regressioonanalüüsi mudeli tulemused on nähtavad tabelis 9 ja lisa 7.

Autor kontrollis mudeli eeldusi. Kuna mudelis on konstant, siis esimene mudeli eeldus, et juhuslike liikmete keskväärtsus on null, on automaatselt täidetud. Mudeli teise eelduse, juhuslike liikmete allumine normaaljaotusele, kontrollimiseks kasutas autor Doornik-Hanseni testi. Testi tulemused näitasid, et normaaljaotust ei esine, kuna olulisuse tõenäosus  $p < 0.05$ , mille tõttu tuli vastu võtta alternatiivne hüpotees (lisa 8). Normaaljaotuse eelduse täitmata jätmine toob kaasa selle, et hinnangud ei ole mõjusad. Edasi kontrollis autor, kas juhuslike liikmete dispersioon on konstantne, kasutades White'i testi (lisa 9). Kuna testi tulemused näitasid, et olulisuse tõenäosus  $p > 0.05$ , sai autor vastu võtta nullhüpoteesi ehk juhuslike liikmete dispersioon oli konstantne. Neljas mudeli eeldus on autokorrellatsiooni puudumine. Kuna mudelis oleval sõltumatul muutujal kaks ajaperioodi – tehingu eelne ajaperiood ja tehingu järgne ajaperiood, siis autokorrellatsiooni ei testita. Viienda eelduse, milleks on juhuslike liikmete mittekorrelleerumine sõltumatute tunnustega, testimiseks eraldi testi pole. Kuues eeldus, paralleelse trendi eeldus, lisandub topelt erinevuse meetodi korral ning selle meetodi testimiseks eraldi testi pole. Kõik mudeli kasutamise eeldused on üle vaadatud. Lisaks kontrolliti ka mudeli kuju sobivust ja muutujate vahelise multikollineaarsuse puudumist. Mudeli kuju kontrollimiseks läbiviidud Ramsey Reset testi tulemus näitas, et olulisuse tõenäosus  $p = 0.152$ , mis on suurem kui 0.05 ja seetõttu kehtib nullhüpotees ja saab öelda, et mudeli kuju on sobilik (lisa 10). Multikollineaarsuse kontrollimise test näitas, et mudelis multikollineaarsust ei esine, VIF faktorid olid väiksemad kui 10 (lisa 11). Läbiviidud testid näitasid, et mudeli kuju on õige, multikollineaarsust ei esine ning parameetrite hinnangud on nihketa kuid nad ei ole mõjusad.

Tabel 9. Esialgse mudeli ja täiendatud mudeli tulemused

Muutuja	Baasmudel		Täiendatud mudel	
	koefitsient	p-väärtus	koefitsient	p-väärtus
Konstant	0.070	0.001	0.081	0.001
M	-0.016	0.571	-0.016	0.547
T	-0.033	0.234	-0.028	0.289
MT	0.019	0.624	0.019	0.603
H <sub>2</sub>	-	-	-0.026	0.254
H <sub>3</sub>	-	-	0.042	0.129
H <sub>4</sub>	-	-	0.082	0.022
H <sub>5</sub>	-	-	0.010	0.731
S	-	-	-0.041	0.030
F-statistik	0.594	0.620	2.357	0.024
Korrigeeritud R <sup>2</sup>	-0.013	-	0.103	-
Vaatluste arv	96	-	96	-

Allikas: Autori koostatud



Esialgse regressioonimudeli muutujad ja mudel tervikuna ei osutunud oluliseks. Täiendatud regressioonanalüüsist selgus, et omandamistehing ei oma olulist mõju omandaja kasumlikkuse muutusele. Mudeli, kui terviku, olulisust näitab F-statistiku tõenäosus. F-statistiku olulisuse tõenäosus  $p=0.024$ , mis on väiksem kui 0.05 ning seega on mudel oluline. M, mis märgib tehingu toimumist, p-väärtus on 0.547, mis on suurem kui 0.05, ning see tähendab, et tehingu toimumine ei oma olulist mõju ärikasumi marginaalile. T, mis märgib tehingueelset ja tehingujärgset ajaperioodi, olulisuse tõenäosus  $p=0.289$ , mis on suurem kui 0.05 ning see tähendab, et tehingueelne ja tehingujärgne ajaperioodi ei oma tähtsust. MT, mis näitab tehingu ja ajaperioodi koosmõju, p-väärtus on 0.603, mis tähendab, et nende tegurite koosmõju ei oma olulist mõju omandajaks oleva ettevõtte kasumlikkusele. Fiktiivsetest muutujatest ( $H_2-H_5$ ), mis märkisid majandusharusid, milles omandatav ettevõtte tegutseb, osutus üks oluliseks.  $H_4$ , mis märkis energiatööstuses tegutsevaid ettevõtteid, olulisuse tõenäosus on  $p=0.022$ , mis on väiksem kui 0.05 ehk muutuja on oluline. Fiktiivsed muutujad näitasid, et ettevõtted, mille tegevusala oli energiatööstus, nende ärikasumi marginaal oli kõrgem kui kaubanduses tegutsevatel ettevõtetel. Majandussurutise perioodi näitava teguri S olulisuse tõenäosus oli 0.030, mis on väiksem kui 0.05 ning seega oli see muutuja samuti oluline. Muutuja S näitab, et need ettevõtted, mille puhul analüüsitava perioodi jäi sisse 2008.-2010. aasta majandussurutise periood, nende ärikasumi marginaal oli madalam võrreldes ettevõtetega, kelle puhul analüüsiperioodi ei jäänud majandussurutise perioodi. Mudeli kirjeldamise võimet näitav korrigeeritud determinatsioonikordaja on 10.3%, mis tähendab, et see mudel kirjeldab ära 10.3% valimisse kaasatud ettevõtete ärikasumi marginaali muutusest. Ülejäänud ärikasumi marginaali muutus on tingitud muudest teguritest.

