

**FACULTY OF ECONOMICS AND BUSINESS  
ADMINISTRATION, UNIVERSITY OF OULU  
WORKING PAPERS**

---

**No. 28**

---

*Juha-Pekka Kallunki  
Janne Peltoniemi  
Elina Pyykkö*

**SUOMALAISTEN PÖRSSIYHTIÖIDEN OSTOT ULKOMAILLE**

*Ulkomaiseen hallintaan siirtymisten  
taloudellisia syitä ja seurauksia*

---



UNIVERSITY of OULU  
OULUN YLIOPISTO

**OULU 2009**

Juha-Pekka Kallunki  
Janne Peltoniemi  
Elina Pyykkö

Laskentatoimen ja rahoituksen laitos  
Taloustieteiden tiedekunta  
Oulun yliopisto

Department of Accounting and Finance  
Faculty of Economics and Business Administration  
University of Oulu

Osoite: PL 4600  
90401 Oulu, Finland

Puhelin: +358 8 537 2956 Kallunki

Telefax: +358 8 553 2906

e-mail: juha-pekka.kallunki@oulu.fi

ISBN 978-951-42-9101-2  
ISSN 1459-8418  
ISBN 978-951-42-9102-9 ELEKTRONINEN VERSIO  
Oulu University Press  
April 2009

## **ESIPUHE**

Onko suomalaisia pörssiyrityksiä myyty ulkomaiseen omistukseen liian matalalla hinnalla? Onko Suomi menettänyt parhaimmassa taloudellisessa kunnossa olevia yrityksiään ulkomaille? Siirtyvätkö työpaikat suomesta ulkomaille näissä yrityskaupoissa? Mm. näihin kysymyksiin haetaan vastauksia tässä Juha-Pekka Kallungin, Janne Peltoniemen ja Elina Pyykön tekemässä tutkimuksessa. Julkisessa keskustelussa on kannettu paljon huolta suomalaisen osaamisen ja työpaikkojen siirtymisestä ulkomaiseen omistukseen kansainvälisten yrityskauppojen myötä. Vuoden 2008 lopussa alkanut taluskriisi on laskenut suomalaistenkin yritysten osakekurseja huomattavasti, mikä on entisestään lisännyt huolia suomalaisten pörssiyritysten siirtymisestä ulkomaiseen omistukseen. Tutkittua tietoa näiden yrityskauppojen syistä ja seurauksista ei vielä kuitenkaan juuri ole. Tutkimuksemme pyrkii täyttämään tätä aukkoa hakemalla vastauksia edellä esitettyihin kysymyksiin.

Kiitämme tutkimuksellemme saamastamme hyödyllisestä palautteesta Jaakko Niemelää, Olli Riikkalaa, Sirkka-Liisa Roinetta, Jukka Ruuskaa ja Petri Sahlströmiä. Kiitämme myös Suomen Pörssisäätiötä saamastamme taloudellisesta tuesta tutkimuksemme loppuunsaattamiseksi.

Oulussa, 31.3.2009

Professori Juha-Pekka Kallunki

KTT Janne Peltoniemi

Tutkija Elina Pyykkö

## TIIVISTELMÄ

Tässä tutkimusraportissa tarkastellaan kaikkia vuosina 1998–2007 ulkomaiseen omistukseen lunastettuja suomalaisia pörssiyhtiöitä. Raportissa selvitetään yrityskauppoihin johtaneita taloudellisia ja muita syitä, arvioidaan yhtiöistä maksettujen kauppahintojen tasoa sekä selvitetään ostettujen yhtiöiden toiminnan jatkumista Suomessa yrityskaupan jälkeen. Raportin avulla pyritään erityisesti vastaamaan kysymykseen, onko yrityskauppa ollut oikea ratkaisu tarkastelemalla niin yhtiön kasvun, kannattavuuden kuin markkina-arvonkin kehitystä ennen yrityskauppaa ja vertaamalla tätä kehitystä yhtiön kyseisellä hetkellä kohtaamiin toimialan ja suhdanteiden muutoksiin.

Yrityskaupoille voidaan nimetä lähes yhtä monta motiivia kuin on yrityskauppojakin. Useiden yrityskauppojen syynä on ollut sekä kohdeyrityksen että ostajan tarve parantaa kilpailukykyään kansainvälisen kumppanin avulla. Monet suomalaisyritykset kärsivät toimialansa rakennemuutoksista, jolloin ulkomaiset ostajat saivat tilaisuuden hankkia yhtiöitä haltuunsa. Osa suomalaisista yrityksistä onnistui rakentamaan menestyvää liiketoimintaa kehittyville markkinoille, ja ulkomainen ostaja otti yritysostolla haltuunsa tämän liiketoiminnan. Joidenkin suomalaisten pörssiyritysten ostoa osaksi ulkomaista suurta konsernia motivoi puolestaan suomalaisyrityksen vahva tuotekehitysosaaminen ja kehittynyt teknologia. Yleensä yrityskauppojen keskeisenä motiivina on ollut joko toimialan ja suhdanteiden muutosten sanelema molempien yhtiöiden halu muodostaa suurempia kokonaisuuksia tai ostajayhtiön halu saada haltuunsa kohdeyrityksen markkina-asema joko kotimaassa tai kansainvälisesti.

Tutkimuksen tulosten mukaan ulkomaille ostetut suomalaiset pörssiyhtiöt ovat olleet keskimäärin kasvavia ja hyvin kannattavia. Yhtiöistä maksetut hinnat ovat myös olleet kohtuullisia suhteutettuna yhtiöiden taloudelliseen tilanteeseen. Lähes kaikkia tässä tutkimuksessa tarkasteltuja yrityskauppoja on yhdistänyt ostajan tarkoitus jatkaa toimintaa Suomessa tehostamalla ja kehittämällä ostetun yrityksen liiketoimintoja hyödyntämällä ostajan omia resursseja ja osaamista. Useissa tapauksissa tämä on luonnollisesti tarkoittanut suomalaisen henkilöstön vähentämistä. Suomessa yrityskaupan jälkeen toimintansa lopettaneiden yhtiöiden taloudellinen tila oli kuitenkin jo ennen yrityskauppaa heikko. Monissa tapauksissa suomalaisen yhtiön olisi todennäköisesti joka tapauksessa pitänyt tehostaa toimintaansa mm. irtisanomisin. Tutkimuksessa tarkastellut yrityskaupat vaikuttavat siis keskimäärin suomalaisen kohdeyrityksen omistajien kannalta kannattaviksi transaktioiksi. Monissa tapauksissa ulkomaiset ostajat ovat yrityskaupan jälkeen laajentaneet ostamansa yhtiön toimintaa Suomessa.

Yritysten kansainvälistyminen on useilla toimialoilla väistämätöntä ja suomalaisten rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen hyödyttää sekä suomalaisia yrityksiä että sijoittajia. Monet ulkomaiseen omistukseen lopulta lunastetuista pörssiyhtiöistä olivat jo ennen yrityskauppaansa merkittävältä osin ulkomaalaisomistuksessa, mikä oli jo jopa vuosia vaikuttanut yhtiöiden toimintaan ja talouteen. Suomalaisyhtiöiden lunastukset ulkomaiseen omistukseen ovatkin usein olosuhteiden sanelema päätöksiä.

# SISÄLLYSLUETTELO

<b>ESIPUHE</b> .....	<b>2</b>
<b>TIIVISTELMÄ</b> .....	<b>3</b>
<b>1. JOHDANTO</b> .....	<b>6</b>
1.1.    Suomalaisten pörssiyritysten ostot ulkomaille .....	6
1.2.    Tutkimuksen tarkoitus .....	8
<b>2. YRITYSKAUPAT</b> .....	<b>9</b>
2.1.    Taustaa ja katsaus kirjallisuuteen .....	9
2.2.    Tutkimuksen aineisto.....	11
2.3.    Kohdeyritysten taloudellinen tila ennen yrityskauppaa .....	18
2.3.1.    Liikevaihdon kehitys .....	18
2.3.2.    Kannattavuuden kehitys .....	20
2.3.3.    Osaketuottojen kehitys .....	22
<b>3. KAUPPAHINTA</b> .....	<b>25</b>
3.1.    Yrityskauppapreemiot .....	25
3.2.    Kauppahinta suhteessa kurssikehitykseen .....	28
3.3.    P/B- ja P/E-luvut.....	36
<b>4. YHTEISKUNNALLISET VAIKUTUKSET</b> .....	<b>39</b>
4.1.    Liikevaihto, verot, investoinnit ja henkilöstö .....	39
4.2.    Kohdeyritysten saamat Tekes-tuet .....	41
<b>5. YRITYSKAUPAN JÄLKEINEN KEHITYS</b> .....	<b>43</b>
<b>6. YRITYSKAUPPOJEN SYISTÄ JA SEURAUKSISTA</b> .....	<b>50</b>
<b>7. JOHTOPÄÄTÖKSET</b> .....	<b>54</b>

# 1. JOHDANTO

## 1.1. Suomalaisten pörssiyritysten ostot ulkomaille

Kuluvan vuosikymmenen aikana Helsingin pörssistä on yrityskauppojen seurauksena poistunut useita yrityksiä. Monet näistä yrityksistä ovat siirtyneet ulkomaalaisten kilpailijoidensa omistukseen, jolloin ostettujen yritysten pääkonttoritoiminnot ja tuotanto ovat siirtyneet ulkomaille osittain tai jopa kokonaan. Nämä yrityskaupat ovat herättäneet runsaasti keskustelua ja huolta mm. suomalaisen osaamisen ja työpaikkojen siirtymisestä ulkomaiseen omistukseen. On myös esitetty, että monet näistä yrityskaupoista toteutettiin liian matalalla kauppahinnalla, kun otetaan huomioon ostettujen yhtiöiden kasvumahdollisuudet, osaaminen ja markkina-asema. Myös yhteiskunnan menettämät verotulot, tuotekehityspanostukset ja yritysoston työllisyysvaikutukset on usein tuotu esille näissä keskusteluissa.

Kansainvälisten yrityskauppojen taustalla on usein ostavan yrityksen motiivi hyödyntää ostetun yrityksen kotimaan olosuhteita ja resursseja. Kohdeyritys on hyötynyt kotimaansa toimintaympäristöstä ja sen tuottamasta osaamisesta omassa teknologiassaan, mitä ulkomainen ostaja haluaa hyödyntää omassa liiketoiminnassaan. Esimerkiksi ostokohteen kotimaan suuri panostus tutkimus- ja kehitystoimintaan on yksi merkittävä vaikuttaja teknologiayritysten houkuttelevuuteen ulkomaisten ostajien näkökulmasta.

Usein kansainvälisten yrityskauppojen taustalla on myös tarve muodostaa suurempia kansainvälisiä yrityskokonaisuuksia. Toimialajärjestelyjen avulla yritykset saavat kilpailuetuja, kuten yhdistämisestä syntyviä skaalaetuja. Ulkomainen ostaja on usein myös kiinnostunut uudesta markkina-alueesta, jossa kotimainen yhtiö on osaamisellaan muodostanut hyvän aseman. Tällöin yritysoston tavoitteena on hyötyä kotimaisen kohdeyrityksen osaamisesta ja teknologiasta, mutta samalla tavoitella laajentumista uusille markkinoille.

Ostajan motiiveihin vaikuttaa tietysti myös kohdeyrityksen taloudellinen tila. Heikossa taloudellisessa asemassa oleva muutenkin kiinnostava yhtiö saattaa kiinnostaa ulkomaista ostajaa, joka tunnistaa tilaisuuden päästä hyötymään yrityskaupan tuomista

eduista edullisella ostohinnalla. Tällaisten yrityskauppojen motiivina ei ehkä ole käyttää ostokohteen osaamista tai teknologiaa, vaan vallata tämän markkina-alueita ja tuotantolaitoksia. Yritystoston motiivia selittää sen edullisuus eikä niinkään pyrkimys kehittää kohdeyrityksen toimintoja ja osaamista yhteisen suuremman konsernin sisällä. Kuten Puttonen (2004) toteaa, yrityskauppa on tällaisissa tilanteissa lyhyellä aikavälillä huono uutinen tehotoman kohdeyrityksen johdolle ja osalle henkilöstöä, mutta jäljelle jääville työntekijöille ja muille yrityksen sidosryhmille uutinen on hyvä. Tämä siksi, että yrityskauppa mahdollistaa yrityksen kannattavuuden ja sitä kautta kasvun sen sijaan, että yritys pikku hiljaa tehottomuuttaan häviäisi markkinoilta kokonaan. Vaikka ulkomaiset omistajat ovat kotimaisia omistajia valmiimpia sulkemaan ulkomaisen tytäryhtiönsä, heillä ei ole syytä menetellä näin, jos tytäryhtiön liiketoiminta on menestyksellistä.

Yritysten kansainvälisen omistuksen vapauduttua vuonna 1993 alkoi ulkomaisen omistuksen nopea kasvu suomalaisissa yrityksissä. Samalla osakemarkkinoiden merkitys yritysten rahoituksessa voimistui kun pääomaa pystyttiin siirtämään sinne, missä niiden käyttö on tehokkainta. Helsingin Pörssistä tuli sekä ulkomaisten sijoittajien omistuksen määrällä että ulkomaisten arvopaperivälittäjien markkinaosuudella mitattuna yksi maailman kansainvälisimmistä pörseistä. Samalla alkoi näkyä merkkejä siitä, että kansainvälisesti mitattuna pienen pörssin likviditeetti oli liian pientä. Tämä johti siihen, että markkinat eivät pystyneet toimimaan tehokkaasti ja tästä syystä ulkomaisten ostajien näkökulmasta jotkut suomalaiset osakkeet olivat alihinnoiteltuja. Tämä antoi ulkomaisille yrityksille mahdollisuuden tarjota kiinnostavista yrityksistä hintaa, joka kohdeyrityksen kotimaisten omistajien silmissä oli kohtuullisen korkea. Helsingin Pörssin siirtymisellä osaksi suurempaa pohjoismaista pörssiä vuoden 2004 alussa pyrittiinkin helpottamaan mm. likviditeetti-ongelmaa ja mahdollista alihinnoitteluongelmaa.

Kansainväliseen yrityskauppahinnoitteluun vaikuttaa siis muun muassa kotimaisten markkinoiden arvostustaso, kohdeyrityksen taloudellinen tilanne, yrityksen toimialan muutosvaiheet, tuotekehitysintensiivisyys ja markkina-asema. Myös kohdeyrityksestä samanaikaisesti tehtyjen kilpailevien tarjousten olemassaolo vaikuttaa luonnollisesti kohdeyrityksen hintaan positiivisesti. Lukuisat kansainväliset tutkimukset ovat myös osoittaneet, että kohdeyritysten osakkeenomistajat hyötyvät enemmän kansainvälisistä kuin kotimaisista yrityskaupoista. Tämä johtuu muun muassa siitä, että ostava yritys ei vielä tunne kohdeyrityksen kotimaisia markkinoita eikä ole päässyt hyötymään niistä.

Saadakseen omistuksen osakekantaan ulkomainen ostaja saattaa ajautua tarjoamaan kohdeyrityksestä suurempaa hintaa kuin kotimainen ostaja joka jo toimii kyseisillä markkinoilla.

## 1.2. Tutkimuksen tarkoitus

Tässä tutkimushankkeessa tarkastellaan suomalaisten yhtiöiden pörssistä poistumiseen johtaneiden yrityskauppojen syitä, poistuneiden yritysten taloudellista tilannetta ja arvostustasoja ulkomaisen ostajan yhtiöstä tekemän tarjouksen julkaisemishetkellä, yhteiskunnan tekemiä panostuksia näihin yrityksiin ja niiden liiketoimintojen kohtaloa yrityskaupan jälkeen. Tutkimuksella haetaan erityisesti vastausta seuraaviin tutkimuskysymyksiin:

1. Millaisella kauppahinnalla suomalaisia pörssiyrityksiä on ostettu? Ovatko suomalaisen kohdeyrityksen osakkeenomistajat saaneet riittävän suuren kompensaaion menetetyistä tulevista voitoista ja yhteiskunta panostuksestaan?
2. Millainen taloudellinen menestys ostetuilla yrityksillä on ostohetkellä ollut takana? Mikäli yrityksen taloudellinen tilanne on ollut ostohetkellä hyvä, onko mahdollista nimetä muita tekijöitä, jotka johtivat myyntipäätökseen?
3. Millaisia yhteiskunnallisia vaikutuksia (investoinnit, työllisyys ja yhteiskunnan tuet) yrityskaupalla on ollut Suomeen?
4. Miten suomalaisen kohdeyrityksen siirtyminen ulkomaiseen omistukseen on vaikuttanut yhtiön kaupanjälkeiseen toimintaan Suomessa? Yhtiöiden johdon, hallituksen jäsenten ja muiden edustajien lausuntoja ja pörssitiedotteita tutkimalla voidaan tarkastella yhtiöiden toimintaa Suomessa yrityskaupan jälkeen.



## 2. YRITYSKAUPAT

### 2.1. Taustaa ja katsaus kirjallisuuteen

Yrityskaupat ovat yksi yritysten tärkeimmistä strategisen kasvun välineistä. Teknologioiden kehitys ja globalisaatio ovat lisänneet yrityskauppojen ja erityisesti kansainvälisten yrityskauppojen suosiota. Viime vuosikymmenen lopulla niiden määrä kasvoi merkittävästi. Vaikka kansainvälisten yrityskauppojen dynamiikka on pääasiassa samanlainen kuin kansallisten yrityskauppojen, erityisiä haasteita syntyy ostajan ja ostokohteen maiden kansantalouksien, lainsäädännön ja kulttuurien välisten erojen vuoksi. Kansainvälisiä yrityskauppoja voidaan käyttää niin uusien markkinoiden saavuttamiseksi kuin myös yrityksen olemassa olevien tuotteiden markkinoiden laajentamiseksi. Ulkomaisten yritysten ostot tarjoavat ostaville yrityksille myös hyvän tilaisuuden hankkia uutta tietoa ja osaamista (Shimizu et al. 2004).

Kansainvälisistä suorista investointeja käsittelevän teorian mukaan (Eng. Foreign direct investment) monikansalliset yritykset voivat hyötyä maan markkinoiden tai järjestelmän puutteellisuudesta kun sitä vastoin kansalliset yritykset kärsivät niistä. Samoista syistä kansainväliset yrityskaupat tuottavat todennäköisemmin enemmän hyötyä kuin kansalliset yrityskaupat, sillä ulkomainen yritys voi siirtää tehottomista markkinoista kärsineen toiminnan tehokkaampaan ympäristöön tai vakauttaa toimintaa hajauttamalla riskiä kansainvälisesti. Aikaisemmat tutkimukset ovat esittäneet myös uusien markkinaosuuksien saavuttamisen, vaihtokurssivaikutusten ja yritysjohtollisten tekijöiden tuovan kansainvälisille yrityskaupoille enemmän hyötyä kuin kansallisille yrityskaupoille (Danbolt 2004). Näistä syistä johtuen ulkomaiset ostajayritykset saattavat olla myöntyväisiä maksamaan suurempia kauppahintoja kohdeyrityksistä kuin kotimaiset ostajat.

Aikaisemmat tutkimustulokset osoittavat, että yritykset ostavat usein ulkomaisia yrityksiä pyrkiäkseen hyötymään ostokohteen kotimaan erilaisesta toimintaympäristöstä omassa liiketoiminnassaan. Tästä johtuen tietyissä maissa sijaitsevat yritykset ovat erityisen suosittuja kansainvälisten yrityskauppojen kohteita. Lehto ja Böckerman (2004) tutkivat mm. kansainvälisissä yrityskaupoissa kohteina olleiden suomalaisten yritysten ominaisuuksia. Heidän tulokset osoittavat, että ulkomaiset yritykset hankkivat

Suomesta hieman iäkkäämpiä yrityksiä verrattuna kotimaisiin yrityskauppoihin. Yhtenä selityksenä tälle he esittävät sen, että iäkkäämmistä yrityksistä on saatavissa enemmän julkista informaatiota, joka helpottaa ostokohteen monitorointia. Ulkomaalaisten yritysten ostamat kotimaiset yritykset ovat myös suurempia kuin kotimaisten yrityskauppojen kohteet. Erityisen mielenkiintoista on, että sekä ostavan että kohdeyritysten hallussa olevien patenttien määrä kasvaa jyrkästi kun siirrytään kansallisista yrityskaupoista kansainvälisiin yrityskauppoihin. Kohdeyritysten ominaisuuksien kohdalla yksi tärkeimmistä havainnoista on, että huomattavat investoinnit T&K-toimintaan kasvattavat todennäköisyyttä, että yritys tulee ulkomaisen yrityksen ostamaksi. Teknologioiden yhteen saattaminen ja tästä saatavat synergiat ovat siis tärkeä tekijä sellaisissa kansainvälisissä yrityskaupoissa, joissa kohteena on ollut suomalainen yritys. Toisaalta Ylä-Anttila, Ali-Hyrkkö ja Nyberg (2005) esittää, että useat yrityskaupat ovat seurausta kohdeyrityksen heikentyneestä taloudellisesta tilanteesta. Tällaisissa tilanteissa motiivina kansainväliselle yrityskaupalle on usein tilaisuus hyötyä eroista yritysten toiminnassa maiden välillä (Ylä-Anttila et al., 2005).