Autor proovis lisaks ka teisi mudeleid, näiteks mudelit, mis sisaldas fiktiivseid muutujaid iga aasta kohta perioodil 2003-2014, aga kuna nii muutujad kui ka mudel tervikuna ei osutunud statistiliselt oluliseks, siis käesolevas magistritöös autor teisi mudeleid välja ei too.

Regressioonanalüüs näitas, et antud valimi puhul ei omanud omandamistehing olulist mõju omandajaks oleva ettevõtte kasumlikkuse muutusele. Järgmises peatükis toob autor välja analüüsi piirangud.

### 3.3. Analüüsi piirangud

Antud töö eesmärgiks oli välja selgitada omandamistehingute mõju omandaja kasumlikkusele. Analüüsi osas kasutatavat valimit ja mudelit koostades ilmned mõned piirangud. Üheks analüüsi piiranguks oli väike lõplik valim. Valimi koostamisel selgus, et *Mergermarket*'i lehel välja toodud omandamistehingutest, mida oli aastatel 2004–2013 kokku 94, õnnestus analüüsi kaasata ainult 17. 77 tehingut ei sobinud analüüsi kaasamiseks näiteks andmete puudumise, investori liigi, osaluse suuruse või tehingu liigi tõttu. Detailsem ülevaade elimineerimise põhjustest on toodud tabelis 4. Valimisse lisandus Konkurentsiameti lehel toodud koondumismenetluste baasil seitse tehingut. Enne valimi koostamist arvas autor, et analüüsi kaasatav valim tuleb suurem. Lõpliku valimi, mille suuruseks jäi 24, alusel on raske üldistavaid järeldusi teha. Kuigi lõplik valim oli oodatust väiksem, osutus valimi koostamise protsess ning analüüsitavate andmete kokkupanek perioodil +/-3 aastat tehingust väga ajamahukaks.

Teiseks analüüsi piiranguks oli sobiliku kontrollgrupi leidmine. Kontrollgrupi koostas autor *Amadeus* andmebaasi abil ning seejärel modifitseeris saadud tulemusi. *Amadeus* andmebaas koostab kontrollgrupi NACE koodi järgi. Kontrollgrupi määramisel oli mitmeid takistusi. Esiteks ei olnud mitmete kontrollgruppi sattunud ettevõtete andmed perioodil +/-3 aastat tehingust kättesaadavad ning seetõttu tuli need kontrollgrupist eemaldada. Teiseks sattusid automaatselt kontrollgruppi ka need ettevõtted, mis olid analüüsitavate ettevõtetega samast konsolideerimisgrupist või olid need ettevõtted ka ise vaadeldaval perioodil omandamistehinguid teinud ning seetõttu ei sobinud need kontrollgruppi. Samuti oli probleem selliste ettevõtete kontrollgrupi koostamisega, millel oli mitu tegevusala. Näiteks Viru Keemia Gruppi kuuluvate ettevõtete äritegevus on seotud põlevkivi kaevandamisega, soojuse ja elektrienergia tootmise ja müügi, transporditeenuse osutamisega ja palju muuga ning BLRT Gruppi kuuluvate ettevõtete äritegevus on seotud nii laevade ehitamisega, transpordi, metallimüügi ja kokkuostuga kui ka muude äritegevustega. Seetõttu oli raske sobivat kontrollgruppi leida ning autor pani kontrollgrupi kokku lähtudes äritegevus(t)est, mis toob grupile kõige rohkem käivet. Seega oli raskendatud objektiivse ja hea kirjeldamise võimega kontrollgrupi kokkupanek.

Kolmandaks analüüsi piiranguks oli omandatavate ettevõtete andmete kättesaadavus, mistõttu ei saanud autor kätte informatsiooni mõnede omandatud ettevõtete varade mahtu kohta, mis piiras ka detailsema analüüsi koostamist.

### 3.4. Järeldused ja ettepanekud

Finantsandmete kirjeldav analüüs näitab, et omandamistehingute järgsel perioodil olid omandajaks olevate ettevõtete kasumlikkuse näitajad pigem madalamad kui omandamistehingu eelsel perioodil. Seda olukorda aitab selgitada ka see, et analüüsi oli kaasatud ka 2009.aasta majandussurutise eelne periood. Enne majandussurutist tehtud tehingute puhul langes omandajaks olevate ettevõtete kasumlikkus majandussurutise ajal.

Regressioonanalüüsi tulemused ei näidanud, et omandamistehing omaks mõju omandaja kasumlikkuse muutusele. Omandamistehingu mitteolulisust aitab selgitada see, et enamus omandatud ettevõtted olid väga väiksed võrreldes omandajaga ning seega ei saanud suurt mõju omada omandaja kasumlikkusele (tabel 6). Enamus analüüsitavate tehingute puhul moodustasid omandatava ettevõtte varad kuni 25% omandajaks oleva ettevõtte varadest.

Autori poolt analüüsitud valim perioodil 2004-2013 tehtud omandamistehingute kohta, kus Eesti ettevõtte oli omandajaks näitas, et omandamistehing ei omanud mõju omandaja kasumlikkuse muutusele. Kasumlikkuse muutus oli tingitud muudest teguritest.

Edasiseks uurimiseks on hea jätta analüüsist välja enne 2009.a majandussurutist tehtud tehingud. Samuti peaks analüüsi kaasama ainult kodumaised tehingud, et oleks lihtsam ka omandatud ettevõtete kohta informatsiooni saada. Lisaks soovitab autor väiksema valimi korral koostada detailsem analüüs, mis uurib kasumlikkuses mitte peegelduvaid tehingumõjusid, näiteks kas omandajal õnnestus parandada turukatvust, suurendada tooteportfelli või parandada kapitali kättesaadavust.

## KOKKUVÕTE

Omandamistehinguid iseloomustab varade ja äritegevuse üle omatava kontrolli üleminek ühelt ettevõttelt teisele. Omandamistehingud tehakse tihtipeale seetõttu, et soovitakse suurendada turukatvust, parandada turupositsiooni ja turuvõimu, suurendada käivet ning äri- ja puhaskasumit. Kulude kokkuhoidu tahetakse saavutada läbi potentsiaalsete sünergiate. Kirjanduses on välja toodud, et enamus omandamistehinguid mõjuvad omandajaks oleva ettevõtte kasumlikkusele negatiivselt. Samuti on seda näidanud ka varasemad empiirilised uurimused. Siiski on omandamistehingud jätkuvalt üks peamine ettevõtte välise kasvu allikas.

Antud magistr töö eesmärgiks on hinnata omandamistehingute mõju omandajaks oleva ettevõtte kasumlikkusele. Autor võttis vaatluse alla aastatel 2004–2013 tehtud omandamistehingud, mille puhul Eesti ettevõtte oli omandajaks. Analüüsitavateks kasumlikkuse näitajateks oli brutokasumi marginaal, ärikasumi marginaal ning varade tootlikkus. Autor analüüsis, kuidas need kasumlikkuse näitajad muutusid, võttes aluseks tehingu eelse kolme aasta keskmised kasumlikkuse näitajad ja tehingu järgse kolme aasta keskmised kasumlikkuse näitajad. Analüüsitava valimi suuruseks kujunes 24 tehingut. Omandamistehinguid oli antud perioodil rohkem, kuid paljud ettevõtted tuli valimist välistada andmete puudumise, investori liigi või ebasobiva tehingu liigi tõttu.

Magistr töö alguses püstitas autor kolm uurimisküsimust. Esimene uurimisküsimus tahtis leida vastust küsimusele, kuidas mõjutab omandamistehing omandaja brutokasumi marginaali. Autori poolt teostatud kirjeldavast analüüsist selgus, et kümne ettevõtte puhul oli brutokasumi marginaal suurenenud pärast omandamistehingut, kuid 14 ettevõtte puhul oli see näitaja vähenenud. Teine uurimisküsimus seisnes omandamistehingu mõjust ärikasumi marginaalile. Teostatud kirjeldavast analüüsist järeldus, et üheksal ettevõttel oli omandamistehingu järgselt ärikasumi marginaal paranenud, 15 ettevõtte puhul oli see näitaja halvenenud. Kolmas uurimisküsimus seisnes omandamistehingu mõjust varade tootlikkuse muutumises omandamistehingu järgselt. Tehtud kirjeldav analüüs näitas, et neljal ettevõttel oli omandamistehingu järgselt varade tootlikkus paranenud aga 20 ettevõtte puhul oli see näitaja

halvenenud. Varade tootlikkus oli analüüsitavatest kasumlikkuse näitajatest kõige rohkem negatiivselt muutunud. See võib olla tingitud ka ettevõtete võlakooormusest. Juhul, kui ettevõtetel on suur võlakooormus, siis reeglina on tal ka märgatavad intressikulud, mis viivad puhaskasumit madalamaks. Maksukilpi ei teki, sest Eestis maksavad ettevõtted tulumaksu väljamakstavate dividendid pealt, mitte kasumilt. Kuigi kasumlikkus tehingujärgsel perioodil oli muutunud, siis kirjeldav analüüs ei selgita, kas kasumlikkuse muutus oli tingitud omandamistehingust või muudest majanduslikest faktoritest.

Autor tegi regressioonanalüüsi, uurimaks, kas omandamistehing omab olulist mõju omandajaks oleva ettevõtte kasumlikkuse näitajate muutumisele. Regressioonanalüüsi sõltuvaks muutujaks oli ärikasumi marginaal ning sõltumatuteks muutujateks tehingu toimumine, ajaperiood – tehingueelne versus tehingujärgne, tehingu ja aja koosmõju ning fiktiivseteks muutujateks olid ettevõtete tegevusvaldkonnad ja majandussurutise perioodi näitav tunnus. Autor kasutas analüüsi meetodina topelt erinevuse meetodit ning regressioonanalüüsi vähimruutude meetodit. Analüüsiks vajalikud andmed töötles autor MS Excelis ning analüüs teostati vabavarana kättesaadavas statistilise andmetötluse paketi *Gretl*. Regressioonanalüüsi tulemused näitasid, et ärikasumi marginaali ja omandamistehingu toimumise vahel märgatav seos puudus. Seega saab autor järeldada, et valimisse sattunud tehingute puhul ei omanud omandamistehing määravat rolli omandaja kasumlikkuse muutumisele. See on selgitatav osaliselt sellega, et enamus omandamistehingute puhul oli omandatava ettevõtte suhteline suurus võrreldes omandajaga väga väike, ehk omandatud ettevõtte varade maht moodustas kuni 25% omandaja varade mahust. Seega on selgitatav, et omandatav ettevõtte ja omandamistehing ei oma suurt mõju omandaja kasumlikkusele. Tehingujärgne kasumlikkuse muutus omandajaks olevatel ettevõtetel oli tingitud muudest faktoritest.