Mielenkiintoinen tutkimuskysymys onkin, miten kohdeyritykset hyötyvät tällaisista yrityskaupoista, jos hyötyvät? Tällaisessa tapauksessa kansainvälisillä yrityskaupoilla on merkittävä vaikutus myös tiettyjen ominaisuuksiensa puolesta kiinnostavia kohdeyrityksiä omaavien maiden kansantalouteen. Vastoin yleistä käsitystä, kansainväliset tutkimustulokset osoittavat, että ulkomaisessa omistuksessa olevat yritykset ovat kannattavampia kuin vain kotimaisessa omistuksessa olevat (Ylä-Anttila et al. 2005). Tällaisia eroja on löydetty sekä maittain että toimialoittain. Esim. Kimura ja Kiyota (2004) ja Fukao ja Murakami (2005) ovat todenneet, että ulkomaisten yritysten omistamat Japanilaiset yritykset ovat tehokkaampia ja kannattavampia kuin kotimaisten yritysten omistamat.

Suomen kontekstissa tällaista tarkastelua on tehty yllättävän vähän, kun ottaa huomioon lisääntyneet suomalaisten yritysten lunastukset ulkomaiseen omistukseen. Yrityskaupoista aiheutuviin eroihin yritysten toiminnan tehokkuudessa perehtyvät tutkimukset ovat yleensä keskittyneet taloudellisiin vaikutuksiin sekä kasvuun ja tehokkuuteen. Ylä-Anttila et al. (2005) tarkastelevat liiketoiminnan, omistuksen ja yritysjohtoon globalisaation vaikutuksia yritysten tavoitteisiin ja toimintaan. Heidän tuloksensa ovat linjassa aikaisempien muista maista saatujen tutkimustulosten kanssa osoittamalla, että ulkomaisessa omistuksessa olevat suomalaiset yritykset ovat taloudellisesti kannattavampia ja tehokkaampia kuin suomalaisessa omistuksessa olevat

suomalaiset yritykset. Ylä-Anttila et al. (2005) selittävät tätä eroa suomalaisomisteisten ja ulkomaalaisomisteisten yritysten tavoitteiden eroavaisuuksilla. Heidän tuloksensa osoittavat, että ulkomaalaisomisteiset yritykset ovat suomalaisomisteisiä yrityksiä enemmän keskittyneitä asiakkaisiinsa, kasvuun ja osakkeenomistajien hyötyjen maksimointiin.

Kotimaisen yrityksen poistuttua pörssistä ulkomaalaiseen omistukseen siirtymisen myötä voi kotimaan kansantalous kuitenkin hyötyä yrityskaupasta mikäli yrityksen toiminta jää kotimaahan. Kohdeyritys saattaa hyötyä merkittävästi suuren kansainvälisen emoyhtiön markkinoista, jakelukanavista ja myyntiverkostosta sekä toimintojen yhdistämisen tuloksena tehostuneista toiminnoista. Suurella emoyhtiöllä on myös paremmat resurssit halutessaan investoida kohdeyrityksen kotimaahan, millä taas voi olla työvoimaa lisäävät vaikutukset. Joissakin tapauksissa siirtyminen osaksi suurta kansainvälistä konsernia voi olla parempi vaihtoehto kuin jäädä itsenäiseksi yritykseksi, ja mahdollisesti jäädä suuren konsernin pieneksi kilpailijaksi. Usein yrityskaupan kohteiksi joutuneet yritykset toimivat voimakkaasti kasvavilla toimialoilla, jotka käyvät läpi merkittäviä rakennemuutoksia. Näihin rakennemuutoksiin vastatakseen yritykset joutuvat hakemaan kansainvälistä kasvua, johon pienemmät yhtiöt tarvitsevat isompien yhtiöiden tukea.

## 2.2. Tutkimuksen aineisto

Tutkimuksessa tarkastellaan 22 vuosina 1998–2007 toteutettua yrityskauppaa, joissa ulkomaalainen yritys on hankkinut enemmistöomistuksen suomalaisesta listatusta yrityksestä, mikä on johtanut lopun osakekannan lunastamiseen ja kohdeyrityksen pörssilistalta poistumiseen. Tiedot yrityskaupoista on kerätty käyttäen OMX Markkinatutkimusaineistoa, Thomson SDC, Thomson Worldscope ja Thomson Datastream -tietokantoja sekä yhtiöiden pörssitiedotteita.

Tutkimusaineistoon kuuluvat yrityskaupat on raportoitu taulukossa 1. Yrityskaupat painottuvat toisaalta vuosille 2002–2003, jolloin 2000-luvun alun pörssinotkahdus oli juuri taittumassa ja toisaalta vuodelle 2007, jolloin pörssikurssit olivat vahvassa nousussa. Kohdeyrityksistä lähes puolella liiketoiminnot kuuluivat palvelusektorille ja hieman yli puolella tuotantosektorille. Tämä osoittaa, että ulkomaisten ostajayritysten motiivit suomalaisen yrityksen hankkimiseksi omistukseensa vaihtelevat mahdollisesti

kohdeyrityksen kotimaahan sidotun osaamisen hyödyntämisestä ostajayrityksen toiminnassa aina kohdeyrityksen valmiin teknologian ja tuotannon hankkimiseen omaan omistukseen ja mahdollisesti sen siirtämiseen toiseen maahan. Mielenkiintoista onkin, että palvelusektoriin kuuluvien kohdeyritysten ostajista suurin osa on pohjoismaisia yrityksiä, kun taas tuotantosektoriin kuuluvien kohdeyritysten ostajista vain kolmasosan kotimaa on pohjoismaissa. Kohdeyrityksistä 15 on ostettu EU/ETA alueen sisältä.

*Taulukko 1. Ulkomaille myydyt suomalaiset pörssiyritykset 1998-2007.*

<b>Kohdeyritys</b>	<b>Kohdeyrityksen toimiala</b>	<b>Yritystoston julkistuspäivä</b>	<b>Ostaja</b>	<b>Ostajan kotimaa</b>
Starckjohann Oyj	Tukkukauppa	4.5.1998	Trelleborg Ab	Ruotsi
Cultor Oyj	Elintarvike	1.3.1999	Danisco A/S	Tanska
Merita Oyj	Rahoitus, sijoitus	20.9.1999	Nordbanken Holding Ab	Ruotsi
Sanitec Oyj	Rakennusaine	26.4.2001	BC Partners	UK
Hartwall Oyj	Elintarvike	14.2.2002	Schottish and Newcastle PLC	UK
Sonera Oyj	Telepalvelu	26.3.2002	Telia Ab	Ruotsi
Silja Oyj	Kuljetus, huolinta	20.6.2002	Sea Containers Ltd	Bermuda
Instrumentarium Oyj	Moniala	18.12.2002	General Electric Co	USA
Hex Oyj	Rahoitus, välitys	20.5.2003	OM Ab	Ruotsi
Eimo Oyj	Kemia, muovi	21.8.2003	Foxxconn Finland Ab	Taiwan
Janton Oyj	Viestintä	12.8.2003	BA Capital Management Europe	USA
Tamro Oyj	Lääkeala	3.9.2003	Phoenix International Beteiligungs GmbH	Saksa
Polar Kiinteistöt Oyj	Rahoitus, sijoitus	1.10.2003	IVG Immobilien AG	Saksa
Novo Oyj	Tietotekniikka	29.10.2003	WM-Data AB	Ruotsi
Hackman Oyj	Moniala	25.11.2003	Ali SpA	Italia
Chips Oyj	Elintarvike	8.11.2004	Orkla ASA	Norja
FIM Group Oyj	Rahoitus, sijoitus	5.2.2007	Glitnir Bank Hf	Islanti
Evox Rifa Group Oyj	Elektroniikka	19.2.2007	Kemet Electronics Co	USA
Puuharyhmä Oyj	Virkistys	2.3.2007	Aspro Ocio SA	Espanja
eQ Oyj	Rahoitus, sijoitus	22.5.2007	Straumur-Burdaras Investment Bank	Islanti
Kemira Growhow Oyj	Kemia, lannoite	24.5.2007	Yara International ASA	Norja
Perlos Oyj	Kemia, muovi	13.8.2007	Lite-On Technology Corp	Taiwan

Tarkasteltavissa yrityskaupoissa ensimmäisessä ostokohteena oli *Starckjohann Oyj*, joka oli juuri kauppaa edeltävänä vuotena irtautunut velkasaneerauksesta. Yrityssaneerauksessa tehtyjen liiketoimintojen karsimisen jälkeen Starckjohann oli vielä monialainen yhtiö neljällä päätoimialallaan, joita olivat rakennus- ja sisustustarvikekauppa, teräskauppa, lvi-kauppa ja autokauppa. Ostaja Trelleborg Ab piti Suomea erinomaisena astinlautana Baltian maihin ja Venäjälle, mutta yritysten välisiä synergioita odotettiin syntyvän erityisesti teräs- ja lvi-liiketoiminnoissa.

Useat tarkasteltavat yrityskaupat perusteltiin toimialan rakennemuutoksilla, joihin tulisi vastata laajentamalla kansainvälisesti. Tähän monet suomalaisyritykset tarvitsivat suuremman yhtiön tukea. *Cultor Oyj* oli jo vuosia kartoittanut erilaisia yhteistyövaihtoehtoja, joista tämän ostajaksi lopulta noussut Danisco A/S oli ollut yksi vaihtoehto. Cultor yritti kasvaa voimakkaasti ja keskittyä uusiin ydinliiketoiminta-alueisiin. Se oli kuitenkin elintarvikealan konserni, jolla oli useita eri liiketoimintoja. Cultor pyrki eroon huonosti kannattavista liiketoiminnoista, mutta yhtiö osoittautui liian pieneksi kansainväliseen kilpailuun. Cultorin myymisen tanskalaiselle Daniscolle koettiin turvaavan sokeriteollisuuden säilyminen Suomessa pidempään kuin Cultorin jatkaessa yksinään.

Myös *Hartwall Oyj*:n kauppaa perusteltiin vuonna 2002 sillä, että juomateollisuuden rakennemuutos jättäisi suomalaisyhtiön jalkoihinsa ilman suuremman yhtiön tukea. Kuten Starckjohannin ostaja muutamaa vuotta aikaisemmin, Hartwallin ostaja Scottish & Newcastle PLC havitteli nopeampaa kasvua Venäjän ja Itä-Euroopan markkinoille suomalaisen kohteensa kautta. Hartwall omisti puolet Venäjän olutmarkkinoilla toimivasta Baltic Beverages Holding –yhtiöstä, eikä S&N ollut vielä saanut jalansijaa idässä. Hartwallilla puolestaan ei ollut toimintaa lännessä, jonne Hartwallin johto toivoi S&N:n jakeluväylien avautuvan myös Hartwallin tuotteille.

*Merita Oyj*:n fuusio Nordbanken Ab:n kanssa ajoittui pankkisektorin rakennemuutoksen kaudelle. Myös Merita ja Nordbanken vakuuttivat, että fuusion taustalla oli yhteinen visio muodostaa pohjoismaiden ja Itämeren alueen johtava pankkikonserni. Uuden pankkikonsernin tavoitteeksi asetettiin laajentuminen maantieteellisesti uusille markkinoille, kuten muihin Pohjoismaihin, Baltiaan ja ehkä Puolaan. Meritan ja Nordbankenin fuusio sai alkunsa jo vuonna 1997 kun osapuolet päättivät yhdistää voimansa perustamalla holding-yhtiön nimeltä Merita-Nordbanken, jonka alla molemmat toimivat itsenäisinä yhtiöinä. Vuonna 1999 Nordbanken esitti

lopulta Meritan osakkeenomistajille osakkeiden vaihtotarjouksen Merita-Nordbankenin juridisen rakenteen yksinkertaistamiseksi.

Meritan ja Nordbankenin yhdistymisen lisäksi myös suomalaisten ja ruotsalaisten teleoperaattorien yhdistymistä pidettiin yleisesti luontevana ratkaisuna toimialan rakennemuutoksissa. 2000-luvun alussa yritysten yhdistymiset olivat yleisiä telekommunikaatioalalla. Telealan liiketoiminta perustui kalliiden verkkojen rakentamiseen ja palveluun ja kun jollekin alueelle rakennettiin kallis verkko, ei ollut järkevää rakentaa viereen kilpailevia verkkoja. Pohjoismaiset operaattorit olivat jäämässä alan yhdistymistrendissä yksin. Lisäksi *Sonera Oyj*:n velkataakka oli kasvanut niin suureksi, että se tarvitsi vakavaraisemman yhtiön tukea tilansa elvyttämiseksi. Sonera ja Telia yhdistyivät vuonna 2002.

Osa ostokohteista on ollut yrityskauppahetkellä heikossa suhdannetilanteessa tai on muusta syystä ollut taloudellisissa vaikeuksissa. Ruotsalainen WM-data Ab teki ostotarjouksen *Novo Group Oyj*:stä it-palveluiden heikon suhdanteen aikana. Novo ei enää viimeisenä itsenäisenä vuotenaan pystynyt kasvamaan vaan sen liikevaihto laski hieman. Elektroniikan komponentteja valmistavan *Evox Rifa Group Oyj*:n kannattavuus oli ollut yrityskauppaa edeltävinä vuosina heikkoa. Huolimatta liikevaihdon kasvusta sen kannattavuus oli heikko. Osakemarkkinoilla yhtiön arvostus oli vain vajaa viidesosa sen liikevaihdosta.

Vielä muutama vuosi aikaisemmin tappioista kärsinyt *Silja Oyj* paransi huomattavasti tulostaan yrityskauppaa edeltävänä vuotena. Silja kärsi kuitenkin yhä mm. laivamatkustajien määrän vähenemisestä ja polttoaineen hinnan noususta. Sea Containers Ltd tarjoutui ostamaan loputkin Siljan osakkeista oltuaan yhtiön suuromistaja jo muutaman vuoden. Lääkekaupan tukkuri *Tamro Oyj* oli onnistunut parantamaan tappiollisesta toiminnasta kannattavuutensa ja vakavaraisuutensa välttävälle tasolle. Jo vuonna 2000 Tamro Oyj:n enemmistöomistajaksi noussut ostaja Phoenix International oli saanut Tamron taloudellisesti jaloilleen ja hankki lopulta koko Tamron osakekannan omistukseensa.

Yksi yrityskauppaa edeltävinä vuosina selkeästi vaikeuksissa olleista kohdeyrityksistä oli *Eimo Oyj*. Osakekurssin vahvan nousun jälkeen Eimon alamäki pörssissä oli jatkunut jo yli kolme vuotta. Eimon vaikeudet johtuivat mm. matkapuhelinalan murroksesta. Matkapuhelinyhtiöt keskittivät yhä enemmän alihankintojaan suurille kokonaisvaltaista palvelua tarjoaville sopimustoimittajille, jotka vastaisivat muun muassa tuotteiden suunnittelusta. Eimon omistajat perustelivatkin

taiwanilaisen ostajan ostotarjouksen hyväksymistä tavoitteella muodostaa laajempi palvelukokonaisuus.

Toinen ennen yrityskauppaa vaikeuksissa ollut, niin ikään matkapuhelinkuoria valmistanut yritys oli *Perlos Oyj*, jonka osti neljä vuotta Eimon lunastusta myöhemmin taiwanilainen Lite-On Technology Corp. Perlos oli karsinut Suomen-toimintaansa jo vuosia ja vuoden 2007 alussa yhtiö kertoi lakkauttavansa koko tuotantonsa Suomessa. Toisaalta Perlos oli viimeisten vuosien aikana rakentanut uusia tehtaita muun muassa Kiinaan ja Intiaan, jonne matkapuhelintuotannon painopiste oli siirtynyt. Valikoimiinsa matkapuhelinkuoret ja alan teknologian halunneelle ostajalle Perlos olikin suomalainen enää pääkonttorinsa ja pörssilistauksensa suhteen.

Useimpia yrityskauppoja näyttää motivoineen ostajan näkemä suomalaisen yrityksen aliarvostus ja kasvupotentiaali tai ostajan halu hyödyntää paikallisia markkinoita. Tällaisten yrityskauppojen kohteet olivat ennen niistä tehtyjä ostotarjouksia hyvän markkina-aseman omaavia ja hyvin toimeen tulevia yrityksiä. Tällaisissa tilanteissa myös ulkomaiset pääomasijoittajat ovat olleet aktiivisia. Kasvavilla markkinoilla toimiva yhtiö kiinnostaa ulkomaista pääomasijoittajaa, jos tämä kokee pystyvänsä hyödyntämään kyseisiä markkinoita paremmin voidakseen edelleen myydä omistuksensa myöhemmin korkeammalla hinnalla.

Suomen parhaaksi pörssiyritykseksi vuonna 2002 rankattu mediakonserni *Janton Oyj* oli hyvin kannattava yhtiö, joka erikoistui ilmaisjakelulehtiin ja suoramainontaan. Jantonin johto oli puhunut mahdollisesta myymisestä jo ennen saamaansa ostotarjousta, mutta aloite kauppaan tuli amerikkalaiselta ostajalta. Jantonin oman strategian mukaisesti myös uusi omistaja piti jakelua ja ilmaisjakelulehtiä konsernin ydinliiketoimintana. Huvipuistotoimintaa harjoittaneen *Puuharyhmä Oyj*:n arvostus osakemarkkinoilla oli myös ollut nousussa kun Espanjalainen Aspro Ocio SA tarjosi kohtuullisen korkean hinnan Puuharyhmän osakkeista ja tarjoukseen suostuttiin.

Metra-konsernista irronnut kylpyhuonekeramiikkaa valmistava *Sanitec Oyj* oli yrityskauppaa ennen toimialansa johtava yritys Pohjoismaissa, Benelux-maissa, Ranskassa ja Saksassa sekä toiseksi suurin Italiassa. Sanitecin tavoitteena oli nousta johtajaksi Euroopan markkinoilla sekä orgaanisella kasvulla että yritysostoilla. Saksalainen pääomasijoitusyhtiö BC Partners näki kuitenkin Sanitecin kasvumahdollisuudet ja tarjoutui tukemaan tämän markkina-aseman vahvistamista maailmanlaajuisesti. Sanitecin omistajat suostuivat tarjoukseen, joka ylitti 50 prosentilla yhtiön vuoden keskikurssin.

2000-luvun alussa markkina-arvoaan merkittävästi kasvattanut *Instrumentarium Oyj* oli vakavarainen yhtiö, joka pyrki muuttumaan monialayhtiöstä sairaaloiden anestesia- ja tehohoitoon keskittyväksi osajaksi. Terveydenhuoltomarkkinat, joilla *Instrumentarium* toimi, kasvoivat maailmalla 3-7 prosentin vuosivauhtia ja myös *Instrumentarium* oli onnistunut suurien ulkomaisten yritysten sulauttamisessa omaan toimintaansa. Toisaalta terveydenhuoltoalan markkinoilla oli myös merkkejä siitä, että sairaaloita myytäisiin yhä enemmän kokonaisina paketteina, jolloin kaupankäynti keskittyisi laajan tuotevalikoiman ja usein myös kilpailukykyisempiä hintoja tarjoavien suuryhtiöiden käsiin. *Instrumentariumin* omistajat suostuivatkin *General Electric Co:n* kohtuullisen korkeaan tarjoukseen koko osakekannasta. Osapuolet korostivat, että sulautumisen odotetaan vahvistavan molempien teknologista osaamista. *GE:n* johto kertoi, että kyseessä on nimenomaan kasvuhakuinen yritysosto, sillä yhtiöiden toiminnoissa ei juuri ollut päällekkäisyyksiä *Instrumentariumin* keskittyessä leikkaussalilaitteisiin, joita *GE:llä* ei ollut.