Edaspidiseks uurimiseks soovib autor analüüsida hilisemat ajaperioodi, mis ei hõlmaks 2009. aasta majandussurutist. Samuti soovib autor analüüsida ka teisi omandamistehinguga mõjusid, näiteks, kas omandajal õnnestus kasvatada turukatvust ning kliendibaasi.

## **SUMMARY**

### **THE IMPACT OF ACQUISITIONS ON THE ACQUIRER'S PROFITABILITY BASED ON THE EXAMPLE OF ESTONIAN COMPANIES**

Aveli Nurk

Mergers and acquisitions are one way for companies to grow externally. Companies can also grow internally, but it usually takes more time than external growth. Through mergers and acquisitions a company can grow its market share, product portfolio and market power, enter new markets, etc. There are different kinds of mergers and acquisitions, for example mergers of equals, stock acquisitions, asset purchases and management buy-outs. In this thesis the author analyses stock acquisitions. After an acquisition the acquirer gains control of the acquiree's business and assets.

The aim of this thesis is to analyse how acquisitions influence the profitability of the acquirer. The profitability indicators which were examined in the thesis were the following: gross profit margin, EBIT margin and return on assets (ROA). In this thesis a successful acquisition is defined as a deal which improves the profitability of the acquirer.

In theoretical articles and also in practice, the management of the acquirer usually hopes that the acquisition will help to improve the profitability and efficiency of the acquirer due to potential synergies between the acquiree and the acquirer which would lead to a decrease in expenses. There are other reasons why companies make acquisitions but the main purpose is to increase the value for the shareholder. Unfortunately, most of the deals do not produce the desired results and end up reducing the value for the acquirer's shareholders. The expectations and the reality of how an acquisition influences the acquirer differ from each other.

The author analysed how acquisitions, in which an Estonian company was an acquirer, affected the acquirer's profitability. The sample used for the analysis consisted of acquisition deals of the period 2004-2013 in which an Estonian company was the acquirer. The target was either an

Estonian or a foreign company. The sample was composed based on the Mergermarket database and the information provided by the Republic of Estonia Competition Authority. The sample consisted of stock acquisitions, by which a strategic investor acquired more than 50% of the acquiree's business through a stock acquisition deal. The final sample comprised 24 acquisitions. The total number of acquisitions made in this period was larger but many deals were excluded from the sample due to unavailability of financial data or the characteristics of the deal. The analysis was made on a consolidated basis. The time period the author analysed was 3 years before and 3 years after an acquisition deal.

The empirical analysis consisted of two parts. MS Excel and open-source statistical package Gretl were used to analyse the sample. First, the author analysed how the profitability of the acquirer changed after the acquisition process. The author compared the acquirer's three-year average gross profit margin, EBIT margin and ROA before and after the deal. The results showed that the profitability of most acquirers decreased after the acquisition. The author made a t-test to analyse if the change was statistically important. For most of the companies the change was not statistically important. The first part of the analysis showed how profitability decreased after the acquisition but it did not show if the change in profitability was due to the acquisition or some other factors.

In the second part of the empirical analysis the author carried out a regression analysis using the least squares method and statistical package Gretl. The regression analysis was used to analyse whether the change in profitability was due to the acquisition process. The dependent variable in the regression analysis was EBIT margin and the independent variables were the occurrence of the deal, the time period – before and after the deal, the product of deal and time, and also sector indicators. The regression analysis showed that the acquisition process did not influence the profitability of the acquirer. One of the reasons for this kind of result may be the fact that in most of the deals the target was very small compared to the acquirer. This means that the target could not have a significant impact on the profitability of the acquirer.

In conclusion it can be said that based on the sample used for the analysis the acquisition deal did not influence the profitability of the acquirer. Further studies of the topic could analyse how the acquisition affects indicators other than profitability, for example market coverage and growth of the product portfolio and client base.

## **KASUTATUD ALLIKATE LOETELU**

- Abadie, A. (2005). Semiparametric difference-in-differences estimators. – *The Review of Economic Studies*, Vol. 72, No. 1, 1–19.
- Agrawal, A., Jaffe, J. F. (2003). Do Takeover Targets Underperform? Evidence from Operating and Stock Returns. – *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 4, 721–746.
- Alexandridis, G., Mavrovitis, C. F., & Travlos, N. G. (2012). How have M&As changed? Evidence From the Sixth Merger Wave. – *The European Journal of Finance*, Vol. 18, No. 8, 663–688.
- Alhenawi, Y., Krishnaswami, S. (2015). Long-term Impact of Merger Synergies on Performance and Value. – *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 58, 93–118.
- Bauer, F. and Matzler, K. (2014). Antecedents of M&A Success: The Role of Strategic Complementarity, Cultural Fit, and Degree and Speed of Integration. – *Strategic Management Journal*, Vol. 35, 269–291.
- Beckenstein, A. R. (1979). Merger Activity and Merger Theories: An Empirical Investigation. – *Antitrust Bulletin*, Vol. 24, No. 1, 105–128.
- Beckett, S. (1986). Corporate Mergers and the Business Cycle. – *Economic Review*, Vol. 71, No. 5, 13–26.
- Bertrand, O., Betschinger, M.-A. (2012). Performance of Domestic and Cross-border Acquisitions: Empirical Evidence from Russian Acquirers. – *Journal of Comparative Economics*, Vol. 40, 413–437.
- Buono, A. F. (2005). Consulting to Integrate Mergers and Acquisitions. – *The Contemporary Consultant: Insights from world experts*, 229–249.
- Capron, L. (1999). The Long Term Performance of Horizontal Acquisition. – *Strategic Management Journal*, Vol. 20, 987–1018.
- Chatterjee, S. (1986). Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms. *Strategic Management Journal*, Vol. 7, No. 2, 119–139.
- Chatterjee, R.A. (2000). The Financial Performance of Companies Acquiring Very Large Takeover Targets. – *Applied Financial Economics*, Vol. 10, 185–191.
- Chen, C. and Findlay, C. (2003), A Review of Cross-border Mergers and Acquisitions in APEC. *Asian-Pacific Economic Literature*, Vol. 17, 14–38.