Toimintojaan monta vuotta virtaviivaistaneen *Hackman Oyj:n* kasvu oli hyvässä vauhdissa, mutta taloudellisia resursseja ei ollut tarpeeksi kaiken kasvupotentiaalin toteuttamiseen ja toisaalta yritys kärsi suuresta velkataakasta. *Hackman-konsernin*, johon kuuluivat suurkeittiöryhmä *Metos* ja astiaryhmä *Iittala*, osakkeen hinta nousi kuitenkin viimeisenä vuotenaan merkittävästi ja vuoden 2003 lopulla yhtiöstä tehtiin kaksi kilpailevaa ostotarjousta, joista voittavan antoi *Hackmanin* kilpailija, italialainen *Ali Group*. Ostaja aikoi säilyttää *Metos-brändin* ja säilyttää olemassa olevat tuotantolaitokset, mutta *Iittalan* se laittoi myyntiin.

Elintarvikekonserni *Chips Oyj* oli kasvava yhtiö, jossa ostaja näki kasvupotentiaalia. *Chips* oli juuri edellisenä vuotena ostanut venäläisen perunalastujen valmistajan *Russian Snacksin* ja Ostaja *Orkla ASA* kertoikin maksavansa *Chipsin* asemista Venäjällä ja Baltiassa. Itä-Eurooppa kiinnosti yhtiötä, koska pitkällä tähtäimellä se saattoi tarjota voimakkaampaa kasvua kuin Pohjoismaat.

*Polar Kiinteistöt Oyj:n* yritysaneerauskausi oli päättynyt muutamaa vuotta aikaisemmin, kun saksalainen kiinteistösiirtoyhtiö *IVG Immobilien AG* teki tarjouksen yhtiön osakekannan ostamiseksi. *Polarin* taloudellinen tilanne oli kääntynyt parempaan heti yritysaneerauksen jälkeen. Ostajana toiminut portfoliosijoittaja näkikin *Helsingin*, *Tampereen* ja *Turun* seudulla toimisto- ja liiketiloja omistavan ja vuokraavan *Polarin* kiinteistösalkun kannattavaksi investoinniksi. *Polarin* myynnin taustalla oli



myös sen suurten yritysomistajien halu irtautua yhtiöstä, jota ne olivat tukeneet yrityssaneerauskauden yli.

Lannoiteteollisuudessa toimiva *Kemira GrowHow Oyj* kärsi yrityskauppaansa edeltävinä vuosina ongelmista, jotka johtuivat mm. maakaasun korkeasta hinnasta ja siitä seuranneista ammoniakitehtaiden seisokeista. Vuoden 2006 alkupuolella vahvataseinen Kemira GrowHow olikin pörssin halvimpia osakkeita monilla mittareilla mitattuna. Kemira GrowHow siirtyi norjalaisen globaalisti toimivan lannoiteyhtiö Yara International ASA:n omistukseen kun valtio päätti myydä yhtiön omistuksensa. Myyntipäätökseen vaikutti toisaalta Yaran kiinnostus etenkin Kemira GrowHown fosfaattiliiketoimintaa ja Siilinjärven fosfaattikaivoksia kohtaan, toisaalta suomalaisen lannoiteteollisuuden hyötyminen maailman lannoiteyökkösen osana saamista taloudellisista resursseista kehittää ja kasvattaa toimintaansa.

Sijoituspalvelukonserni *FIM Group Oyj* ei ehtinyt olla listattuna pörssiin vuottakaan kun islantilainen finanssikonserni Glitnir Banki Hf ilmoitti tekevänsä ostotarjouksen tämän osakkeista. Yhtiön pörssikurssi oli ollut nousussa viimeisen puolen vuoden aikana ja samalla se ilmoitti kaksinkertaistaneensa tuloksensa edellisvuodesta. Kauppaa perusteltiin tarkoituksella yhdistää kaksi rahoitusalan toimijaa, jotka ovat vahvoja eri sektoreilla mutta tukevat toisiaan. Vain muutama kuukausi myöhemmin julkistettiin niin ikään islantilaisen investointipankki Straumur-Burdaras Investment Bankin ostotarjous *eQ Oyj*:n osakekannasta. Ostaja tarjosi hyvässä tulokunnossa olevasta *eQ*:sta korkeahkon hinnan perustellen päätöstään sillä, että *eQ*:lla oli vahva omaisuudenhoitoyksikkö, jollaista ostajalla ei vielä ollut, mutta joka oli sille välttämättömyys tavoitteessa nousta Pohjoismaiden johtavaksi investointipankiksi.

Suurelle osalle yllä esitellyistä yrityskaupoista on yhteistä, että huolimatta suomalaisen yhtiön liiketoiminnan hyvistä näkymistä tai vahvasta taloudellisesta tilasta ulkomainen ostaja on nähnyt suomalaisen kohdeyrityksen niin arvokkaaksi, että kohdeyrityksen omistajat ovat suostuneet luopumaan omistuksestaan. Yrityskaupoissa ostaja yleensä uskoo kohdeyrityksen kasvupotentiaaliin ja näkee kohteen siihen nähden halpana. Myyjä saattaa puolestaan olla tyytyväinen yhtäkkiseen pörssikurssien nousuun ja olla valmis luopumaan omistuksestaan ja sen kantamasta epävarmuudesta. Syyksi ulkomaisten yritysten ostohaluihin Suomessa onkin usein esitetty suomalaisten yritysten aliarvostusta kotimaisessa pörssissä. Matalaa arvostustasoa on selitetty monella seikalla, kuten markkinoiden pienuudella ja siihen yhteydessä olevalla alhaisella likviditeetillä, kaukaisuudella ja tuntemattomuudella.

Mm. yllä esitetyt syyt olivat merkittäviä vaikuttimia Euroopan pörssien yhdistymisneuvotteluille. Myös suuret tietotekniikkakustannukset ajoivat pörssejä yhteen. Kaupankäynnin tuli olla määrältään suurta, jotta muun muassa ohjelmistoinvestointien mittavat kustannukset saataisiin kaupankäynnin osapuolten kannalta siedettäväksi. Tätä kautta pyrittiin kohentamaan osakkeiden likviditeettiä, mikä parantaisi markkinoiden tehokkuutta ja helpottaisi mahdollista aliarvostusongelmaa. Niinpä vuonna 2003 Tukholman pörssin omistaja OM osti Helsingin pörssi *Hex Oyj*:n. OM Hex -nimen saaneesta pörssiyhtiöstä lähdettiin rakentamaan Pohjoismaiden ja Baltian yhteistä kauppapaikkaa, mikä oli luonteva ratkaisu kun Helsingin pörssi omisti Tallinnan ja Riian pörssit.

### 2.3. Kohdeyritysten taloudellinen tila ennen yrityskauppaa

Tässä luvussa perehdytään kohdeyrityksen taloudelliseen tilanteeseen ennen yrityskauppaa. Tarkastelun tarkoituksena on selvittää, ovatko suomalaiset kohdeyritykset olleet huonossa taloudellisessa tilassa tai matalalle arvostettuja osakemarkkinoilla, mikä olisi houkuttellut ulkomaisia yrityksiä tekemään ostotarjouksen. Tarkastelemme kohdeyritysten liikevaihdon, kannattavuuden ja osaketuottojen kehitystä erilaisten tunnuslukujen avulla. Tunnusluvut kuvaavat yrityskaupan julkistamisvuotta edeltäneen viiden vuoden kehitystä, jolloin vuodesta -5 vuoteen -1 lähestytään yrityskaupan julkistamisvuotta. Liikevaihdon ja kannattavuuden vertailuarvona käytetään SIC-koodien perusteella määriteltyjen yhtiöiden toimialojen mediaaneja OECD-maista. Pelkästään suomalaisten yhtiöiden käyttö toimialan vertailuryhmänä ei olisi mahdollista niiden vähäisen lukumäärän vuoksi.

#### 2.3.1. Liikevaihdon kehitys

Taulukossa 2 on raportoitu kohdeyritysten liikevaihdon kasvu viitenä vuotena ennen ostotarjouksen julkistamisvuotta. Yrityskaupat on järjestetty yrityskauppaa edeltävänä vuotena toteutuneen liikevaihdon kasvun mukaan laskevassa järjestyksessä. 22

kohdeyrityksestä vain neljän liikevaihto on laskenut tasaisesti yrityskaupan julkistamista edeltävinä vuosina, mikä osoittaa, että kohdeyritykset ovat pääosin olleet kasvuvaiheessa. Suurimman osan liikevaihto on kasvanut säännöllisesti yrityskaupan julkistamisvuotta lähestyttäessä, ja yhtiöistä puolet on yltänyt yli kymmenen prosentin kasvuun viimeisenä vuotenaan itsenäisenä pörssiyrityksenä. Suurimmalla osalla liikevaihdon kasvu on ollut merkittävästi suurempaa kuin vastaavan OECD:n laajuisen toimialan mediaani. Toimialansa kasvutasoon verrattuna erityisen voimakkaasti ennen yrityskauppaansa kasvoivat eQ Oyj, Eimo Oyj, Sanitec Oyj, Oyj Hartwall Abp, Hackman Oyj, Chips Oyj, Tamro Oyj, Janton Oyj ja Novo Group Oyj, joiden liikevaihdon kasvu oli moninkertaista verrattuna toimialan mediaaniin yrityskaupan julkistamisvuotta edeltävänä vuotena.

Verrattaessa kohdeyritysten liikevaihdon kasvun kehityksiä viitenä kaupan julkistamista edeltävänä vuotena toisiinsa, selvästi johdonmukaista trendiä ei ole havaittavissa. eQ Oyj oli selkeästi kasvuaan tasaisesti vauhdittanut yritys. Myös toisen rahoitusalan kohdeyrityksen, FIM Group Oyj:n, liikevaihto kasvoi voimakkaasti viimeiset neljä vuotta ennen yrityskauppaansa. Venäjän juomamarkkinoilla vahvan aseman saanut Hartwall Oyj ja Euroopan kylpyhuonekeramiikan kärkipäähän noussut Sanitec Oyj olivat myös kasvattaneet liikevaihtoa huomattavasti viimeisinä vuosinaan. Eimo Oyj:n liikevaihto kasvoi merkittävästi myös kauppaansa edeltävinä vuosina, johtuen osaltaan Eimon muutama vuosi ennen yrityskauppaansa ostaman yhdysvaltalaisen, itseään hieman suuremman yrityksen vaikutuksista yhtiön liikevaihtoon. Monilla vahvasti kasvaneilla yhtiöillä liikevaihdon kasvu kuitenkin hidastui yrityskauppaansa edeltävinä vuosina.

Selvästi toimialaansa heikommin liikevaihto kasvoi Polar Kiinteistöt Oyj:llä, Kemira GrowHow Oyj:llä, Silja Oyj:llä, Puuharyhmä Oyj:llä, Cultor Oyj:llä, Perlos Oyj:llä ja Sonera Oyj:llä. Velkasaneerauksesta irrottautuneen Polar Kiinteistöt Oyj:n ja Sonera Oyj:n kasvua hidasti velkataakka. Kemira GrowHow Oyj kärsi puolestaan maakaasun korkean hinnan aiheuttamista ammoniakkitehtaiden seisokeista kun taas Silja Oyj:n laivamatkustajien määrä oli laskussa. Matkapuhelinvalmistusalan rakennemuutoksesta kärsineen Perlos Oyj:n myynti oli myös vähentynyt radikaalisti, ja yritysostoilla ydinalueisiinsa voimakkaasti panostanut Cultor Oyj ei ollut onnistunut saavuttamaan kasvutavoitteitaan ja pyrki tehostamaan toimintaansa vähentämällä henkilöstöään. Yllä mainituista yhtiöistä suuri osa eli siis toimialansa rakennemuutoksen vaihetta ja liikevaihdon kasvu oli tasaisesti hidastunut yrityskauppaansa

edeltäneiden 3-4 vuoden aikana. Toimialarakenteen muutokset vaikuttivat myös Merita Oyj:n ja Hex Oyj:n liikevaihdon kasvun tasaiseen hiipumiseen yrityskauppaa edeltävinä vuosina. Erityisen suuria, liiketoiminnan selkeään supistumiseen viittaavia negatiivisia muutoksia liikevaihdossa on kuitenkin vain Polar Kiinteistöt Oyj:llä, joka yrityssaneerauksensa jälkeen pyrki keskittämään ydintoimintoihinsa. Vaikka Puuharyhmän liikevaihto laski yrityskauppaa edeltävinä vuosina, nousi se 22 prosenttia yhtiön viimeisenä jo uuden omistajan raportoimana vuotena.

*Taulukko 2. Kohdeyrityksen liikevaihdon kasvu viitenä kauppavuotta edeltävänä vuotena.*

<b>Kohdeyritys</b>	<b>Vuosi -5</b>	<b>Vuosi -4</b>	<b>Vuosi -3</b>	<b>Vuosi -2</b>	<b>Vuosi -1</b>	<b>Vuosi -1 toimialan mediaani</b>
eQ Oyj	-6,6	25,0	34,4	44,2	55,8	18,1
Eimo Oyj	166,8	30,8	35,3	57,2	51,9	3,1
Sanitec Oyj	7,7	9,9	15,0	10,4	39,3	9,8
Oyj Hartwall Abp	32,4	9,3	-4,0	31,1	32,0	6,0
FIM Group Corp	1,3	44,3	59,1	47,8	29,9	18,1
Starckjohann Oy	-3,5	-13,8	-2,9	6,4	16,9	10,7
Hackman Oyj	0,5	-5,0	3,0	-5,8	16,2	-2,9
Evox Rifa Group Oyj	1,3	13,0	13,4	-10,7	12,4	11,2
Instrumentarium Oyj	16,5	43,0	18,2	18,0	12,3	11,1
Chips Oyj	12,4	18,4	61,4	8,7	11,1	3,2
Tamro Oyj	39,3	7,2	8,7	7,9	8,1	3,2
Janton Oyj	6,2	11,4	8,2	1,6	6,4	1,4
Sonera Oyj	20,2	24,9	14,0	11,3	6,3	15,1
Novo Group Oyj	21,2	19,3	2,4	-7,6	4,6	0,9
Perlos Oyj	-15,5	24,1	24,2	18,7	1,0	11,2
Cultor Oy	-5,4	3,1	34,9	0,9	0,6	3,2
Hex Oyj	4,37	117,57	43,85	23,13	0,87	-6,7
Merita Oy	-13,3	67,7	9,3	3,6	n/a	7,0
Puuharyhmä Oyj	40,7	3,3	-0,9	-4,9	-3,0	11,1
Silja Oyj	-8,8	-1,9	-8,9	-2,9	-3,8	8,1
Kemira Growhow Oyj	n/a	n/a	-4,2	5,7	-4,5	9,9
Polar Kiinteistöt Oyj	-10,6	-56,6	-7,4	-28,9	-10,2	4,5

### 2.3.2. Kannattavuuden kehitys

Taulukossa 3 on raportoitu kohdeyritysten kannattavuuksien tasot viitenä ostotarjouksen julkistamisvuotta edeltävänä vuotena. Kannattavuutta on mitattu kohdeyrityksen koko pääoman tuotto prosentilla (ROA), joka kuvaa yrityksen kykyä tuottaa tulosta liiketoimintaan sitoutuneelle omalle ja korolliselle vieraalle pääomalle. Kaupan julkistamista edeltävänä vuotena kaikkien yhtiöiden pääoman tuotto prosentti on ollut

positiivinen yhtä yritystä lukuun ottamatta. Verrattaessa yritysten kannattavuutta suhteessa toimialaan, yli kaksi kolmasosaa yrityksistä ylittää toimialansa mediaaniin.

*Taulukko 3. Kohdeyrityksen kannattavuus (ROA) viitenä ostarjouksen julkistamisvuotta edeltävänä vuotena verrattuna viimeisen vuoden toimialan mediaaniin.*

<b>Kohdeyritys</b>	<b>Vuosi -5</b>	<b>Vuosi -4</b>	<b>Vuosi -3</b>	<b>Vuosi -2</b>	<b>Vuosi -1</b>	<b>Vuosi -1 toimialan mediaani</b>
Janton Oyj	40,5	34,2	31,8	25,9	30,7	1,6
Hex Oyj	16,5	22,0	34,3	16,0	14,0	1,6
Oyj Hartwall Abp	15,1	12,7	10,2	9,7	13,5	4,4
FIM Group Corp	5,5	21,4	22,7	23,7	12,5	2,9
Polar Kiinteistöt Oyj	-0,2	3,0	-7,5	9,7	10,7	3,9
Starckjohann Oy	-12,0	-0,9	3,7	9,0	9,4	6,1
Instrumentarium Oyj	9,8	4,0	6,5	6,1	8,4	3,4
Sonera Oyj	n/a	11,9	12,5	24,4	7,2	0,9
Chips Oyj	14,0	7,2	6,3	7,9	6,5	4,6
Sanitec Oyj	4,27	4,98	10,8	8,5	6,3	5,6
Silja Oyj	3,1	-2,9	5,9	3,6	6,2	4,8
Puuharymä Oyj	13,0	12,1	11,5	7,9	5,9	4,0
Cultor Oy	6,8	7,5	6,6	6,7	5,0	5,6
Novo Group Oyj	9,6	7,4	1,2	5,3	4,9	-1,0
Hackman Oyj	5,2	-2,7	5,1	1,4	4,4	2,2
eQ Oyj	-0,9	1,7	2,6	2,6	4,2	2,9
Tamro Oyj	2,4	2,9	0,2	4,2	3,6	4,3
Eimo Oyj	27,8	23,5	10,5	4,7	3,2	3,8
Merita Oy	-0,8	1,3	2,3	2,7	1,1	1,0
Evox Rifa Group Oyj	-12,5	-8,6	-2,6	-14,6	1,0	5,4
Kemira Growhow Oyj	n/a	n/a	5,5	4,8	0,2	3,8
Perlos Corp	2,1	5,2	16,8	3,2	-3,2	5,4

Toimialan mediaani vuodelta (-1) eurooppalaisille yrityksille, joille tärkein osa toiminnoista keskittyy samalle toimialalle kuin vertailtavana olevan kohdeyrityksen tärkeimmät toiminnot.

Tasaista kannattavuuden parantumista yrityskauppaa lähestyttäessä havaitaan ainoastaan eQ Oyj:llä ja Starckjohann Oyj:llä, mutta suurella osalla yhtiöitä kannattavuus oli yrityskauppaa edeltävänä vuotena hyvällä tasolla tai nousussa. Toisen vuonna 2007 myydyn rahoituskonsernin, FIM Oyj:n kannattavuus kasvoi merkittävästi viitenä yrityskauppaansa edeltävänä vuotena, hidastuen viimeisenä vuotena. Starckjohannin lisäksi myös toinen yritysaneerauksensa hieman ennen yrityskauppaansa päättänyt yhtiö, Polar Kiinteistöt Oyj, sai kannattavuutensa nousemaan erittäin hyväksi yrityskauppaansa edeltävinä vuosina. Kannattavuutensa paransi merkittävästi myös Silja Oyj, jonka tulokuntoa paransi kustannusten karsimisen lisäksi polttoainekulujen lasku ja merenkulun uudet tukitoimet. Suurinta

tuottoa yhtiöön sijoitetulle pääomalle teki Janton Oyj, joka mainosmarkkinoiden taantumisesta huolimatta jatkoi tuloksensa kasvattamista.

Eimo Oyj:n, Puuharyhmän Oyj:n, Kemira GrowHow Oyj:n ja Perlos Oyj:n kannattavuus oli heikentynyt yrityskauppaa edeltävinä vuosina tasaisesti. Eimo ja Perlos kärsivät matkapuhelinosten kysynnän laadun ja määrän muutoksista, ja Perlos teki viimeisenä yrityskauppaansa edeltävänä vuotena jopa tappioita. Lisäksi raskaasti velkaantunut Sonera Oyj koki yrityskauppaa edeltävänä vuotena kannattavuuden merkittävän heikentymisen edellisinä vuosina jatkuneen tasaisen kannattavuuden nousun jälkeen.

### 2.3.3. Osaketuottojen kehitys

Taulukossa 4 on raportoitu kohdeyritysten vuosittaiset osaketuotot ja markkinakorjatut osaketuotot neljänä vuotena (12 kuukauden periodit laskettuna yrityskauppa edeltävältä päivältä taaksepäin) ennen ostotarjouksen julkistamista. Markkinakorjatuihin tuotoihin osakkeen tuotosta on vähennetty Helsingin pörssin portfolioindeksin tuotto. Yhtiöt on järjestetty osaketuottojen mukaan laskevaan järjestykseen ja suluissa näkyvät markkinakorjatut tuotot. Viimeisenä vuotena ennen yrityskaupan julkistamista toteutunut osaketuotto on positiivinen kolmelle neljäosasta yhtiöistä. Jopa puolelle yhtiöistä viimeisen vuoden osaketuotto on huomattavasti suurempi kuin edellisten vuosien, mikä on osoitus joko yhtiön tulevaisuudennäkymien parantumisesta tai jostain muista syistä johtuvasta sijoittajien kohonneista odotuksista yhtiötä kohtaan. Yhdeksällä yhtiöllä tuotot ovat vähintään kaksinkertaistuneet viimeisen vuoden kuluessa.

Kohdeyrityksistä kahdeksan negatiivinen kurssikehitys kääntyi tasaiseen positiiviseen tuottokehitykseen muutama vuosi ennen yrityskauppaa. Hackman Oyj:n laskussa ollut markkina-arvo kääntyi nousuun yhtiön onnistuttua tervehdyttämään ja virtaviivaistamaan toimintaansa. Myös velkasaneerauksensa päättäneet Polar Kiinteistöt Oyj ja Starckjohann Oyj olivat onnistuneet kääntämään negatiivisen tuottokehityksen positiiviseksi. Tamro Oyj:n tuottokehitys kääntyi positiiviseksi vuonna 2000, jolloin yhtiön uusi enemmistöomistaja Phoenix International ryhtyi tehostamaan tämän toimintaa taloudellisesti parempaan kuntoon. Kehitystoimet tuottivat tulosta ja markkina-arvostus nousi. Heikosta suhdanteesta kärsineen Novo Group Oyj:n pörssi-arvostus nousi kahtena yrityskauppaa edeltävänä vuotena, mihin on osaltaan

saattanut vaikuttaa juuri suhdanteen heikkoudesta johtuneet spekulatiot Novoa koskevista yritysjärjestelyistä. Hartwall Oyj:n liikevaihdosta merkittävä osa syntyi entisen Neuvostoliiton alueella, jonka huonossa tilassa ollut talous heikensi Hartwallin markkina-arvostusta vielä neljä vuotta ennen tämän markkina-arvostusta. Hartwall kuitenkin uskoi strategiaansa ja se osoittautui onnistuneeksi, mikä näkyi osakemarkkina-arvostuksen nousuna. Tuottokehitys kääntyi voimakkaaseen nousuun muutama vuosi ennen yrityskauppaa myös vakavaraisella Instrumentarium Oyj:llä, joka oli onnistuneesti muuttunut monialayhtiöstä sairaaloiden anestesia- ja tehohoitoon keskittyväksi yritykseksi.

Toisaalta osalla yrityksistä tuottokehitys oli joko pitkään ollut negatiivista tai notkahti viimeisen yrityskauppaa edeltäneen vuoden aikana. Laskijoista neljällä yhtiöllä tuotot ovat muuttuneet positiivisesta negatiiviseksi, kohdeyrityksen lähestyessä yrityskaupan julkistamispäivää. Näitä yrityksiä ovat Cultor, Perlos, Sonera ja Eimo. Näistä kaikkien taloudellinen tila oli heikentynyt viimeisinä vuosina ja yhtiöt olivat oman toimialansa rakennemuutoksen edessä. Kaikki tarvitsivat vahvan markkina-aseman omaavan vakavaraisen yhteistyökumppanin tukea turvatakseen tulevaisuutensa ja jatkaakseen toimintaansa kannattavasti.

*Taulukko 4. Kohdeyrityksen vuosittaiset osakkeiden tuotot ja markkinakorjatut tuotot ennen ostotarjouksen julkistamista.*

Kohdeyritys	Vuosi -4	Vuosi -3	Vuosi -2	Vuosi -1
Silja Oyj	-43,87 (-48,89)	-30,68 (-66,72)	-35,87 (-5,57)	139,89 (145,32)
Kemira Growhow Oyj	n/a	n/a	-25,37 (-56,71)	109,58 (69,01)
Hackman Oyj	-26,46 (-27,55)	29,03 (48,27)	40,85 (51,34)	103,19 (82,07)
Polar Kiinteistöt Oyj	-27,79 (-48,90)	15,40 (52,57)	43,33 (46,25)	90,69 (69,54)
Janton Oyj	1,59 (-27,29)	55,24 (87,40)	-20,68 (-10,68)	72,41 (64,51)
eQ Oyj	61,16 (29,98)	-13,89 (-44,97)	69,82 (37,22)	66,88 (28,34)
Novo Group Oyj	-19,85 (-32,79)	-32,79 (-7,27)	12,03 (20,88)	57,47 (36,25)
Puuharyhmä Oyj	34,14 (-12,36)	5,13 (-16,14)	11,59 (-27,66)	55,50 (37,00)
Oyj Hartwall Abp	-30,73 (-35,06)	44,24 (-34,95)	15,69 (50,85)	36,08 (37,99)
Instrumentarium Oyj	-5,20 (-65,60)	-32,33 (-20,58)	114,95 (135,98)	26,45 (36,33)
Tamro Oyj	-22,44 (-57,21)	40,55 (78,21)	6,38 (8,91)	23,39 (8,82)
Merita Oy	-9,60 (-19,99)	96,46 (48,40)	17,12 (13,75)	17,84 (-18,44)
Chips Abp	13,02 (38,92)	8,41 (17,34)	26,88 (4,22)	13,52 (-4,88)
Evox Rifa Group Oyj	133,33 (95,06)	-28,57 (-52,53)	-20,00 (-56,94)	12,50 (-13,78)
Starckjohann Oy	-15,49 (-65,62)	5,00 (33,11)	45,98 (54,66)	6,03 (22,48)
Sanitec	n/a	n/a	n/a	-2,95 (32,47)
Eimo Oyj	48,05 (20,90)	-80,35 (-46,35)	-15,00 (-9,56)	-6,74 (-17,59)
Sonera Oyj	n/a	481,25 (403,61)	-88,15 (-45,77)	-23,19 (-36,18)
Perlos Corp	95,07 (70,90)	-22,98 (-67,07)	-2,47 (-21,24)	-38,85 (-66,86)
Cultor Oy	54,66 (50,08)	58,11 (-2,69)	15,73 (-17,06)	-52,66 (-50,95)

Markkinakorjatut tuotot suluissa. Vuosi -1 tarkoittaa yrityskaupan julkistamispäivää edeltävään päivään mennessä toteutunutta vuoden osaketuottoa; vuosi -2 tarkoittaa vuotta ennen yrityskaupan julkistamista toteutunutta vuoden osaketuottoa; vuosi -3 tarkoittaa kaksi vuotta ennen yrityskaupan julkistamista toteutunutta vuoden osaketuottoa; ja vuosi -4 tarkoittaa kolme vuotta ennen yrityskaupan julkistamista toteutunutta vuoden osaketuottoa.



### 3. KAUPPAHINTA

#### 3.1. Yrityskauppapreemiot

Yrityskaupassa kohdeyrityksestä tarjottava hinta muodostuu ostajayhtiön arvioimasta kohdeyhtiön arvosta ja synergiaeduista, joiden ostaja odottaa yhdistymisen tuottavan. Hintaan vaikuttaa lisäksi mm. markkinatilanne ja mahdolliset kilpailevat tarjoukset. Tutkimukset ovat osoittaneet, että kansainvälisissä yrityskaupoissa kohdeyrityksellä on tavallista parempi neuvotteluasema mm. siksi, että kansainvälisten yrityskauppojen kohdeyritykset tarjoavat usein kilpailuetuja ja osaamista, joita muut yritykset eivät pysty tarjoamaan. Tällaisten yritysten ostotarjoustensa tullessa julkisuuteen, myös muut ulkomaiset yhtiöt voivat tehdä kilpailevia ostotarjouksia, mikä osaltaan nostaa ostotarjoustensa tasoa.

Yrityskauppojen hinnoittelun ja kohdeyrityksen omistajien saamaa kompensatiota arvioidaan yrityskauppapreemiolla. Se edustaa sitä kohdeyrityksen ostajayritykselle tarjoamaa kasvupotentiaalia ym. synergioiden lähteitä mitkä eivät sisälly kohdeyhtiön arvoon. Premio lasketaan usein vertaamalla yrityskaupassa tarjottua kauppasummaa kohdeyrityksen markkina-arvoon kolmena eri ajankohtana: 1 päivä, 1 viikko ja 1 kuukausi ennen kaupan julkistamispäivää.

Taulukossa 5 on raportoitu yllä mainitut preemiot kohdeyrityksille. Suluisa on esitetty vastaavan toimialan mediaani kyseisenä vuotena maksetuille vastaaville preemioille. Vertailuun käytettävät preemioiden toimialamediaanit on laskettu OECD-maissa toimivien yritysten kyseisenä vuotena tekemistä yrityskaupoista. Evox Rifa Oyj:n osakekannasta tehtyyn ostotarjoukseen sisältyi myös kaikki Evox Rifan liikkeelle laskemat pääomallainan velkakirjat. Koska tarkastelemme ainoastaan omasta pääomasta maksettua kauppahintaa, emme sisällytä näitä vieraan pääoman instrumentteja Evox Rifan kauppahintaan.

Kohdeyritykset on raportoitu nousevaan järjestykseen päivää ennen julkistamispäivää lasketun premion perusteella. Yrityskaupoissa maksettujen preemioiden on historiallisesti todettu olevan keskimäärin 30–40 prosentin tasoa ja tarkasteltujen yrityskauppojen preemioiden keskiarvo asettuukin tälle välille. Päivää ennen tarjousta kymmenen kohdeyrityksen preemiot ylittävät 30 % ja jopa 16 kohdeyrityksen kohdalla preemiot ovat vähintään 10 % tasolla. Kaikista

kohdeyrityksistä maksetuista preemioista ainoastaan viidestä kohdeyrityksestä maksetut preemiot jäävät toimialojensa mediaanitasojen alapuolelle, kun taas suurimmassa osassa ne ovat moninkertaiset toimialan mediaaneihin verrattuna.

*Taulukko 5. Kauppahintojen sisältämät preemiot verrattuna toimialan vastaaviin.*

<b>Kohdeyritys</b>	<b>Kaupan julkistamis-päivä</b>	<b>Preemio (%) 4 viikkoa ennen tarjousta</b>	<b>Preemio (%) 1 viikko ennen tarjousta</b>	<b>Preemio (%) 1 päivä ennen tarjousta</b>
Cultor Oy	1.3.1999	140,61 (50,59)	119,62 (40,97)	120,39 (44,45)
Instrumentarium Oyj	18.12.2002	60,32 (4,64)	57,48 (6,70)	56,33 (14,04)
eQ Oyj	22.5.2007	42,51 (16,73)	50,37 (8,11)	49,49 (2,49)
Puuharyhmä Oyj	2.3.2007	41,72 (48,93)	41,56 (25,01)	45,91 (19,62)
Perlos Corp	13.8.2007	17,55 (15,40)	24,54 (24,66)	41,37 (23,31)
Novo Group Oyj	29.10.2003	61,20 (17,40)	33,57 (11,81)	38,17 (11,21)
Oyj Hartwall Abp	14.2.2002	44,86 (3,26)	32,79 (3,30)	37,45 (3,64)
Evox Rifa Group Oyj	19.2.2007	33,37 (15,40)	33,37 (24,66)	33,37 (23,31)
FIM Group Corp	5.2.2007	39,35 (16,73)	34,78 (8,11)	33,25 (2,49)
Kemira Growhow Oyj	24.5.2007	46,03 (33,05)	30,32 (35,85)	30,74 (11,68)
Eimo Oyj	21.8.2003	5,11 (22,46)	25,88 (19,49)	25,88 (20,59)
Chips Abp	8.11.2004	25,26 (13,21)	29,62 (10,48)	22,11 (10,15)
Sanitec	26.4.2001	19,77 (33,33)	14,96 (13,52)	17,74 (10,22)
Sonera Oyj	26.3.2002	31,19 (12,81)	28,21 (9,11)	16,12 (3,18)
Merita Oy	20.9.1999	20,90 (7,97)	19,68 (9,41)	15,73 (12,66)
Hackman Oyj	25.11.2003	16,28 (41,38)	5,10 (10,26)	8,70 (11,70)
Silja Oyj	20.6.2002	6,04 (24,24)	10,66 (30,48)	6,04 (20,32)
Tamro Oyj	3.9.2003	1,07 (9,68)	5,06 (5,37)	5,06 (4,88)
Janton Oyj	12.8.2003	19,67 (17,83)	2,33 (21,66)	3,37 (38,57)
Starckjohann Oy	4.5.1998	1,90 (25,36)	1,57 (41,72)	1,36 (41,85)
Polar Kiinteistöt Oyj	1.10.2003	5,20 (15,38)	-0,19 (10,27)	-5,06 (10,93)

Toimialan mediaanipreemiot suluissa.

Matalin preemio on juuri edellisenä vuonna pitkän yrityssaneerauskautensa päättäneellä Polar Kiinteistöt Oyj:llä, jonka ostaja tarjosi osakkeista alle viimeisen

pörssihinnan, toisin kuin yleensä yrityksen osakekannan ostotarjousta tehtäessä. Vanhat omistajat halusivat irtautua yhtiöstä, johon he olivat panostaneet jo saneerausvaiheessa. Yhtiön koko kiinteistösalkku myytiinkin ulkomaiselle portfoliosijoittajalle, joka maksoi siksi vähemmän kuin taseessa näkyvien osiensa summa.

Myös Janton Oyj:n ja Starckjohann Oyj:n osakkeenomistajille maksetut preemiot näyttävät sekä yleisesti että toimialan mediaaniin verrattuna matalilta. Starckjohann Oyj:n 9,50 markan ostotarjoukseen suostuttiin, kun lamavuosina Starckjohannin enemmistöomistajaksi tullut Merita Oyj päätti luopua omistuksestaan. Janton Oyj:n pääomistaja oli ilmoittanut jo muutama kuukausi ennen yrityskaupan julkistamista olevansa myymässä omaa omistustaan yhtiöstä ja että tämä ei myisi alle 13 euron. Tämä saattoi osaltaan vaikuttaa siihen, että ostajan julkaistessa ostotarjouksen oli Jantonin osakekurssi noussut jo hyvin lähelle lopulta tarjottua 13 euroa. Kuukautta ennen kaupan julkistamista noteerattu hinta oli kuitenkin vielä 20 prosenttia matalampi kuin ostotarjous. Jantonin liikevaihtoonkin verrattuna kauppahinta oli kaksi ja puoli kertainen.

Hackman Oyj:n osakkeenomistajille maksettu preemio oli myös melko matala sekä yleisesti että toimialan mediaaniin verrattuna. Matalaa preemiota selittänee kuitenkin se, että kuukautta ennen ostaja Ali Groupin tekemää kilpailevaa ostotarjousta Hackman sai tarjouksen toiselta ostajaehdokkaalta, minkä yhteydessä yhtiön kurssi nousi vuoden korkeimmalle tasolle. Kurssi pysyi tämän jälkeen lähes samalla tasolla kunnes viikkoa ennen lopullista Ali Groupin ostotarjousta tieto tästä kilpailevasta tarjouksesta tuli julki markkinoilla, mikä nosti osakkeen hintaa vielä yli kymmenellä prosentilla.

Silja Oyj:n matalalta vaikuttava preemio selittyy osaksi sillä, että kyseessä oli ostaja, joka jo vuodesta 1999 lähtien oli omistanut Siljasta 50 prosenttia. Puoli vuotta ennen lopullista lunastustarjousta Siljan osakkeen hintaa alkoi nostaa odotukset omistaja Sea Containersin mahdollisesta lunastustarjouksesta, koska yhtiön muilla suurosakkailla oli optio myydä loput Siljan osakkeensa Sea Containersille keväällä 2002. Näiden optioiden toteutuminen nosti osakkeen hintaa edelleen. Osakkeen hinta oli siis kivunnut ylöspäin viimeisen puolen vuoden aikana mm. kauppaa koskeneiden lunastusodotusten vuoksi, mikä johti lopullisen lunastustarjouksen pieneen eroon Siljan viime päivien päätöskurssiin verrattuna. Silja Oyj:n tavoin myös Tamro Oyj:n ostaja oli jo vuonna 2000 hankkinut enemmistöosuuden yhtiön osakkeista ja mm. odotukset loppujen osakkeiden omistuksen hankkimisesta ja lunastamisesta nostivat osakkeen hintaa tasaisesti.

Merita Oyj:n ja Sonera Oyj:n osakkeista maksetuista hinnoista ja niiden riittävyydestä käytiin myös vilkasta keskustelua yhtiöiden osakkeenomistajien kesken. Molempien yhtiöiden toimialat elivät kuitenkin aikaa, jolloin sillä toimivien yhtiöiden odotettiin yhdistyvän muodostaakseen suurempia kansainvälisiä toimijoita. Merita Oyj:n hinta oli fuusio-odotusten ja usean vuoden jatkuneen yhteisen holding-järjestelyn vuoksi noussut ja heilahdellut viimeiset kuukaudet osakkeista lopulta maksetun hinnan tuntumassa. Telian tarjoama 16 prosentilla Soneran edellisen päivän päätöskurssin ylittänyt kauppahinta Soneran osakkeista oli suomalaisomistajille pettymys. Kuitenkin Soneran velkataakka oli kasvanut niin suureksi että Telian tuki sen purkamiseksi koettiin tarpeellisena.

Useiden kohdeyritysten osakkeenomistajille maksetut preemiot olivat kuitenkin erittäin korkeita. Tähän on toisaalta vaikuttanut osakkeiden mahdollinen aliarvostus pörssissä, mutta toisaalta monet suuria preemioita kohdeyrityksistään maksaneet ostajat ilmoittivat odottavansa merkittävien synergiaetujen toteutumista yrityskaupan seurauksena. Yleensä preemioita pidettiin markkinoilla kohtuullisena. Kemiran GrowHow:n suuromistaja Suomen valtion edustaja esimerkiksi piti yhtiön myyntiä 31 prosentin preemiolla oikeutettuna siksi, että syklisellä lannoitetoimialalla toimivan yhtiön kurssi oli myyntihetkellä sen historian korkeimmalla tasolla. Tilanne oli samanlainen usean tarkasteltavan yhtiön kohdalla, sillä suuri osa yhtiöistä toimi toimialoilla, joissa rakennemuutokset olivat väistämättömiä ja yhtiöt haluttiin myydä markkina-arvostuksen ollessa huipussaan.

### 3.2. Kauppahinta suhteessa kurssikehitykseen

Tässä luvussa tarkastelemme yhtiöiden yrityskauppaa edeltävää osakekurssin kehitystä aina yrityskaupassa maksettuun kauppahintaan saakka. Tällä tavalla voimme tutkia onko preemio ollut riittävä suhteessa osakkeen pitkän aikavälin kurssikehitykseen tai vastaavasti onko lyhyellä aikavälillä matalalta näyttävä preemio itse asiassa riittävä kun tarkastelee yrityksen pidempää kurssikehitystä.

Kuvissa 1-21 on raportoitu yhtiöiden kumulatiiviset osaketuotot ajanhetkestä viisi vuotta ennen yrityskaupan julkistamista aina yrityskaupan julkistamispäivänä yhtiöstä tarjottuun kauppahintaan. Kuvissa ajanhetki -60 on 60:s kuukausi ennen yrityskauppaa ja ajanhetki 0 on yrityskaupan julkistamispäivä. Kaikki arvot perustuvat osakkeen

pörssikurssiin lukuun ottamatta julkistamispäivän arvoa, joka on yhtiöstä tarjottu kauppahinta. Kuvat esittävät kunkin ajanhetken todellisen tuoton laskettuna em. periodin alusta alkaen. Osakekurssin kehityksen lisäksi kuvissa esitetään portfolioindeksin vastaava kehitys.