- Cools, K., Gell, J., Kengelbach, J., & Roos, A. (2007). *The Brave New World of M&A: How to Create Value from Mergers and Acquisitions*. – The Boston Consulting Group.
- Cools, K., King, K., Neenan, C., Tsusaka, M. (2004). *Growing Through Acquisitions; The Successful Value Creation Record of Acquisitive Growth Strategies*. – The Boston Consulting Group.
- Damodaran, A. *Corporate Finance: Theory and Practice*. (2001) New York. Wiley, 2<sup>nd</sup> ed.
- Dickerson, A.P., Gibson, H.D., Tsakalotosj, E. (1997) *The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of UK Firms*. – *Oxford Economic Papers*, Vol. 49, 344–361.
- Epstein, M. J. (2005). *The Determinants and Evaluation of Merger Success*. – *Business Horizons*, Vol. 48, No. 1, 37–46
- Ficery, K., Herd, T., Pursche, B. (2007). *Where Has All the Synergy Gone? The M&A Puzzle*. – *Journal of Business Strategy*, Vol. 28, No. 5, 29–35.
- Filipovic, D. (2012). *Impact of Company's Size on Takeover Success*. – *Economic Research – Ekonomska istraživanja*, Vol. 25, No. 2, 435–444.
- Fox, I., & Marcus, A. (1992). *The Causes and Consequences of Leveraged Management Buyouts*. – *The Academy of Management Review*, Vol. 17, No. 1, 62–85.
- Gomes, E., Angwin, D.N., Weber, Y., Tarba, S.Y. (2013). *Critical Success Factors Through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre- and Post- M&A Connections for Improved Performance*. – *Thunderbird International Business Review*, Vol. 55, 13–35.
- Hitt, M., Harrison, J., Ireland, R.D., Best, A. (1998). *Attributes of Successful and Unsuccessful Acquisitions of US Firms*. – *British Journal of Management*, Vol. 9, 91–114.
- Homberg, F., Rost, K., Osterloh, M. (2009). *Do Synergies Exist in Related Acquisitions? A Meta-Analysis of Acquisition Studies*. – *Review of Managerial Science*, Vol. 3, No. 2, 75–116.
- Jagersma, P. J. (2005), *Cross-border Acquisitions of European Multinationals*. – *Journal of General Management*, Vol. 30, No. 3, 13–34.
- Khandker, S. R., Koolwal, G. B., Samad, H. A. (2009). *Handbook on Impact Evaluation: Quantitative Methods and Practices*. Washington DC: World Bank Publications.
- Lee, D. (1992). *Management Buyout Proposals and Inside Information*. – *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 3, 1061–1079.
- Nakamura, R. (2005) *Motives, Partner Selection and Productivity Effects of M&As: The Pattern of Japanese Mergers and Acquisitions*. (Doktoritöö). Institute of International Business, Stockholm School of Economics. Stockholm.

- Papadakis, V.M., Thanos, I.C. (2010). Measuring the Performance of Acquisitions: an Empirical Investigation Using Multiple Criteria. – *British Journal of Management*, Vol. 21, 859–873.
- Rahman, M., Lambkin, M. (2015). Creating or Destroying Value Through Mergers and Acquisitions: A Marketing Perspective. – *Industrial Marketing Management*, Vol. 46, 24–35.
- Rahman, R.A., Limmack, R.J. (2004). Corporate Acquisitions and the Operating Performance of Malaysian Companies. – *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 31, 359–400.
- Rao-Nicholson, R., Salaber, J., Cao, T.H. (2016). Long-term Performance of Mergers and Acquisitions in ASEAN Countries. – *Research in International Business and Finance*, Vol. 36, 373–387.
- Seth, A. (1990). Value Creation in Acquisitions: A Re-Examination of Performance Issues. – *Strategic Management Journal*, Vol. 11, No. 2, 99–115.
- Scherer, F.M. (1988). Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments. – *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, 69–82.
- Sharma, D. S., Ho, J. (2002). The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence. – *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 29, No. 1/2, 155–200.
- Shleifer, A., Vishny, R.W. (1988). Value Maximization and the Acquisition Process. – *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, 7–20.
- Singh, H. and C. A. Montgomery. (1987). Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance. – *Strategic Management Journal*, Vol. 8, 377–386.
- Tuch, C., O'Sullivan, N. (2007). The Impact of Acquisitions on Firm Performance: A Review of the Evidence. – *International Journal of Management Reviews*, Vol. 9, No. 2, 141–170.
- Vermeulen, F., & Barkema, H. (2001) Learning Through Acquisitions. – *Academy of Management Journal*, Vol. 44, 457–476.
- Vester, J. (2002). Lessons Learned About Integrating Acquisitions. – *Research Technology Management*, Vol. 45, 33–41.
- Yeh, T.-M., Hoshino, Y. (2002). Productivity and Operating Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu-related and Independent Mergers. – *Japan and The World Economy*, Vol. 14, 347–366.