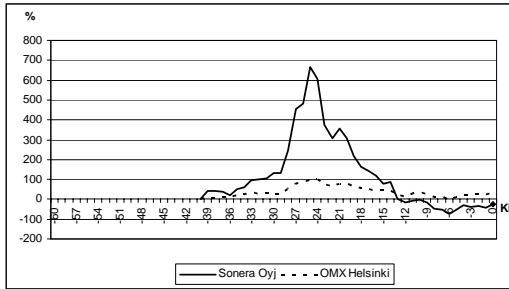
Kuvien 1-21 perusteella yhtiöt voidaan jakaa kolmeen ryhmään sen mukaan, oliko yhtiön osakekurssi nousussa, laskussa vai vailla selvää suuntaa ennen lunastustarjouksen julkistamista. Ryhmien sisällä on kuitenkin myös seuraavaa vaihtelua:

- Markkina-arvon lasku- ja nousuvaiheiden vaihtelut viiden vuoden periodin aikana.
- Kauppahinta suhteessa yhtiön osakkeen sekä lyhyen että pitkän aikavälin kurssikehityksen.
- Yhtiön markkina-arvon kehitys suhteessa osakemarkkinoiden yleiseen kehitykseen.

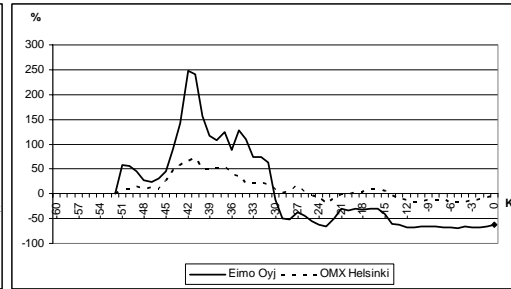
Selkeästi laskevan osakekurssin aikaan ostettuja yhtiöitä olivat Sonera Oyj (Kuva 1), Eimo Oyj (Kuva 2), Perlos Oyj (Kuva 3), Cultor Oyj (Kuva 4) ja Evox Rifa Group Oyj (Kuva 5). Yllä mainituista yhtiöistä kaikki ovat kokeneet tarkasteluperiodin alussa voimakkaan kasvun markkina-arvossaan, minkä jälkeen markkina-arvo on lähtenyt melko voimakkaaseen laskuun. Näiden yhtiöiden osakekurssin kehitys on kuitenkin lähes koko periodin ollut vastaavaa markkinaindeksin tuottokehityksen kanssa. Sonera Oyj:n ja Eimo Oyj:n markkina-arvon voimakkaat kasvut ajoittuivatkin vuodelle 1999 ja vuoden 2000 alkuun, jolloin osakekurssit nousivat voimakkaasti juuri ennen laskusuhdannetta. Soneran kurssi elpyi hieman puoli vuotta ennen yrityskauppaa, jolloin spekulatiot Soneran ja Telian fuusiosta voimistuivat ja pahasti velkaantuneen yhtiön tilannetta helpotettiin miljardin euron suuruisella osakeannilla. Eimo Oyj ei pystynyt vastaamaan matkapuhelinvalmistusalan rakenteellisiin muutoksiin, ja yhtiön markkina-arvo laski viimeiset kolme vuotta ennen yrityskauppaa.

Sekä Evox Rifa Group Oyj:n että Perlos Oyj:n markkina-arvojen voimakas ja pitkäaikainen lasku on päinvastainen markkinoiden nousutrendin kanssa. Perlos Oyj:n markkina-arvon kasvu sijoittuu vuosille 2002–2004, jolloin osakemarkkinat alkoivat elpyä laskukauden jälkeen ja osakekurssit nousivat tasaisesti. Markkinoiden tuottokehitys jatkui edelleen positiivisena, mutta Perlos Oyj:n markkina-arvo lähti laskuun. Yleisen kurssikehitys ei siis selitä Perlos Oyj:n vuosi ennen yrityskauppaa

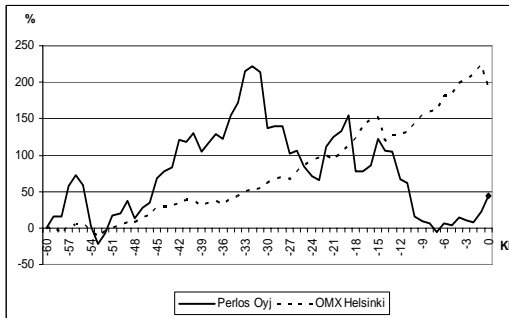
alkanutta markkina-arvon laskua, vaan matkapuhelinalan hintaeroosion heikentämä yhtiön tuloksetekokyky alensi jatkuvasti tämän markkina-arvoa. Puoli vuotta ennen yrityskauppaa alkanut hienoinen markkina-arvon kasvu oli pääasiassa seurausta Perloksen vuoden 2007 alussa julkistamasta massiivisesta saneerausohjelmasta.



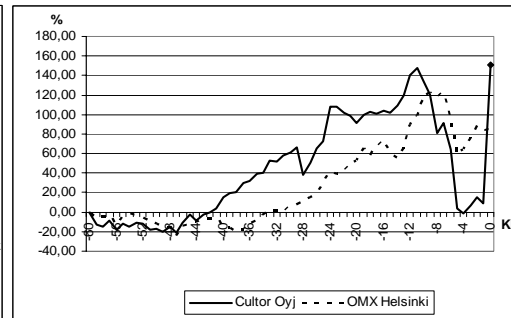
Kuva 1.



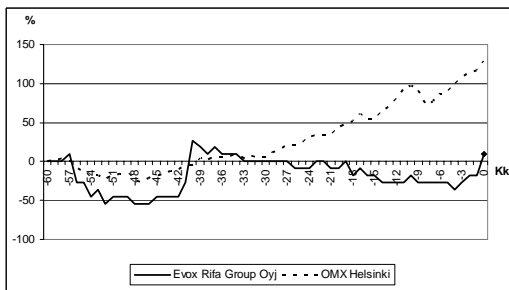
Kuva 2.



Kuva 3.



Kuva 4.

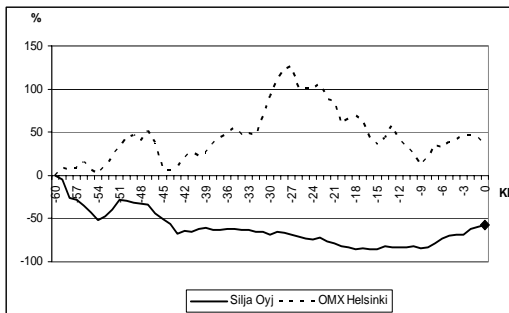


Kuva 5.

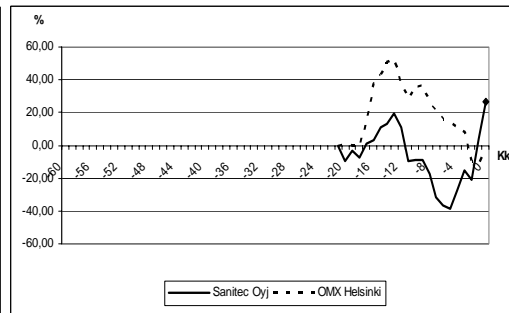
Osakekurssin kehityksen suhteen selvää suuntaa vaille ennen yrityskauppaansa olivat Silja Oyj (Kuva 6), Sanitec Oyj (Kuva 7), Janton Oyj (Kuva 8), Novo Group Oyj (Kuva 9), Merita Oyj (Kuva 10), FIM Group Oyj (Kuva 11) ja Starckjohann Oyj (Kuva 12). Kaikkien näiden yhtiöiden markkina-arvot ovat sekä laskeneet että nousseet

yrityskauppaa edeltävänä kautena ilman selkeää suuntaa. Niiden markkina-arvon kehitys on kuitenkin seurannut pääpiirteiltään markkinoiden yleistä kehitystä. Yhtiöiden osakekurssien kehitys on pääasiassa jäänyt markkinoiden yleisestä kehityksestä lukuun ottamatta Jantonia ja Meritaa, joiden tuotot ylittivät markkinatuotot muutama vuosi ennen yrityskauppoja. Meritan osakekurssiin vaikuttivat pitkään jatkuneet huhut Meritan ja Nordbankenin fuusiosta. Kyseiset odotukset nostivat Meritan osakkeen hintaa niin korkealle, että lopullinen yrityskaupassa maksettu osakkeen arvo oli melkein kolme kertaa suurempi kuin viisi vuotta aikaisempi arvo.

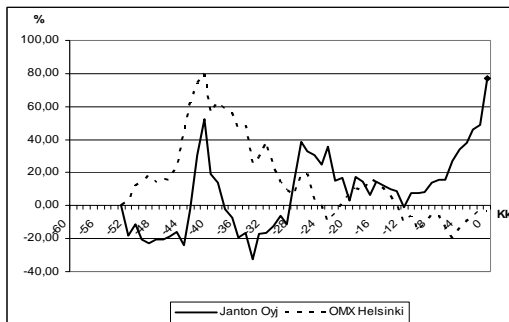
Vaikka yllä mainittujen yhtiöiden osakekurssilla ei ollut selkeää suuntaa yrityskauppaa edeltävällä ajanjaksolla, kaikkien näiden yhtiöiden osakekurssit nousivat hieman ennen yrityskauppaa. Yhtiöiden näkymät olivat siis parantumassa tai markkinat odottivat kyseisten yhtiöiden yhdistyvän jonkin toisen toimijan kanssa. Starckjohannia ja Meritaa lukuun ottamatta kaikista yhtiöistä maksetut kauppahinnat olivatkin merkittävästi suuremmat kuin yhtiöiden markkina-arvo lyhyellä aikavälillä tarkasteltuna. Kuitenkin vain FIM:n, Jantonin ja Sanitecin osakekannoista maksetut kauppahinnat ylittivät yhtiöiden koko periodin korkeimmat markkina-arvot.



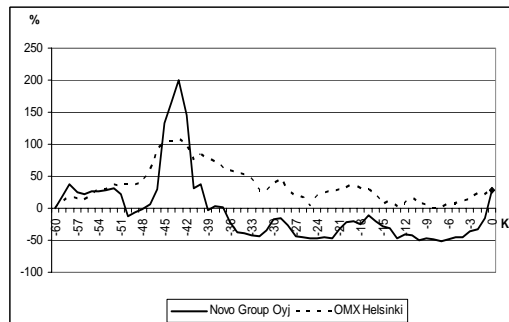
Kuva 6.



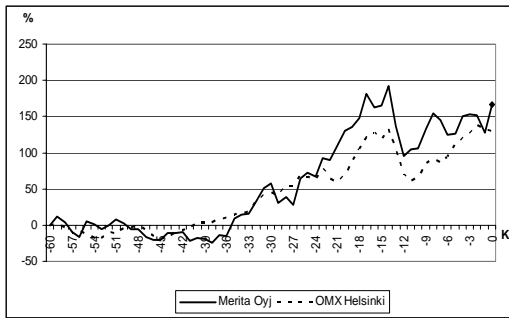
Kuva 7.



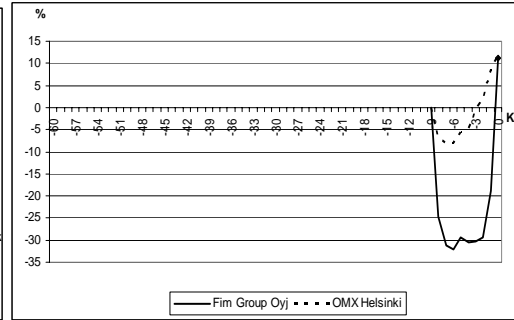
Kuva 8.



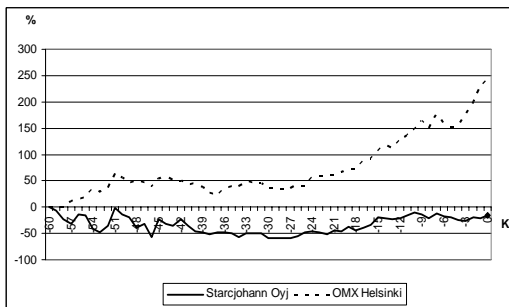
Kuva 9.



Kuva 10.



Kuva 11.



Kuva 12.

Osakekurssin nousun aikana ostettuja yhtiöitä olivat Tamro Oyj (Kuva 13), Oyj Hartwall Abp (Kuva 14), Kemira GrowHow Oyj (Kuva 15), Hackman Oyj (Kuva 16), Chips Oyj (Kuva 17), Polar Kiinteistöt Oyj (Kuva 18), Instrumentarium Oyj (Kuva 19), Puuharyhmä Oyj (Kuva 20) ja eQ Oyj (Kuva 21). Tamro Oyj:tä lukuun ottamatta kaikista yhtiöistä maksetut kauppahinnat ovat merkittävästi korkeampia kuin kyseisten yritysten korkeimmat markkina-arvot koko periodilla. Näiden yritysten markkina-arvostus on siis ollut kasvussa yrityskaupahetkellä ja tähänkin nähden kauppahinta on kohtuullisen korkea.

Yllä mainituista yhtiöistä kaikkien markkina-arvon kehitys on kulkenut linjassa markkinoiden kehityksen kanssa lähes koko tarkasteluperiodin. Instrumentarium Oyj:n kahden viimeisen vuoden voimakas markkina-arvon kasvu on sen sijaan ollut yhtäaikaista markkinoiden tuottotason laskun kanssa, jonka vuoksi markkinaolosuhteilla ei voida edes osaksi selittää Instrumentarium Oyj:n markkina-arvon kasvua. Vaikka ainoastaan Puuharyhmä Oyj:n ja eQ Oyj:n tuotot ovat olleet lähes jatkuvasti markkinoiden yleistä kehitystä korkeampia, kaikkien yhtiöiden tuotot ovat nousseet markkinoiden yleistä tuottoa korkeammalle selvästi ennen kunkin yhtiön yrityskauppaa



ja kauppahintojen tuomat tuotot pitkään yhtiöihin sijoittaneille ovat huomattavasti markkinoiden kyseisellä ajanhetkellä antamia tuottoja korkeampia. Markkina-arvon nousuvaiheessa ostettuihin yhtiöihin ennen lunastustarjousta sijoittaneille yrityskaupat olivat siis erittäin tuottavia sijoituksia. Erityisen korkean tuoton viisi vuotta yhtiöön ennen yrityskauppaa sijoittaneille tarjosi eQ:n kauppa, jonka kauppahinta oli yli lähes kuusinkertainen yhtiön viiden vuoden takaiseen markkina-arvoon verrattuna. Tässä suhteessa erityisen hyvän tuoton pitkäaikaisille sijoittajille antoivat myös eQ:n ja Puuharyhmän viiden vuoden takaisin markkina-arvoihin verrattuna melkein viisinkertaiset kauppahinnat.

Markkina-arvon nousuvaiheessa ostetuista yhtiöistä vain kolmen markkina-arvo oli koko lähes koko yrityskauppaa edeltävän viisivuotisperiodin ajan tasaisesti nousussa. Sekä pitkän että lyhyen aikavälin sijoittajille tuottavimpia yrityskauppoja ovat olleet koko tarkasteluperiodin ajan tuottotasoltaan parantuneet ja tähänkin kehitykseen nähden korkealla preemiolla ostetut kohdeyritykset, joita ovat Puuharyhmä Oyj ja eQ Oyj.

Joidenkin yhtiöiden tuottohistoriassa voidaan havaita tekijöitä, jotka markkinoiden yleisen kehityksen ohella vaikuttivat näiden tuottokehitykseen. Huvipuistotoimintaa harjoittanut Puuharyhmä oli enemmän riippuvainen sääolosuhteista kuin maailman markkinatilanteista. Tamro Oyj:n markkina-arvon kehitys kääntyi nousuun kolme vuotta ennen yrityskauppaa, vaikka markkinoiden yleinen kehitys jatkui laskusuhdanteessa. Yhtiön käänsi positiiviseen tuottokehitykseen tämän lopulta kokonaan omistukseen myöhemmin ostanut BA Capital Management Europe, joka vuonna 2000 hankki enemmistöomistuksen yhtiöstä. Enemmistöomistajan suunnitellut ja toteutetut toiminnan tehostamistoimet sekä odotukset loppujenkin osakkeiden lunastuksesta paransivat Tamron tuottokehitystä aina yrityskauppaan asti, missä maksettu kauppahinta ei sitten viimeisten vuosien kurssikehitykseen nähden ollut kovin korkea.

Monialayhtiönä pidetyn Hackmanin toimintojen virtaviivaistaminen ja päätoimialoillaan kasvaminen yritysostojen avulla näkyi yhtiön osakekurssissa positiivisesti. Osakesarjojen yhdistäminen vaikutti kurssikehitykseen edelleen positiivisesti, ja sijoitusyhtiö Nordic Capitalin tarjoutuminen ostamaan Hackmanin koko osakekannan nosti yhtiön kurssia entisestään. Kuukautta myöhemmin Ali Group teki kuitenkin selvästi paremman kilpailevan tarjouksen Hackmanista. Polar Kiinteistöt Oyj:n tuottokehitys kääntyi nousuun yhtiön päästyä velkasaneerauksesta ja yhtiön päätettyä keskittymisestään toimisto- ja liiketilojen omistamiseen ja vuokraamiseen

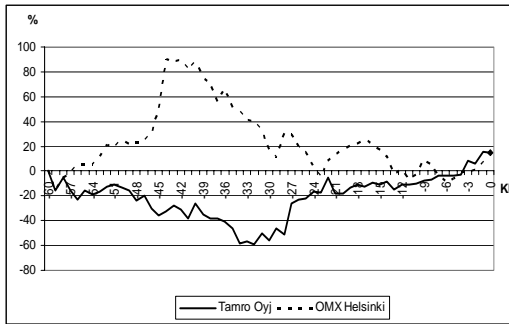
Tampereen, Turun ja pääkaupunkiseudulla. Kemira GrowHow:n negatiivinen tuottokehitys heijasti yhtiölle korkean maakaasun hinnan aiheuttamia ongelmia. Yhtiön näkymät kuitenkin paranivat vuoden 2006 loppua kohden muun muassa Englannin ja Keski-Euroopan välisten maakaasuverkostojen parannusten onnistuessa.

Kahden yhtiön kurssikehitys oli yhteydessä Venäjän elintarvikemarkkinoiden tilaan. Hartwallin tulokseen vaikuttivat olennaisesti Venäjän juomamarkkinat, sillä yhtiön liikevaihdosta merkittävä osa tuli Venäjältä. Vuoden 1998 puolella välissä toteutunut ruplan devalvaatio näkyi Hartwallin tuloksessa ja vaikutti merkittävän negatiivisesti yhtiön markkina-arvoon. Venäjän markkinoiden elpymässä myös Hartwallin näkymät paranivat ja lopulta Venäjästä tuli yksi Hartwallin myyntivalteista. Chipsin kurssi lähti vahvaan nousuun sen ostettua venäläisen elintarvikeyhtiön, mikä osaltaan lisäsi Chipsin myynnin kasvua viimeisenä itsenäisenä vuotenaan ja markkina-arvo kasvoi.

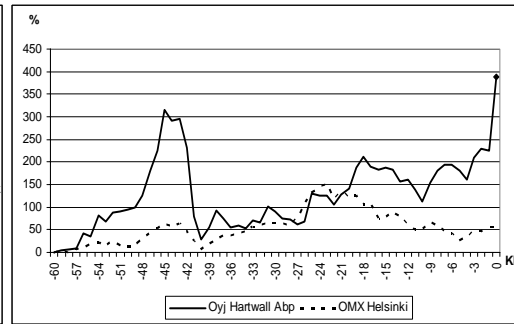
Instrumentariumin keskittyminen terveydenhuollon teknologiaan myymällä siihen kuulumattomia liiketoimintojaan ja tekemällä merkittäviä synergiaetuja tuottaneita yrityskauppoja sai yhtiön osakekurssin nousemaan usean vuoden. Sijoitus konserni eQ hyötyi osakekaupan suosiosta, mikä selittää hyvän osakekurssin kehityksen. Erityisen positiiviset kurssikehitykset ja tulevaisuudennäkymät saivat ostajaehdokkaat tarjoamaan kohtuullisen korkeaa ylihintaa yhtiöiden osakkeenomistajille. Kuten Hartwallin ja Puuharyhmän myös Instrumentariumin ja eQ:n kauppahinnat olivat aivan erityisen korkeita useamman vuoden yhtiöihin sijoittaneille. Näiden yhtiöiden kauppahintojen vuoksi yhtiöihin pitkään sijoittaneet saivat sijoituksensa moninkertaisena takaisin. Molempien ostajat siis uskoivat noususuhdanteen jatkuvan ja uskoivat yhtiöiden kykyyn kasvaa.