## LISAD

### Lisa 1. T-testi koondtulemused

Analüüsitava ettevõtte	Tehingu aasta	Olulisuse tõenäosus, p		
		Δ brotokasumi marginaal	Δ ärikasumi marginaal	Δ varade tootlikkus (ROA)
Elmaksi Hulgikaubanduse AS	2013	0.620	0.015	0.035
AS Keskkonnateenused	2013	0.002	0.509	0.252
Graanul Invest AS	2012	0.908	0.160	0.040
CF&S Estonia AS	2012	0.214	0.006	0.000
Toode AS	2012	0.907	0.271	0.226
Skinest Grupp AS	2011	0.157	0.656	0.465
Viru Keemia Grupp AS	2011	0.567	0.926	0.584
Yaico AS	2010	0.093	0.156	0.567
BLRT Grupp AS	2010	0.036	0.052	0.074
ELKE Grupi AS	2009	0.261	0.385	0.334
Amserv Grupi AS	2009	0.226	0.014	0.056
Küttemaailm OÜ	2009	0.846	0.144	0.159
Tallinna Teede AS	2009	0.209	0.165	0.170
Tallinna Kaubamaja AS	2008	0.783	0.332	0.407
Maag Grupp AS	2008	0.705	0.594	0.391
Svensky Kaubanduse AS	2008	0.461	0.217	0.323
Ekspress Grupp AS	2007	0.184	0.231	0.100
Olympic Entertainment Group AS	2007	0.040	0.008	0.015
Tristafan OÜ	2007	0.063	0.159	0.093
Liviko AS	2007	0.001	0.003	0.016
BLRT Grupp AS	2007	0.187	0.867	0.941
Viru Keemia Grupp AS	2006	0.564	0.846	0.114
Eesti Talleks AS	2005	0.003	0.070	0.142
Stokker AS	2004	0.000	0.344	0.873

Allikas: Autori koostatud tabel, programmi *Gretl* tulemuste põhjal

## Lisa 2. Regressioonanalüüsi mudel 1

OLS, using observations 1-96

Dependent variable: EBITm

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>
const	0.0695574	0.019272	3.6092	0.0005 ***
M	-0.0155038	0.0272548	-0.5688	0.5708
T	-0.0326223	0.0272548	-1.1969	0.2344
MT	0.0189458	0.0385441	0.4915	0.6242
Mean dependent var	0.050231	S.D. dependent var		0.093806
Sum squared resid	0.820076	S.E. of regression		0.094413
R-squared	0.019006	Adjusted R-squared		-0.012983
F(3, 92)	0.594133	P-value(F)		0.620414
Log-likelihood	92.39180	Akaike criterion		-176.7836
Schwarz criterion	-166.5262	Hannan-Quinn		-172.6374

Allikas: Vähimruutude meetodil koostatud mudeli väljavõte programmist *Gretl*.

### Lisa 3. Normaaljaotuse test, mudel 1

Frequency distribution for uhat1, obs 1-96  
number of bins = 9, mean = -9.14344e-018, sd = 0.0944133

interval	midpt	frequency	rel.	cum.	
< -0.67265	-0.73070	1	1.04%	1.04%	
-0.67265 -	-0.55654	0	0.00%	1.04%	
-0.55654 -	-0.44044	0	0.00%	1.04%	
-0.44044 -	-0.32433	0	0.00%	1.04%	
-0.32433 -	-0.20822	0	0.00%	1.04%	
-0.20822 -	-0.092112	3	3.12%	4.17%	*
-0.092112 -	0.023996	63	65.62%	69.79%	*****
0.023996 -	0.14010	27	28.12%	97.92%	*****
>= 0.14010	0.19816	2	2.08%	100.00%	

Test for null hypothesis of normal distribution:  
Chi-square(2) = 276.680 with p-value 0.00000

Allikas: Normaaljaotuse testi väljavõte programmist *Gretl*.

## Lisa 4. White'i test, mudel 1

OLS, using observations 1-96

Dependent variable: uhat^2

Omitted due to exact collinearity: X2\_X3 X2\_X4 X3\_X4

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value
const	0.00147372	0.0110945	0.1328	0.8946
M	0.0247571	0.0156901	1.578	0.1180
T	0.000610084	0.0156901	0.03888	0.9691
MT	-0.0224594	0.0221891	-1.012	0.3141

Unadjusted R-squared = 0.035916

Test statistic:  $TR^2 = 3.447937$

with p-value =  $P(\text{Chi-square}(3) > 3.447937) = 0.327577$

Allikas: White'i testi väljavõte programmist *Gretl*.

## Lisa 5. Ramsey Reset testi tulemused, mudel 1

OLS, using observations 1-96

Dependent variable: EBITm

Omitted due to exact collinearity: yhat^2 yhat^3

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
const	0.0695574	0.0192720	3.609	0.0005	***
M	-0.0155038	0.0272548	-0.5688	0.5708	
T	-0.0326223	0.0272548	-1.197	0.2344	
MT	0.0189458	0.0385441	0.4915	0.6242	

Test statistic:  $F = 0.000000$

with p-value =  $P(F(2.92) > 6.2275e-015) = 1$

Allikas: Ramsey Reset testi väljavõte programmist *Gretl*

## Lisa 6. Multikollineaarsuse testimine Dispersiooni inflatsioonitegur-i VIF abil, mudel 1

Variance Inflation Factors  
Minimum possible value = 1.0  
Values > 10.0 may indicate a collinearity problem

M	2.000
T	2.000
MT	3.000

$VIF(j) = 1/(1 - R(j)^2)$ , where  $R(j)$  is the multiple correlation coefficient between variable  $j$  and the other independent variables