Keskimäärin tarkastelun alla olevat yrityskaupat ovat olleet tuottavia transaktioita näihin yrityksiin pitkällä aikavälillä sijoittaneille. Vain neljän yhtiön kauppahinnat olivat matalampia kuin yhtiöiden viiden vuoden takaiset markkina-arvot. Vaikka lyhyen aikavälin sijoittajien tuotot saattavat vaihdella, pitkään kohdeyrityksiin sijoittaneista ainoastaan muutaman yhtiön kohdalla saattoi joutua kärsimään tappioita sijoituksessaan. Nämä tulokset viittaavat siihen, että suurin osa kohdeyrityksistä ovat olleet markkinoilla arvostettuja yrityksiä joilla on hyvät tulevaisuudennäkymät ja ostavat yritykset ovat tunnistanee nämä suostuessaan maksamaan vaaditun hinnan. Tulokset myös osoittavat, että yhtiöistä on maksettu kohtuullisen korkeita preemioita. On kuitenkin vaikea arvioida, ovatko maksetut preemiot olleet riittäviä kattamaan nousun, jonka kohdeyritys olisi vielä saattanut kokea ilman yrityskauppaa.

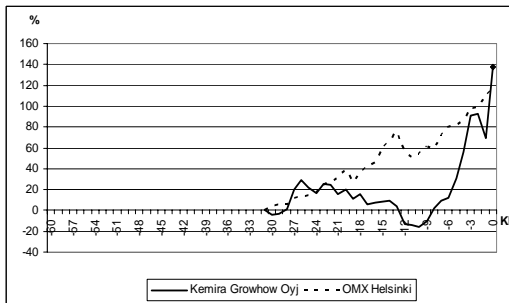
Preemioiden kohtuullisesta tasosta pitkäänkin markkina-arvoltaan nousussa olleen kohdeyritysten kohdalla voidaan kuitenkin päätellä, että ulkomaiset ostajat ovat mahdollisesti pitäneet yhtiöiden arvostusta kotimaisessa pörssissä liian alhaisena. Toki ostaja on saattanut päätyä korkeaan kauppasummaan jo pelkästään kaupasta odottamiensa synergiahöytyjen vuoksi. Suomen osakemarkkinoiden pienen koon ja vähäisen kaupankäynnin määrän vuoksi ulkomaiset ostajat saattoivat nähdä suomalaisen merkittävää kasvupotentiaalia omaavan yhtiön liian matalalle hinnoitelluksi.



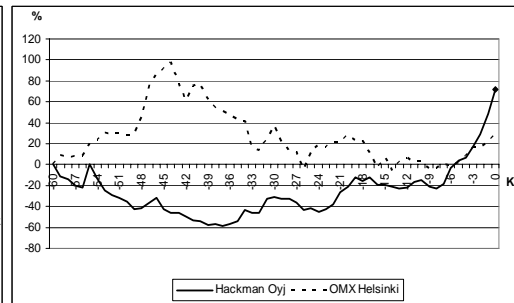
Kuva 13.



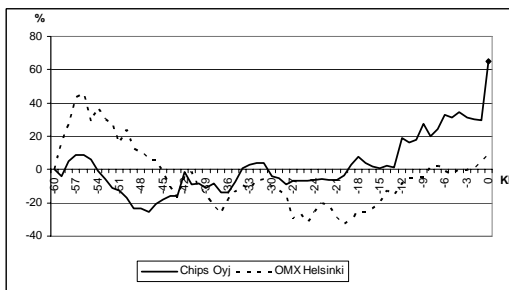
Kuva 14.



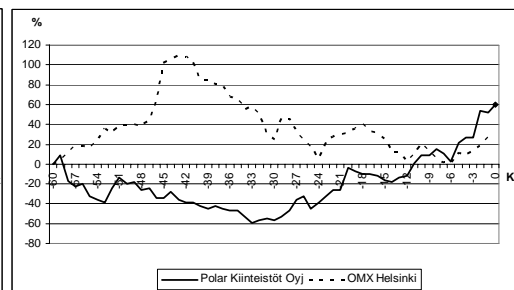
Kuva 15.



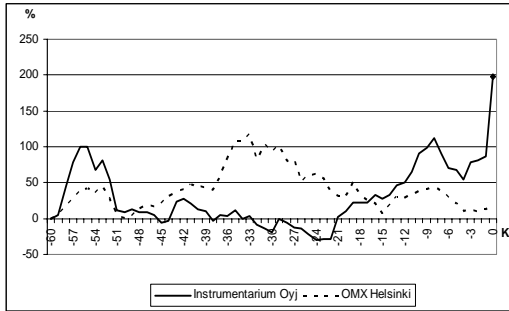
Kuva 16.



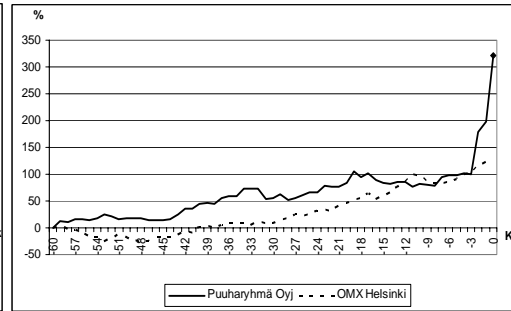
Kuva 17.



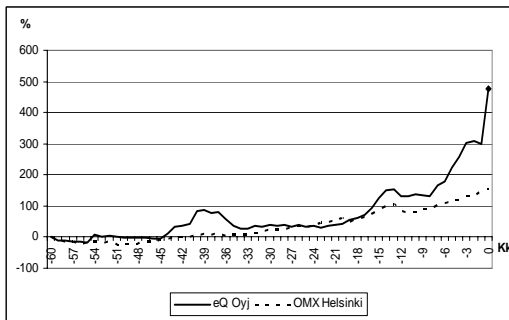
Kuva 18.



Kuva 19.



Kuva 20.



Kuva 21.

### 3.3. P/B- ja P/E-luvut

Tässä luvussa täydennetään yrityskaupassa maksetun hinnan analysointia tarkastelemalla, miten kohdeyrityksen arvostustasot (P/B) ja voittokertoimet (P/E) ovat kehittyneet juuri ennen yrityskaupan julkistamista, ja kuinka yrityskaupassa maksettu kauppahinta vaikuttaa näihin tunnuslukuihin verrattuna kaupan julkistamista edeltävällä periodilla laskettuihin lukuihin. Yrityksen arvostustasoa vertaillaan toimialan arvostustasoon yrityskauppaa edeltävänä periodina samalla tavoin kuin premiotarkastelussa edellä.

Arvostustasoa mitataan P/B-luvulla (price-to-book), jossa yhtiön oman pääoman markkina-arvo suhteutetaan sen kirja-arvoon. Mitä korkeampi P/B-luku on, sitä korkeammaksi sijoittajat kokevat yrityksen arvon suhteessa sen kirjanpitoarvoon. Suhteessa korkea markkina-arvo johtuu yleensä sijoittajien odotuksista yritystä kohtaan. Yrityksen kasvupotentiaali, tuleva kannattavuus, positiiviset markkinanäkymät, ym. tekijät kasvattavat kohdeyrityksen markkina-arvoa mutta eivät vaikuta kirjanpitoarvoon.

P/B-luku seuraa oman pääoman tuoton kehitystä, eli mitä korkeampi oman pääoman tuotto, sitä korkeampi P/B-luku. Korkean P/B-luvun omaavat yhtiöt ovatkin yleensä hyvin kannattavia vahvassa kasvuvaiheessa olevia yhtiöitä tai yhtiöitä, joilla on aineetonta omaisuutta mikä saa aikaan suuria kasvuodotuksia.

Voittokerroin eli P/E-luku kuvaa, kuinka monessa vuodessa yritys maksaa itsensä takaisin nykyisellä tulostasolla. Se lasketaan jakamalla yrityksen markkina-arvo tilikauden nettotuloksella. P/E-luvun käyttö on yrityskaupan yhteydessä maksetun hinnan tarkastelussa erityisen mielenkiintoista, sillä se osoittaa, kuinka pian ostava yritys nykyisellä kohdeyrityksen tulostasolla maksaisi siihen sijoitetun summan takaisin. Matala P/E-luku indikoi yhtiön matalista kasvuodotuksista kun taas korkea P/E-luku osoittaa, että sijoittajat odottavat yhtiön kasvattavan tulostaan jatkossa.

Tarkasteltavat kohdeyritysten P/B-luvut ja P/E-luvut on koottu taulukkoon 6. Sarakkeessa (1) on raportoitu P/B-luvut käyttäen osoittajassa ostotarjouksen julkistamispäivän markkina-arvoa ja sarakkeessa (2) yrityskaupan kokonaisvastikkeista laskettua kauppahintaa. Kohdeyritysten päivää ennen yrityskauppoja laskettujen P/B-lukujen keskimääräinen arvo on 2,84, mikä on linjassa suomalaisille yrityksille lasketun keskimääräisen P/B-luvun kanssa. Ainoastaan Eimo Oyj:n ja Polar Kiinteistöt Oyj:n P/B-luvut ovat alle yhden. Polarin tasearvon alittava kauppahinta oli kuitenkin kyseiseen aikaan tavanomaista kiinteistösisijoitusyhtiöissä. Lähes kaikkien yhtiöiden markkina-arvostus ylittää tasearvon. Tämä indikoi sijoittajien uskovan yrityksen kasvupotentiaaliin ja kannattavuuteen. Lisäksi yhtiöistä kahdella kolmasosalla yrityskaupan julkistamista edeltäneelle päivälle laskettu P/B-luku ylittää toimialansa verrokkien mediaanin.

Taulukon 6 sarakkeessa (3) on esitetty P/E-luvut, jotka on laskettu käyttäen osoittajassa ostotarjouksen julkistamispäivän markkina-arvoa ja sarakkeessa (4) yrityskaupan kokonaisvastikkeista laskettua kauppahintaa. Yritysten P/E-lukujen keskiarvo on tyypillisesti markkinatilanteesta ja toimialasta riippuen 10–20 välillä. Sarakkeessa (3) esitetyt P/E-luvut osoittavat, että noin puolella kohdeyrityksistä markkina-arvostus tuloksentelekykyyn verrattuna on ollut toimialaa varovaisempaa. Kohdeyritysten päivää ennen yrityskauppoja laskettujen P/E-lukujen keskiarvo on 16,77, mikä osoittaa, että ulkomaisten tahojen lopulta ostamien suomalaisten yritysten markkina-arvostus tuloksentelekykyyn nähden on ollut kohtuullisen korkeaa. Tarkasteltaessa sarakkeessa (4) esitettyjä kauppahintoja käyttäen laskettuja P/E-lukuja voidaan todeta, että vaikka joidenkin yritysten kauppahintaa pidettiin liian alhaisena, on

kuitenkin lähes kaikkien yhtiöiden kauppasumma ollut yli kymmenkertainen sen tilikauden tulokseen verrattuna. Negatiiviset P/E-luvut osoittavat, että yhtiö on tehnyt tappiota, eikä P/E-lukua voida tulkita.

*Taulukko 6. Kohdeyritysten P/B-luvut ja P/E-luvut ennen yrityskaupan julkistamista.*

Kohdeyritys	P/B-luku		P/E-luku	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Puuharymä Oyj	2,03 (2,17)	2,96	29,18 (18,93)	42,58
Chips Abp	3,59 (1,47)	4,38	25,78 (13,55)	33,07
Cultor Oy	1,18 (2,05)	2,59	14,11 (16,25)	31,09
FIM Group Corp	2,63 (2,14)	3,51	22,69 (15,49)	30,23
Instrumentarium Oyj	2,54 (1,28)	3,97	18,24 (14,95)	28,52
Novo Group Oyj	2,17 (1,71)	3,00	19,15 (20,62)	26,46
Sanitec	2,10 (1,43)	2,48	19,68 (12,89)	23,17
Oyj Hartwall Abp	3,46 (1,58)	4,76	16,06 (17,74)	22,07
Eimo Oyj	0,73 (1,57)	0,91	16,56 (15,94)	20,85
Hackman Oyj	1,70 (1,17)	1,85	18,29 (14,07)	19,88
Sonera Oyj	1,42 (1,13)	1,65	15,90 (16,47)	18,46
Merita Oy	2,25 (1,50)	2,60	15,25 (14,15)	17,65
Tamro Oyj	1,41 (1,61)	1,48	16,45 (15,46)	17,28
Janton Oyj	6,69 (1,62)	6,92	15,37 (23,26)	15,88
eQ Oyj	2,33 (2,28)	3,49	10,26 (16,01)	15,33
Silja Oyj	0,96 (1,06)	1,02	12,58 (9,70)	13,34
Starckjohann Oy	2,77 (2,55)	2,80	11,17 (19,30)	11,33
Polar Kiinteistöt Oyj	0,95 (1,15)	0,90	5,11 (13,95)	4,85
Perlos Corp	1,26 (2,44)	1,78	-4,47 (19,87)	-6,32
Evox Rifa Group Oyj	2,57 (2,56)	3,42	-16,91 (20,34)	-22,55
Kemira Growhow Oyj	1,71 (3,07)	2,24	-67,99 (20,76)	-88,89
Keskiarvo	2,21 (1,79)	2,80	16,77 (16,65)	21,78

Keskiarvojen laskemiseen ei ole sisällytetty negatiivisia havaintoja koska niitä ei voi tulkita.

## 4. YHTEISKUNNALLISET VAIKUTUKSET

### 4.1. Liikevaihto, verot, investoinnit ja henkilöstö

Kohdeyritysten yhteiskunnallisia vaikutuksia on selvitetty tarkastelemalla ostettujen yritysten Suomen liiketoimintojen volyymin, verojen, investointien ja henkilöstön määrää yrityskaupahetkellä. Lähteinä on käytetty vuosikertomuksia, tytäryritysten tilinpäätöksiä, konsernien ja tytäryritysten internetsivustoja ja muita saatavilla olevia tietoja. Taulukkoon 7 on koostettu kohdeyritysten Suomen osuudet liikevaihdon, verojen, investointien ja henkilöstön osalta yrityskaupan julkistamista edeltävänä vuotena. Mikäli tieto on koostettu tytäryritysten tilinpäätöksistä, taulukossa raportoitu luku kuvaa konsernin Suomessa rekisteröityjen tytäryritysten tilinpäätösten yhdistelmää. Joissain tapauksissa, kuten Starckjohann, Janton, Polar Kiinteistöt, Puuharyhmä ja eQ, raportoidut luvut ovat konsernitasolta, jolloin konsernin toiminta on ollut Suomessa. Poikkeuksena tästä on Polar Kiinteistöt, jonka tytäryrityksistä 57 toimii Suomessa ja 4 ulkomailla yrityskauppaa edeltävän vuoden tiedoissa (vuosikertomus). Polar Kiinteistöjen konsernitieto sisältää raportoidussa luvussa kaikki konsernin tytäryritykset. Tytäryritysten tiedot poikkeavat myös vuosikertomuksen maakohtaisista Suomen tiedosta, sillä tytäryritykset voivat myös olla konserneja, joilla on toimintaa kotimaan lisäksi ulkomailla. Tarkkoja maakohtaisia lukuja on näin ollen hyvin vaikea selvittää, mutta taulukon luvut ovat kuitenkin suuntaa antavia.

Taulukossa 7 on raportoitu myös yhtiöiden ulkomaalaisomistuksen osuus kuukautta ennen yrityskaupan julkistamista. Tarkastelemalla ulkomaalaisomistuksia pyrimme selvittämään, oliko lunastus ulkomaisiin käsiin luonnollinen jatkumo aikaisemmalle kansainvälistymiselle. Ylä-Anttila et al. (2005) tutkivat, eroavatko ulkomaalaisomisteiset yritykset suomalaisomisteisistä. Heidän tuloksensa osoittavat, että ulkomaalaisomisteisten yhtiöiden kannattavuus ja kyky tuottaa lisäarvoa ovat olleet selvästi suomalaisomisteisiä yrityksiä parempaa mutta toisaalta ulkomaalaisomisteiset yhtiöt investoivat selvästi vähemmän kuin suomalaisomisteiset. Puttosen (2004) mukaan ulkomaalaisomistuksen lisääntyminen on kiihdyttänyt joka tapauksessa välttämättömiä talouselämän rakennemuutoksia ja toisaalta yritykset hyötyvät kansainvälisen emoyhtiön globaaleista jakelukanavista ja kyvykkästä johdosta. Ennen yrityskauppaa vallinneen ulkomaalaisomistuksen huomioon ottaminen on siis tärkeää,

sillä yhtiön hyvä taloudellinen tilanne saattaa olla osaksi juuri ulkomaalaisomistuksen ansiota. Tällaisissa tapauksissa kokonaan ulkomaalaisomistukseen siirtyminen on saattanut olla luonnollinen jatkumo, jonka osana yhtiö on kehittynyt ja tullut kannattavammaksi.

Yhtiöistä Merita Oyj:llä ja Sonera Oyj:llä oli selkeästi eniten liiketoimintaa Suomessa yrityskauppaa edeltävänä vuotena. Merita oli lisäksi erittäin suuri työllistäjä yli 12000 työntekijällään. Molemmat yhtiöt olivat kuitenkin myös vahvasti ulkomaalaisomistuksessa jo ennen yrityskauppojansa, mikä osoittaa, että molemmat yhtiöt olivat kansainvälistymässä vahvasti. Toisaalta se on osoitus myös siitä, että yhtiöt toimivat aloilla, joissa globalisaatio ja kansainvälinen yhteistyö olivat kasvavan tärkeässä asemassa.

Kaikki muutkin yhtiöt, joiden Suomen liikevaihto ylitti sata miljoonaa euroa ennen yrityskauppaa, olivat vähintään viidesosaltaan ulkomaalaisomistuksessa. Poikkeuksena oli ainoastaan Starckjohann Oyj, jonka ulkomaalaisomistus oli vain muutaman prosentin. Cultor Oyj ja Kemira GrowHow Oyj toimivat molemmat aloilla, jossa suuremman kansainvälisen toimijan tuki oli tarpeellinen, ja niiden ulkomaalaisomistus olikin korkealla tasolla jo ennen yrityskauppaa. Erityisen matala ulkomaalaisomistus ennen yrityskauppaa oli Janton Oyj:llä ja Puuharyhmä Oyj:llä, joiden toiminta olikin sidottua paikallisiin markkinoihin ja lunastustarjouksen tehnyt ulkomainen taho halusi päästä osaksi näitä paikallisia markkinoita.

Tarkasteltavista yhtiöistä kahden kohdalla on viitteitä siitä, että ulkomaalaisomistukseen kokonaan siirtyminen on ollut jatkumo, joka on kehittänyt ja tehostanut yhtiöiden toimintaa. Sekä Silja Oyj että Tamro Oyj siirtyivät ulkomaalaisen tahon enemmistöomistukseen muutama vuosi ennen lopullista lunastustaan ja kuukausi ennen lunastustarjousta ulkomaalaisomistuksessa oli Siljasta 75 % ja Tamrosta 80 %. Tamron enemmistöomistajan onnistui tehostamaan taloudellisesti välttävällä tasolla olleen yhtiön toimintaa ja lunasti lopulta lopunkin osakekannan omistukseensa. Myös Siljan ulkomaalainen enemmistöomistaja paransi yhtiön kannattavuutta ennen lopullista osakekannan lunastusta.

Tarkasteltavista yhtiöistä ennen yrityskauppaansa Suomeen eniten investoinut yhtiö oli Hartwall Oyj. Toinen merkittävästi Suomessa investointeja tehnyt yhtiö oli Instrumentarium Oyj, joka tuotti Suomelle myös eniten verotuloja. Molemmat yhtiöt olivat myös vahvasti ulkomaalaisomistuksessa. Tämä havainto on hieman yllättävä ottaen huomioon Ylä-Anttila, Ali-Yrjön ja Nybergin (2005) tulokset, joiden mukaan



ulkomaalaisomisteiset suomalaisyritykset investoivat selvästi vähemmän kuin suomalaisomisteiset. Toisaalta vahvoja Suomeen investoijia olivat myös lähes täysin suomalaisessa omistuksessa olleet Starckjohann Oyj ja Polar Kiinteistöt Oyj.

Suomalaisen yhtiön siirtyminen osaksi ulkomaista ostajaa voi aiheuttaa verotulojen menetyksiä Suomessa. Tarkasteltavista yhtiöistä ennen yrityskauppaansa eniten verotuloja Suomeen tuoneet yhtiöt integroitiin kokonaisuudessaan osaksi ulkomaista ostajaa. Suomessa toimintaansa tytäryhtiönä jatkaneet yhtiöt tuovat kuitenkin Suomeen edelleen verotuloja.

*Taulukko 7. Ulkomaille myytyjen pörssiyritysten liikevaihto, verot, investoinnit ja henkilöstö yrityskaupan julkistamista edeltävänä vuonna (Suomen osuudet, M€).*

Yritys	Liikevaihto M€	Verot M€	Investoinnit M€	Henkilöstö Lkm	Ulkom. omistus %
Merita Oyj	2669	n/a.	n/a.	12598	41
Sonera Oyj	2038	n/a	n/a	1142	30
Tamro Oy	655	1	0,3	359	80
Starckjohann Oyj	605	1	16	1569	3
Cultor Oyj	543	n/a	n/a	1183	39
Silja Oyj	490	0	n/a	1785	75
Hartwall Oyj	307	6	123	1350	35
Novo Oyj	291	n/a	n/a	2254	22
Kemira Growhow Oyj	222	1	8	1043	40
Hackman Oyj	167	n/a	n/a	1336	20
Perlos Oyj	132	n/a	n/a	2251	22
Instrumentarium Oyj	104	21	29	1990	26
Hex Oyj	93	8	14	427	16
FIM Group Oyj	78	4	4	246	17
Chips Oyj	82	0,3	1	107	2
Polar Kiinteistöt Oyj	62	0	19	21	6
Janton Oyj	53	3	2	342	1
Sanitec Oyj	37	0,4	3	407	7
Eimo Oyj	49	0	2	645	10
eQ Oyj	48	2	3	150	50
Puuharyhmä Oyj	13	1	2	160	0,1
Evox Rifa Group Oyj	1	0	0,2	297	39

Evox Rifa Groupilla yksi tytäryhtiö Suomessa, Evox Rifa Oy, jonka tiedot raportoitu. Meritan liikevaihto 2 vuotta ennen yrityskaupan julkistamista. Eimon tiedot 2 vuotta ennen yrityskaupan julkistamista. Perloksen liikevaihto 4 vuotta / henkilöstö 3 vuotta ennen yrityskaupan julkistamista.

#### 4.2 Kohdeyritysten saamat Tekes-tuet

Aikaisemmissa luvuissa on esitetty eri osa-alueita, joiden vuoksi suomalaisen yhtiön siirtyminen ulkomaalaiseen omistukseen aiheuttaa kysymyksiä sen vaikutuksista suomalaiseen yhteiskuntaan. Tarkastelun alla on ollut yhtiön myymisen oikea-aikaisuus

suomalaisten omistajien ja henkilöstön kannalta sekä poistuneiden verotulojen ja investointien painoarvo Suomen kansantalouden kannalta. Yksi tärkeä tarkasteltava osa-alue on myös yhteiskunnan panostukset poistuneisiin yhtiöihin. Yksi esimerkki tällaisista panostuksista on Teknologian ja innovaatioiden kehittämiskeskuksen (Tekes) myöntämä tukirahoitus yrityksille.

Tekes-tukea myönnetään tutkimus- ja kehitystyöhankkeisiin vuosittain noin 3000 yritykselle. Rahoitusta myönnetään yleensä yrityksille ja yhteisöille, jotka panostavat liiketoiminnan kehittämiseen ja kasvattamiseen erityisesti teknologian avulla. Suomessa Tekesin rooli yhteiskunnallisesti ja taloudellisesti on merkittävä. Yrityksille myönnettyistä Tekes-tuista 70 prosenttia kohdentuu alle 500 työntekijää työllistäviin yrityksiin, ja alle 30 prosenttia näitä suuremmille yrityksille. Vuonna 2002 Tekesin kokonaisrahoitusosuus oli 237 miljoonaa euroa ja vuodelle 2008 käytettävissä oleva tutkimus-, kehitystyö- ja innovaatorahoitus on kokonaisuudessaan noussut jo noin 536 miljoonaan euroon. Kyse on siis yhteiskunnan talouden ja hyvinvoinnin kannalta tärkeästä instituutiosta, jonka panostukset yhteiskuntaan ovat luonteeltaan pitkäkestoisia. Tekes-tukien tarkastelu on tärkeää juuri kansainvälisten yrityskauppojen yhteydessä, sillä mikäli ulkomainen ostajayritys siirtää suomalaisen kohdeyrityksen tutkimustoiminnan saati koko tuotannon ulkomaille, on perusteltua kysyä, pääsiko suomalainen tutkimus- ja kehitystyö hyötymään yritykselle myönnettyistä tuista.

Ulkomaille myydyistä ja pörssilistalta poistuneista 22 pörssiyrityksestä yhdeksälle on myönnetty Tekes-tukia kutakin ostotarjouksen julkistamista edeltävän kuuden vuoden aikana yhteensä 10,2 miljoonaa euroa. Näistä yrityksistä kahden toiminta on lopetettu kokonaan Suomessa yrityskaupan jälkeen (Eimo Oyj ja Perlos Oyj). Eimo Oyj ja Perlos Oyj myös kuuluvat viiteen yrityskauppaansa edeltävän kuuden vuoden aikana eniten Tekes-tukia saaneiden yritysten ryhmään. Myös Instrumentarium Oyj:lle myönnettiin merkittäviä Tekes-tukia yrityskauppaa edeltävinä vuosina. Samaan ryhmään sijoittuvien Cultor Oyj:n ja Sonera Oyj:n henkilöstöä on myös supistettu voimakkaasti yrityskaupan jälkeen. Huomattavasti vähemmän tukia saaneen Kemira GrowHow Oyj:n ostaja on jatkanut yrityksen toimintaa Suomessa ja on julkistanut suunnitelman kasvattaa tuotantoaan Suomessa. Tukia vähiten saaneiden Merita Oyj:n, Hackman Oyj:n, Evox Rifa Group Oyj:n ja Novo Oyj:n toiminta Suomessa on jatkunut aktiivisena leikkausten ja tehostamisten jälkeen. Yllä mainituista yhtiöistä Tekes peritukiaan takaisin vain Perlos Oyj:ltä.

## 5. YRITYSKAUPAN JÄLKEINEN KEHITYS

Kohdeyritysten toimintaa ja taloutta yritystoston jälkeisinä vuosina on seurattu yritysten johdon haastatteluihin perustuvien lehtiartikkeleiden ja muun saatavilla olevan kirjallisuuden kautta. Myös konsernin strategiaa ja nykytilaa on kartoitettu. Katsaus yrityskaupan jälkeiseen kehitykseen kohdeyrityksissä on koottu taulukkoon 8. Taulukossa raportoidut tiedot ovat kuvailevia ja raportoinnissa on pyritty saamaan tiivis kokonaiskuva kohdeyrityksen kehityksestä. Taulukoissa raportoidut numerotiedot ovat pääosin suuntaa-antavia ja niiden tarkoituksena on kartoittaa kehityksen suuntaa ilman absoluuttisia ja täsmällisiä arvoja. Tiedot kohdeyrityksen toiminnasta ja taloudesta, henkilöstöstä ja strategiasta kohdistuvat ajallisesti heti fuusiota seuraaviin vuosiin ja osa tiedoista on poikkileikkauksia tilanteista fuusion ja tämän päivän välillä. Kohdassa ”Nykytila” on esitetty lyhyt kuvaus ostettujen yhtiöiden tai niiden osien nykyisestä toiminnasta ja sen laajuudesta.

Taulukossa 8 on raportoitu kohdeyritykset järjestyksessään yritystosten julkaisuvuosien mukaan. Tarkasteltaessa yritysten nykytilaa viimeisen vuoden sisällä, voidaan todeta, että pääosalla kohdeyrityksistä toiminta on jatkunut Suomessa fuusion jälkeen. Seitsemän (kolmannes yrityksistä) kohdeyrityksen kohdalla on toteutettu merkittäviä irtisanomisia yrityskaupan jälkeen, ja näistä vain kahden yhtiön toiminta on lakkautettu Suomessa kokonaan. Suomessa toimintaansa aktiivisesti yrityskaupan jälkeen jatkaneista yhtiöistä lähes kaikki olivat yrityskauppaan mennessä joko saavuttaneet hyvät asemat markkinoilla, hakivat voimakasta kasvua tai olivat hyviä tuloksentekijöitä. Hartwall Oyj:tä lukuun ottamatta kaikki kohdeyritykset, joiden henkilöstöä on leikattu yrityskaupan jälkeen merkittävästi tai kokonaan, kärsivät yrityskaupan hetkellä tuloksen heikentymisestä tai muista taloudellisista vaikeuksista. Muutamassa tapauksessa kohdeyrityksen ostajan on edelleen ostanut kolmas osapuoli tai fuusioita on tapahtunut peräkkäisesti useampikin omistajavaihdosten myötä, esim. Starckjohann (Wolseley), Cultor Oyj:n osa Suomen rehu (Avenan ja Kemira Agron yhteisyritys), Hartwall (Heineken), Silja (Tallink), Novo (Logica), FIM (FIM:n toimiva johto), Hex (Nasdaq). Näissäkin tapauksissa toiminta on edelleen jatkunut aktiivisena Suomessa.

Suomessa toimintansa lakkauttaneet kohdeyritykset ovat tuotannollisille toimialoille sijoittuneet Eimo Oyj ja Perlos Oyj. Molempien yritysten taloudellinen tila

heikkeni ennen yrityskauppaa. Eimo Oyj:n tuotantoa supistettiin yrityskaupan jälkeisinä vuosina ja lopulta vuonna 2006 toiminta Suomessa ajettiin alas ja tuotanto siirretään Aasiaan. Samoin Perlos Oyj:n koko tuotanto siirrettiin Kiinaan ja Intiaan ja yli 1000 työntekijää irtisanottiin. Sekä Eimo Oyj:n ostanut Foxconn että Perlos Oyj toimivat voimakkaassa hintakilpailussa, mikä toimitusaikojen lyhentymisen ohella oli omiaan lisäämään kyseisten matkapuhelinvalmistajien alihankkijoiden painetta siirtää tuotanto lähelle valmistajia, eli Aasiaan. Molemmat yritykset työllistävät tällä hetkellä vielä pariasataa henkilöä Suomessa.

Myös Cultor Oyj:n yrityskaupan jälkeinen toiminta on vähentynyt huomattavasti Suomessa. Cultor Oyj:n kannattavuus oli heikentynyt jo tanskalaisen Danisco A/S:n päättäessä ostaa sen vuonna 1999 Tanskan yrityshistorian suurimmassa kaupassa. Kaupassa Daniscon tärkein motiivi oli liittää Cultorin ruokaparanteet uudessa konsernissa Daniscon vanhan parannetoiminnan alaisuuteen. Motiivi oli lähtöisin Daniscon tavoitteesta kehittää kolmea ydinaluettansa, sokerin ja lisäaineiden sekä pakkausten tuotantoa. Fuusioon suhtauduttiin pääasiassa positiivisesti, sillä jos Euroopan suurimpiin sokerirytyksiin kuuluva Danisco olisi jatkanut Cultorin kilpailijana, suomalainen sokeriteollisuus olisi ajan mittaan saattanut joutua vaikeuksiin. Suomen pääkonttori kuitenkin lopetettiin ja tutkimustoimintaa leikattiin huomattavasti. Vuoteen 2003 mennessä henkilöstö oli pienentynyt puoleen eli 600 työntekijään. Voimakkaat henkilöstön pienennykset johtuivat mm. siitä, että strategiansa mukaisesti Danisco hankkiutui eroon Cultorin muutamista isoista liiketoiminnan alueista. Sokerijuurikkaan viljely Suomessa vaarantui, kun EU antoi määräyksen sokerituotannon vähentämisestä ja leikkaukset kaatoivat noin 60 henkeä työllistäneen Salon tehtaan. Helmikuussa 2008 juurikkaan viljelyn jatkuminen kuitenkin varmistui ja tuotanto Suomen ainoalla sokeritehtaalla Säkylässä jatkuu. Kokonaisuudessaan Suomessa toimii yhdeksän Daniscon omistamaa tuotantolaitosta.

Kaksi muuta kohdeyritystä, joiden Suomen toimintoja supistettiin merkittävästi yrityskaupan jälkeen, ovat Sonera Oyj ja Silja Oyj. Telia Ab oli tarpeeksi vakavarainen yhdistyäkseen suuren velkataakan omaavan Soneran kanssa joka sai yrityskaupan kautta rahoitusta ja vahvistusta taseeseensa. Samalla Telia sai lisää langattoman matkapuhelinliikenteen osaamista. Vaikka henkilöstövähennyksiä on tehty vuosien mittaan, Suomen toiminnat jatkuvat ja niitä tehostetaan edelleen. Silja Oyj:n yrityskauppaa edeltäneen heikentyneen tilanteen taustalla oli muun muassa laivamatkustajien määrän raju väheneminen, Vaasa-liikenteen lakkauttaminen ja

polttoaineen hinnan nousu. Siljan siirryttyä kokonaan vuonna 2002 Bermudalle rekisteröidyn amerikkalais-brittiläisen varustamo- ja hotellyhtiö Sea Containers Ltd:n omistukseen henkilöstöä vähennettiin ja toimintoja supistettiin muun muassa siirtämällä Finnjet-alus Italian lipun alle. Ostaja Sea Containers Ltd ajautui kuitenkin talousvaikeuksiin yrityskaupan jälkeen ja Silja myytiin virolaiselle Tallinkille vuonna 2006. Siljan toiminta Tallinkin alaisuudessa jatkuu aktiivisena.

Joihinkin Suomessa toimintaansa aktiivisesti yrityskaupan jälkeen jatkaneista yrityksistä on kohdistettu myös lisäinvestointeja. Mm. Hartwall Oyj, Polar Kiinteistöt Oyj ja Kemira Growhow ovat yrityksiä, joiden kautta ostajayritys on investoinut Suomeen. Kuten Taulukosta 8 käy ilmi, Hartwall Oyj:n ostaneen Scottish and Newcastle PLC:n kasvun ja investointien painopiste oli Itä-Euroopassa ja Suomen Hartwall Oyj:n osto tuki tätä strategiaa. Vuonna 2003 Lahteen valmistuikin Hartwallin tekemä Suomen elintarvikehistorian suurin investointi, 234 miljoonaa euroa maksanut tuotanto- ja logistiikkakeskus. Lahden lisäksi Hartwallilla on juomanvalmistusta Torniossa, lähdevesipullottamo Karijoella sekä pääkonttori Helsingissä.

Yrityskaupan jälkeinen IVG Immobiliien AG:n osana toimiva Polar Kiinteistöt Oyj on myös investoinut Suomeen. Uuden omistajan osana Polar Kiinteistöt Oyj ryhtyi noudattamaan uutta linjaa keskittyä Suomessa Helsingin seudun toimistokiinteistöihin. Myytyään muutaman kauppakeskuksen muun muassa Tampereelta, Polar Kiinteistöt Oyj aloitti investoinnit pääkaupunkiseudulle. Vuonna 2004 se investoi omistamansa Vantaan Kauppakeskus Jumbon laajennukseen ja osti Eläkevakuutusyhtiö Ilmariselta kymmenen kiinteistöä pääkaupunkiseudulta 63 miljoonalla eurolla nostaten Polar Kiinteistöt Oyj:n kiinteistömässän yli viidenneksellä runsaaseen 300 miljoonaan euroon. Vaikka Polar Kiinteistöt Oyj myikin osuutensa Kauppakeskus Jumbosta seuraavana vuotena, on sittemmin IVG Polariksi nimensä muuttanut yhtiö konsernin strategian mukaisesti jatkanut investointeja toimistotiloihin pääkaupunkiseudulla.

Vuonna 2004 Kemirasta irtautuneen Kemira GrowHow:n ostaja Yara International ASA on teollinen yhtiö, jonka intresseissä oli jatkaa ja kehittää Suomessa olevaa toimintaa. Ostajalle GrowHow oli strategisesti tärkeä kohde, sillä päällekkäisiä toimintoja ei juuri ollut. Ostaja, joka oli Kemira GrowHow:ta 5-6 kertaa suurempi, valmisti globaalisti typpilannoitetta, kun taas GrowHow valmisti pääasiassa Euroopassa fosfaattilannoitetta, jota ostaja halusi kehittää. Se halusikin säilyttää Kemira GrowHow:n toiminnan ja investoida siihen. Toiminta jatkuu Suomessa neljässä tuotantolaitoksessa, joista Siilinjärvellä toimii Länsi-Euroopan ainoa fosfaattikaivos.

Yrityskaupan jälkeisen vuoden alussa ostajan tulos yli kaksinkertaistui maataloustuotteiden hintojen nousun kasvattaessa lannoitteiden kysyntää. Joulukuussa 2008 Yara Suomen nimellä toimiva Kemira GrowHow ilmoittikin kasvattavansa tuotantoaan Suomen Siilinjärven tehtailla investoimalla 60 miljoonaa euroa tuotantokapasiteetin nostamiseen yli miljoonaan tonniin vuodessa. Lisäksi Yara Suomi ilmoitti aloittaneensa tarkemmat tutkimukset Savukosken Soklin kaivoksen avaamiseksi, missä olisi kyse miljardin euron investoinneista. Yara oli jo aiemmin ilmoittanut, että yhtiö on kiinnostunut avaamaan Soklin mikäli se on taloudellisesti kannattavaa.

Taulukko 8. Kuvaus kohdeyritysten/konsernin kehittymisestä yritystoston jälkeen.

Yritys	Strategia ja toiminta	Henkilöstö	Nykytila
Starckjohann Oyj	Liiketoiminnan osa-alueet myydään eteenpäin.	Ei merkittäviä irtisanomisia.	Danske Traelast ostaa Starckjohannin Starkki Oy Ab:n, jonka toiminta jatkuu Suomessa työllistään 1200 henkilöä 20 yksikössä.
Cultor Oyj	Ostajan fokus sokerin ja lisäaineisen sekä pakkausten tuotannossa. Sokerin ja makeuttajien tuotanto jatkuu Suomessa.	Irtisanomiset alkavat yrityskaupan jälkeen. Pääkonttori lopetetaan ja tutkimustoimintaa leikataan. Salon tehdas ajetaan alas.	Eu:n sokeritukipäätös ajaa tuotannon ahtaalle, mutta sokerijuurikkaan viljely jatkuu ja tuotanto jatkuu Säkylän tehtaalla.
Merita Oyj	Säästötoimet koko konsernissa ja henkilöstövähennykset jatkuvia tosin maltillisia.	Henkilöstö pienentynyt merkittävästi.	Nordean laajentuessa Pohjoismaihin Suomen toiminnot edelleen konsernin kannattavin osa. Erityisesti vähittäispankkitoiminta tehokasta.
Sanitec Oyj	Toiminta jatkuu Suomen Tammisaaren tehtaalla. Suomessa jo ennen fuusiota toimineen Idon markkinointia jatketaan.	Ei tiedossa olevia irtisanomisia.	Sanitecin tytäryritys Ido Bathroom:n tuotanto Tammisaarella. Sanitec ruotsalaisen EQT:n omistuksessa mutta pääkonttori Suomessa.
Hartwall Oyj	Hartwallin osto tukee ostajan strategiaa panostaa kasvuun ja investointeihin idässä, joten toiminnalla Suomessa jatkuvuutta.	Yrityskaupan jälkeisenä kahtena vuotena 120 henkilön vähennys. Vuonna 2008 Hartwall työllistää 1000.	Toiminta jatkuu vahvana Suomessa investoiden ja kehittämien uusia tuotteita. 2008 siirtyminen Heinekenin konserniin.
Sonera Oyj	Suunnitteilla investointeja kasvualueisiin. Suomen toiminnot jatkuvat.	Useita suuria irtisanomisia fuusion jälkeen.	Toiminta jatkuu aktiivisena Suomessa, jossa 200 M€säästöohjelma vuodesta 2008 alkaen.
Silja Oyj	Ostajalla vuodesta 2002 autolauttakonseptin kehittäminen. Talousvaikeuksissa Silja myydään kuitenkin virolaiselle Tallinkille.	Henkilöstöä vähennetään ja toimintoja supistetaan.	Siljan toiminta osana Tallinkia jatkuu aktiivisena.
Instrumentarium Oyj	Instrumentariumin sulauttaminen onnistuu taloudellisesti ja liiketoiminta kasvussa. Konserni järjestää uudelleen organisaattiorakennettaan.	Maltillisten irtisanomisten ohella työvoimaa lisätään.	Ostaja GE maailman toiseksi arvokkain pörssi-yhtiö vuonna 2007, Suomessa 1100 työntekijää. Sittemmin GE:n tulos kuitenkin heikentynyt ja markkina-arvo laskenut.