Allikas: Multikollineaarsuse testi väljavõte programmist *Gretl*



## Lisa 7. Regressioonanalüüsi mudel 2

OLS, using observations 1-96

Dependent variable: EBITm

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>
const	0.0809125	0.0240775	3.3605	0.0012 ***
M	-0.0155038	0.0256535	-0.6044	0.5472
T	-0.0275091	0.0257582	-1.0680	0.2885
MT	0.0189458	0.0362795	0.5222	0.6028
H2	-0.0264478	0.0230256	-1.1486	0.2539
H3	0.0417276	0.0272343	1.5322	0.1291
H4	0.0821184	0.0351466	2.3365	0.0218 **
H5	0.0104763	0.0303807	0.3448	0.7311
S	-0.0409057	0.0185635	-2.2035	0.0302 **
Mean dependent var	0.050231	S.D. dependent var		0.093806
Sum squared resid	0.687057	S.E. of regression		0.088866
R-squared	0.178127	Adjusted R-squared		0.102552
F(8. 87)	2.356964	P-value(F)		0.024092
Log-likelihood	100.8869	Akaike criterion		-183.7737
Schwarz criterion	-160.6946	Hannan-Quinn		-174.4447

Allikas: Vähimruutude meetodil koostatud mudeli väljavõte programmist *Gretl*.

## Lisa 8. Normaaljaotuse test, mudel 2

Frequency distribution for uhat1, obs 1-96  
number of bins = 9. mean = -1.8585e-017, sd = 0.0888662

interval	midpt	frequency	rel.	cum.	
< -0.62347	-0.67471	1	1.04%	1.04%	
-0.62347 - -0.52100	-0.57223	0	0.00%	1.04%	
-0.52100 - -0.41852	-0.46976	0	0.00%	1.04%	
-0.41852 - -0.31605	-0.36729	0	0.00%	1.04%	
-0.31605 - -0.21358	-0.26482	0	0.00%	1.04%	
-0.21358 - -0.11111	-0.16234	1	1.04%	2.08%	
-0.11111 - -0.0086342	-0.059870	27	28.12%	30.21%	*****
-0.0086342 - 0.093838	0.042602	62	64.58%	94.79%	*****
>= 0.093838	0.14507	5	5.21%	100.00%	*

Test for null hypothesis of normal distribution:  
Chi-square(2) = 378.004 with p-value 0.00000

Allikas: Normaaljaotuse testi väljavõte programmist *Gretl*.

## Lisa 9. White'i test, mudel 2

White's test for heteroskedasticity

OLS, using observations 1-96

Dependent variable: uhat^2

Omitted due to exact collinearity: X2\_X3 X2\_X4 X3\_X4

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value
const	0.00558584	0.0199848	0.2795	0.7807
M	-0.0149505	0.0272088	-0.5495	0.5845
T	0.00285636	0.0313653	0.09107	0.9277
MT	0.0155185	0.0429340	0.3615	0.7189
H2	-0.0144190	0.0287197	-0.5021	0.6172
H3	0.00310145	0.0375089	0.08269	0.9343
H4	0.00350431	0.0431218	0.08127	0.9355
H5	-0.00452042	0.0346453	-0.1305	0.8966
S	-0.0118379	0.0265401	-0.4460	0.6570
X2_X5	0.0615582	0.0364071	1.691	0.0954 *
X2_X6	-0.00724930	0.0440644	-0.1645	0.8698
X2_X7	-0.00714107	0.0549445	-0.1300	0.8970
X2_X8	0.0152076	0.0483955	0.3142	0.7543
X2_X9	0.0381525	0.0315119	1.211	0.2302
X3_X5	-0.00119985	0.0371556	-0.03229	0.9743
X3_X6	-0.00615736	0.0441096	-0.1396	0.8894
X3_X7	-0.00614341	0.0554508	-0.1108	0.9121
X3_X8	0.000206436	0.0571179	0.003614	0.9971
X3_X9	0.00112170	0.0312828	0.03586	0.9715
X4_X5	-0.0581020	0.0520087	-1.117	0.2679
X4_X6	0.0155126	0.0616402	0.2517	0.8021
X4_X7	0.00621907	0.0779622	0.07977	0.9367
X4_X8	-0.0199241	0.0674597	-0.2953	0.7686
X4_X9	-0.0372923	0.0434286	-0.8587	0.3935
X5_X9	0.0301134	0.0266067	1.132	0.2617
X6_X9	0.00135380	0.0324133	0.04177	0.9668
X7_X9	0.000959223	0.0394826	0.02429	0.9807
X8_X9	0.0109753	0.0481093	0.2281	0.8202

Unadjusted R-squared = 0.200526

Test statistic:  $TR^2 = 19.250522$ .

with p-value =  $P(\text{Chi-square}(27) > 19.250522) = 0.860693$

Allikas: White'i testi väljavõte programmist *Gretl*.

## Lisa 10. Ramsey Reset testi tulemused, mudel 2

OLS, using observations 1-96  
Dependent variable: EBITm

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value
const	0.0585281	0.0828966	0.7060	0.4821
M	-0.0114832	0.0318705	-0.3603	0.7195
T	-0.0195816	0.0408047	-0.4799	0.6325
MT	0.0142071	0.0424431	0.3347	0.7387
H2	-0.0191533	0.0335954	-0.5701	0.5701
H3	0.0269185	0.0613738	0.4386	0.6621
H4	0.0653617	0.119010	0.5492	0.5843
H5	0.00566074	0.0344683	0.1642	0.8699
S	-0.0295517	0.0484740	-0.6096	0.5437
yhat^2	7.69828	21.0069	0.3665	0.7149
yhat^3	-44.3605	100.428	-0.4417	0.6598

Test statistic:  $F = 0.114592$   
with p-value =  $P(F(2.85) > 0.114592) = 0.892$

Allikas: Ramsey Reset testi väljavõte programmist *Gretl*

## Lisa 11. Multikollineaarsuse testimine Dispersiooni inflatsioonitegur-i VIF abil, mudel 2

Variance Inflation Factors  
Minimum possible value = 1.0  
Values > 10.0 may indicate a collinearity problem

M	2.000
T	2.016
MT	3.000
H2	1.332
H3	1.252
H4	1.147
H5	1.227
S	1.045

$VIF(j) = 1/(1 - R(j)^2)$ , where  $R(j)$  is the multiple correlation coefficient between variable  $j$  and the other independent variables

Allikas: Multikollineaarsuse testi väljavõte programmist *Gretl*

## Lisa 12. Ülevaade analüüsi kaasatud tehingutest

Tehingu aasta	Omandatav ettevõte	Varade maht tehingule eelneval aastal (€000)	Omandatava osaluse suurus	Omandaja	Analüüsitava ettevõtte	Varade maht tehingule eelneval aastal (€000)	Analüüsitava ettevõtte majandusharu	Kommentaar
2013	Expert Estonia AS	1,273	100%	Elmaksi Hulgikaubanduse AS	Elmaksi Hulgikaubanduse AS	9,241	Kaubandus	-
2013	Radix Hoolduse OÜ	1,079	100%	Keskonnateenused AS	Keskonnateenused AS	12,316	Muu	-
2012	Flex Heat Eesti OU	508	100%	Pellets AS	Graanul Invest AS (endine Pellets AS)	193,442	Kaubandus	-
2012	Transexpedicija LV	4,427	100%	CF&S Estonia AS	CF&S Estonia AS	18,367	Teenused	Piiriülene
2012	JanLa Oy	2,201	100%	Toode AS	Toode AS	11,242	Tööstus	Piiriülene
2011	Balti Realiseerimiskeskus OÜ	2,656	50%	Skinest Grupp AS	Skinest Grupp AS	125,124	Teenused	-
2011	AS Kohtla-Jarve Soojus	20,737	59.20%	VKG Energia OU	Viru Keemia Grupp AS (emaettevõtte)	313,259	Tööstus (Energia-tööstus)	Peale omandamist oli osalus 100%
2010	Aeroc International AS	111,158	90%	Yaico AS	Yaico AS	1,219	Tööstus	Peale omandamist oli osalus 100%

Allikas: Autori koostatud

## Lisa 12 järg

Tehingu aasta	Omandatav ettevõte	Varade maht tehingule eelneval aastal (€000)	Omandatava osaluse suurus	Omandaja	Analüüsitava ettevõte	Varade maht tehingule eelneval aastal (€000)	Analüüsitava ettevõtte majandusharu	Kommentaar
2010	Baltija Shipbuilding Yard AB; UAB Baltic Engineering Centre	-	100%	BLRT Grupp AS	BLRT Grupp AS	295,918	Tööstus	Piiriülene
2009	Mustakivi Auto AS	8,122	100%	ELKE Grupi AS	ELKE Grupi AS	53,361	Kaubandus	-
2009	Korea Auto AS	4,351	100%	Amserv Grupi AS	Amserv Grupi AS	43,604	Kaubandus	-
2009	AS Küte ja EHITUS	1,172	100%	Küttemaailm OÜ	Küttemaailm OÜ	1,687	Kaubandus	-
2009	AS Vooremaa Teed	2,042	100%	Tallinna Teede AS	Tallinna Teede AS	11,563	Teenused	-
2008	ABC King AS	4,849	100%	Tallinna Kaubamaja AS	Tallinna Kaubamaja AS	212,742	Kaubandus	-
2008	AS Farmi Piimatoostus (Rakvere Piim AS)	7,445	100%	MAAG Piimatoostus AS	Maag Grupp AS (emaettevõtte)	42,260	Tööstus	-
2008	AS Grape	2,056	100%	Svensky Kaubanduse AS	Svensky Kaubanduse AS	9,728	Kaubandus	-

Allikas: Autori koostatud

## Lisa 12 järg

Tehingu aasta	Omandatav ettevõte	Varade maht tehingule eelneval aastal (€000)	Omandatava osaluse suurus	Omandaja	Analüüsitava ettevõte	Varade maht tehingule eelneval aastal (€000)	Analüüsitava ettevõtte majandusharu	Kommentaar
2007	AS Delfi	-	100%	Ekspress Grupp AS	Ekspress Grupp AS	42,588	Muu	-
2007	Kristiine Kasiino AS	3,641	100%	Olympic Entertainment Group AS	Olympic Entertainment Group AS	147,585	Teenused	-
2007	AS Oskar LT	3,141	100%	Tristafan OÜ	Tristafan OÜ	56,337	Muu	-
2007	L.I.O.N. & KO	-	100%	Liviko AS	Liviko AS	22,667	Tööstus	Piiriülene
2007	Turun Korjaustelakka Oy	-	100%	BLRT Grupp AS	BLRT Grupp AS	207,138	Tööstus	Piiriülene
2006	AS Narva Elektrivõrk	15,478	100%	VKG Elektrivõrgud OÜ	Viru Keemia Grupp AS (emaettevõte)	103,506	Tööstus (Energia-tööstus)	-
2005	Saksa Auto AS	14,330	50%	Eesti Talleks AS	Eesti Talleks AS	23,814	Kaubandus	Peale omandamist oli osalus 100%
2004	Agribalt Latvia; Agribalt AS	-	100%	Merco AS	Stokker AS (endine Merco AS)	13,321	Kaubandus	Kodumaine ja piiriülene

Allikas: Autori koostatud