---

Hex Oyj	Hex on pieni suhteessa maailma pörssiin ja tarvitsee liittolaisia kustannusten jakamiseksi. Omisti jo Riian ja Tallinnan pörssit.	Noin sata työpaikkaa lopetettu tai siirretty Ruotsiin.	Toiminta Suomessa jatkuu osana OM-konsernia. Vuonna 2008 OMX siirtyy Nasdaqin omistukseen.
Eimo Oyj	Aluksi tuotanto keskitetään Lahteen ja ostaja lisää töitä. Eimon tulokunto kuitenkin heikkenee vuosi vuodelta.	Fuusion jälkeisen parin ensimmäisen vuoden kasvun jälkeen tuotanto Suomessa ajetaan alas ja tuotanto siirretään Aasiaan.	Tehtaiden lopettamisen jälkeen Suomessa Lahden tehtailla enää noin 100 henkilöä ja Helsingissä toimii myyntiorganisaatio.
Janton Oyj	Uusi omistaja keskittyy ydinalueeseensa eli lehtien ja mainostuotteiden jakeluun. Janton alkaa julkaista uutta Tools-lehteä 2005.	Ei tiedossa olevia irtisanomisia.	Toiminta jatkuu aktiivisena Suomen Suoramainonta Oy:n ja City-lehden kautta.
Tamro Oy	Ostaja tehostaa Tamroa lääketukkurina Suomessa ja yhtenäistää globaalin jakeluverkoston järjestelmät toiminnan tehostamiseksi.	Henkilöstö vähentynyt 300 työntekijään.	Fuusio tehosti Tamron toimintoja ja kannattavuutta. Tamron toiminta paranee ja osakekurssi vahvistuu. Pääkonttori Vantaalla, jakelukeskukset Tampereella ja Oulussa.
Polar Kiinteistöt Oyj	Ostajan strategiana investoida toimistokiinteistöihin ja keskeisiin eurooppalaisiin kasvukeskuksiin.	Ei tiedossa olevia irtisanomisia.	Konserni jatkaa toimintaa myös Suomessa ja kehittää liiketoimintaansa vahvan suomalaisen kokemuksen kautta. Nykyisin IVG Polar Oy.
Novo Oyj	Fuusion osapuolilla vain vähän päällekkäisyyksiä, joten tuotekarsintoja ei ilmene ja Suomen toiminnon jatkuvat.	Vuonna 2004 irtisanotaan 150 toimintojen yhdistämisestä aiheutuvista tuotannollisista ja taloudellisista syistä.	Ostajan siirryttyä LogicaCMG:n omistukseen vuonna 2006 Suomen toiminnot jatkuvat työllistäen 2800 henkilöä.
Hackman Oyj	Hackmanin Metos-tuotemerkkiä vahvistetaan ja säästöohjelma käynnistetään, mutta Iittala ei ostajaa kiinnosta. Iittala myydään hollantilaiselle ABN Amrolle 2004.	Maltillisia irtisanomisia tuotannon automatisoinnin ja toimintojen tehostamisen myötä.	Vuonna 2007 Iittala Group Oyj myydään Fiskars-konserniin. Myös Hackman-brändi siirtyy kaupan mukana Fiskarsille.
Chips Oyj	Chips Oyj ostetaan keskeiseksi osaksi Orklan perunalastu- ja snacks-toimintoja. Orkla maksaa asemista Venäjällä ja Baltiassa.	Ei tiedossa olevia irtisanomisia, mutta konttoritoimintoja siirretty Ahvenanmaalta Tukholmaan.	Päätoimipaikka ja tuotanto säilynyt Ahvenanmaalla. Strategiset päätökset tehdään Osllossa.

---



FIM Group Oyj	Yhtiön tavoitteena tuoda FIM:n tuotteet ja palvelut osaksi Glitnirin paikallista tarjontaa. FIM saa luottolaitoksen toimiluvan ja pankkitoimiluvan vuonna 2007.	Ei tiedossa olevia irtisanomisia.	Glitmir-konserni ajautuu Islannin valtion haltuun vuonna 2008 ja pankki myy tytäryhtiönsä FIM:n johdolle. Yt-neuvottelut käynnistetään.
Evox Rifa Group Oyj	Evoxin tuotteet vahvistavat ostajan asemaa passiivikomponenttien teknologiajohtajana. Toiminta Suomessa jatkuu.	Ei tiedossa olevia irtisanomisia.	Integrointi konserniin suoritettu ja konserni huolehtii Suomessa valmistettujen tuotteiden myynnistä globaaleilla markkinoilla.
Puuharymä Oyj	Puuharymästä osa Euroopan suurinta huvipuistoalan yritystä. Ostaja tavoittelee toimialansa markkinajohtajuutta.	Ei tiedossa olevia irtisanomisia.	Suomen toimintoja kehitetään jatkuvasti ja Puuharymään sekä sen toimipaikkoihin nimitetään uusia nuori avainhenkilöitä.
eQ Oyj	eQ tarjosi ostajalle erinomaisen omaisuudenhoitoyksikön, jota tällä ei ollut.	Ei tiedossa olevia irtisanomisia.	eQ jatkaa rahoitusalan online-välityspalveluna Suomessa.
Kemira Growhow Oyj	Ostaja teollinen yhtiö, jonka intresseissä on jatkaa ja kehittää Suomessa olevaa fosfaattiliiketoimintaa.	Toimintojen yhdistämisen vuoksi pääkonttorista, tutkimuskeskuksesta, myynti- ja it-osastolta on irtisanottu n. 60 työntekijää.	Ostaja aikoo kasvattaa tuotantoaan Suomen Siilinjärven tehtailla investoimalla 60 milj. euroa tuotantokapasiteetin nostamiseen.
Perlos Oyj	Koko tuotanto siirretään Kiinaan ja Intiaan.	Yli 1000 työntekijää irtisanotaan.	Suomen tehtaat lopetettu. Pääkonttori työllistää Suomessa vielä 200 henkilöä.

## 6. YRITYSKAUPPOJEN SYISTÄ JA SEURAUKSISTA

Suomalaisten pörssiyhtiöiden lunastuksiin ulkomaiseen omistukseen on johtanut monenlaiset motiivit. Luonnollisesti erilaisia motiiveja on yhtä monta kuin on yrityskauppojakin. Kuitenkin yrityskauppojen motiiveissa on huomattavissa yhteneväisyyksiä juuri niihin johtaneissa syissä. Tässä tutkimuksessa tarkastellut yrityskaupat voidaan karkeasti jakaa kahteen ryhmään sen mukaan, olivatko yrityskaupan taustalla kohdeyrityksen toimialan muutoksien aiheuttamat murrokset vai ostajayritystä kiinnostava suomalaisen kohdeyrityksen saavuttama markkina-asema. Tämän jaottelun sisällä kohdeyrityksen taloudellinen tila sen sijaan vaihtelee huomattavasti.

Tarkastelluista yrityskaupoista suurimpaan osaan liittyi motiiveja, jotka jossain määrin lähtivät yhtiöiden toimialoilla tapahtuvista muutoksista. Tällaisten motiivien ajamien yrityskauppojen kohdeyritykset olivat usein tilanteessa, jossa suuren ja kansainvälisen yhtiön tuki auttaisi yhtiötä kehittymään ja kasvamaan, riippumatta kohdeyrityksen taloudellisesta tilasta. Kasvussaan hidastuneen ja markkina-arvoaan menettäneen Cultor Oyj:n osakkeenomistajat uskoivat, että yhtiön myyminen tanskalaiselle huomattavasti suuremmalle yhtiölle turvaisi sokeriteollisuuden säilymistä Suomessa pidempään kuin yksin Cultorin hoivissa. Hyvin samantyyppisessä tilanteessa lähes kymmenen vuotta myöhemmin oli Kemira GrowHow Oyj, jonka suuromistaja Suomen valtio päätti luopua omistuksestaan norjalaisen ostajan sitouduttua Suomessa olevaan tuotannolliseen toimintaan ja teollisiin työpaikkoihin. Yhdistymistä perusteltiin sillä, että suomalainen lannoiteteollisuus hyötyisi maailman lannoiteyökkösen hyvistä taloudellisista resursseista kehittääkseen ja kasvattaakseen nykyistä toimintaansa.

Nopeasti markkinaosuuttaan kasvattanut ja terveydenhuollon teknologian tuottajaksi onnistuneesti fokusoitunut hyvin kannattava Instrumentarium Oyj oli vain sairaalateknologian tuottaja kun taas markkinoilla oli merkkejä siitä, että sairaaloita myydään yhä enemmän kokonaisina paketteina, jolloin kaupankäynti keskittyisi laajan tuotevalikoiman omistavien suuryhtiöiden käsiin. Tähän kehitykseen Instrumentarium tarvitsi suuremman toimijan tukea. Helsingin pörssin siirtymisellä ruotsalaisen OM:n omistukseen Pohjoismaiden ja Baltian yhteisen kauppapaikan muodostamiseksi pyrittiin helpottamaan mm. pörssien pienuudesta aiheutuneita ongelmia ja tehottomuuksia. Suuren pörssin etuja olisivat kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmien yhdistämisestä

syntyvät skaalaedut jotka vähentäisivät kaupankäynnin osapuolten maksettavaksi tulevia kustannuksia ja näin parantaisivat likviditeettiä ja kasvattaisivat pörssin liiketoimintaa. Myös islantilaisomistukseen siirtyneet hyvin kannattavat ja kasvuvaiheessa olleet sijoituskonsernit eQ Oyj ja FIM Group Oyj olivat osa ostajiensa strategiaa muodostaa suuremmat rahoitusalan toimijat.

Yllä mainituista yhtiöistä maksetut kauppahinnat olivat myös kohtuullisen korkeita. Sekä Cultorin, Kemira GrowHow:n että Instrumentariumun omistajien saamat hinnat osakkeista olivat sekä lyhyen aikavälin että historialliseen markkina-arvon kehitykseen, tasearvoon ja yhtiön tuloksenteekokykyyn verrattuna korkea. Myös eQ:n ja FIM:n osakekannoista maksetut kauppahinnat olivatkin kohtuullisen suuret sekä lyhyen että pitkän aikavälin markkina-arvon kehitykseen nähden. Yhtiöiden myynti ajoittui myös hyvin, sillä maksetut kauppahinnat olisivat tuskin enää puoli vuotta myöhemmin toteutuneet. Vuoden 2007 loppupuolella alkanut pankkien näkymien heikkeneminen johti muun muassa pankkien välisen rahoituksen kiristymiseen epävarmuuden vallitessa.

Toisin kuin yllä mainitut yhtiöt, joidenkin lopulta yrityskauppoiinkin motivoineiden toimialan muutosten johdosta jotkut tarkastelluista suomalaisista kohdeyrityksistä olivat taloudellisesti heikossa tilassa tai suhdanteet olivat muuten heikot. Sekä Merita Oyj:n että velkaantuneen Sonera Oyj:n toimialoilla elettiin voimakasta yhdistymisvaihetta ja erilaisten toimijoiden yhdistymisestä huhuttiin jatkuvasti. Tietotekniikan palvelualan suhdanne oli heikentymässä kun Novo Group Oyj:stä tehtiin kaksi kilpailevaa ostotarjousta, joista yhtiön hallitus suositti WM-datan tarjouksen hyväksymistä Pohjoismaiden toiseksi suurimman tietotekniikkapalveluja tarjoavan yhtiön muodostamiseksi. Silja Oyj ja Tamro Oyj olivat yhtiöitä, joiden taloudellisia vaikeuksia ulkomainen suuromistaja ryhtyi selvittämään muutama vuosi ennen lopullista lunastusta. Molempien ulkomaiset omistajat olivat onnistuneet parantamaan yhtiöiden kannattavuutta ja Tamron liikevaihtokin oli nousussa kun kyseiset ulkomaiset suuromistajat päättivät lunastaa loput yhtiöiden osakekannasta omistukseensa.

Mm. toimialan muutoksista ja murroksista johtuen erityisen heikossa taloudellisessa tilassa useasta näkökulmasta tarkastellen ennen yrityskauppaansa olivat Perlos Oyj, Eimo Oyj ja Evox Rifa Group Oyj. Näissä tapauksissa ostajayritys sai tilaisuuden hankkia suomalaisen kohdeyrityksen tuotannon ja myyntiverkoston omistukseensa yhtiöiden taloudellisen tilanteen heikennyttyä. Yhtiöistä kaikki onnistuivat

kasvattamaan liikevaihtoaan vielä ennen yrityskauppaa, mutta kaikki kannattivat heikosti. Eimon ja Perloksen tuotannot lopetettiin kokonaan Suomessa yrityskauppojen jälkeen. Kuitenkin Eimon tuotantoa leikattiin merkittävästi jo ennen yrityskauppaa ja Perlos aloitti koko tuotantonsa ulkomaille siirron valmistelut samoin ennen myyntiänsä ulkomaiseen omistukseen.

Soneran ja Meritan osakkeenomistajille maksetut preemiot olivat melko alhaisia, mikä johtunee siitä, että molempien lopullista ostotarjouksen julkistamista edelsi pitkä neuvotteluprosessi joka sai myös julkisuutta osakseen. Molemmista maksetut kauppahinnat olivat kuitenkin noin 18-kertaiset yhtiöiden nettotuloksiin verrattuna. Sekä Soneran että Meritan fuusioita seurasivat toiminnan tehostamistoimet mukaan lukien merkittäviä henkilöstön irtisanomisia, mutta molempien toiminta jatkuu aktiivisena Suomessa. Siljan ja Tamron kurssikehitykseen vaikutti positiivisesti markkinoiden odotukset loppujenkin osakkeiden lunastuksesta ulkomaisen enemmistöomistajan taholta. Markkina-arvon noustua tästä syystä jo pitkään eivät yhtiöistä maksetut hinnat olleet kovin korkeita yhtiöiden markkina-arvoon verrattuna ja suhteutettuna yhtiöiden parantuneeseen kannattavuuteen. Eimon osakkeenomistajille maksettu ylihinta oli kohtuullisen pieni alittaen jopa yhtiön tasearvon. Yhtiöstä maksettu kauppahinta oli kuitenkin yli 20-kertainen yhtiön nettotulokseen nähden, mikä oli toisaalta osoitus kauppahinnan korkeudesta yhtiön näkymät huomioon otettuna. Markkina-arvoaan jo monta vuotta menettäneiden Perloksen ja Evox Rifa Groupin omistajille maksetut kauppahinnat olivat yhtiöiden lyhyen aikavälin markkinakehityksiin nähden puolestaan kohtuullisen korkeita. Novo Groupista tarjottuun hintaa vaikutti sen sijaan tarjouskilpailu yhtiöstä. Novon ruotsalaisen ostajan tarjous oli yli viidenneksen suurempi kuin toisen tahon kuukautta aikaisemmin tekemä tarjous.

Kohdeyrityksiä, joiden ostamiseen ulkomaista ostajaa motivoi merkittävästi juuri kohdeyrityksen markkina-asema joko kotimaassa tai kansainvälisesti, oli myös useita. Kylpyhuonekeramiikkaa valmistanut Sanitec Oyj oli onnistunut nousemaan alan johtajaksi Pohjoismaissa, Benelux-maissa, Ranskassa ja Saksassa sekä toiseksi suurimmaksi Italiassa. Hackman Oyj oli jo useita vuosia ennen yrityskauppaa noudattanut aggressiivista kasvustrategiaa ja sen markkina-asema Euroopassa oli vahvistunut merkittävästi. Polar Kiinteistöt Oyj:n ostajaksi noussut saksalainen sijoitusyhtiö halusi investoida suomalaisiin pääkaupunkiseudun kiinteistöihin. Puuharymä Oyj:n espanjalainen ostaja halusi yhtiön huvipuistoketjun omistukseensa.

Hyvin kannattava Janton Oyj myytiin puolestaan yhdysvaltalaiselle sijoitusrahastolle, joka halusi kehittää yhtiön toimintaa Suomessa.

Myös markkina-asetat Venäjällä ja Itä-Euroopassa motivoivat suomalaisten pörssiyritysten lunastusta ulkomaiseen omistukseen. Starckjohann Oyj:n vuonna 1998 ostanut ruotsalainen ostaja pyrki vahvistamaan jalansijaansa Baltian maiden ja Venäjän markkinoilla Starckjohannin avulla. Hartwall Oyj:n ostaja haki nopeampaa kasvua Venäjän ja Itä-Euroopan markkinoilta Hartwallin kautta, jolla oli tuottavaa toimintaa Venäjän olutmarkkinoilla. Chipsin liikevaihdon kasvu oli jo vuosia ollut tasaisen vahvaa ja tämä oli juuri edellisenä vuotena onnistunut ostamaan venäläisen perunalastujen valmistajan Russian Snacksin, minkä norjalainen ostaja halusi osaksi omaa liiketoimintaansa.

Yllämainituista markkina-asetuksista vuoksi ostajia houkuttelevista yhtiöistä kaikki olivat melko kannattavia yhtiöitä. Starckjohannia lukuun ottamatta kaikista maksetut kauppahinnat olivat lisäksi sekä lyhyen että pitkän aikavälin kurssikehitykseen verrattuna suhteellisen korkeita. Joidenkin yhtiöiden markkina-arvo oli tosin viimeisenä yrityskauppaa edeltävänä kuukautena noussut jo lähelle lopullista ostajan tekemää tarjousta. Hackmanin tapauksessa tätä selitti aikaisemmin tehdyn kilpailevan ostotarjouksen osakekurssia nostavat vaikutukset. Jantonin matalaan premioon viime päivien markkina-arvoon verrattuna vaikutti pääomistajan jo ennen tarjouksen julkistamista ilmoittama halu myydä omistuksensa pois. Polar Kiinteistöjen yritysmaailman puolta edustaneet pääomistajat olivat valmiit irrottautumaan yhtiöstä alle sen tasearvon. Sen sijaan Starckjohannista maksettu kauppahinta jäi pienehköksi yhtiön viimeisten vuosien kurssikehitykseen verrattuna kun yhtiötä saneerausvaiheessa tukenut enemmistöomistaja Merita päätti luopua omistuksestaan kohtuulliseksi toteamalla hinnalla. Starckjohannin liikevaihto ja kannattavuus oli kuitenkin nousussa vaikka osakkeen hinta oli ollut alamaissa jo useita vuosia.

## 7. JOHTOPÄÄTÖKSET

Ulkomaiset yritykset ovat ostaneet suomalaisia listattuja yrityksiä monista syistä. Monien yrityskauppojen syynä on ollut sekä kohdeyrityksen että ostajan tarve parantaa kilpailukykyään kansainvälisen kumppanin avulla. Jotkut suomalaisyritykset kärsivät toimialansa rakennemuutoksista, jolloin ulkomaiset ostajat saivat tilaisuuden hankkia yhtiöitä haltuunsa. Osa suomalaisista yrityksistä onnistui rakentamaan menestyvää liiketoimintaa kehittyville markkinoille, ja ulkomainen ostaja sai yritysostolla haltuunsa tämän liiketoiminnan. Joidenkin suomalaisten pörssiyritysten ostoa osaksi ulkomaista suurta konsernia motivoi puolestaan suomalaisyrityksen vahva tuotekehitysosaaminen ja kehittynyt teknologia.

Lähes kaikkia tässä tutkimuksessa tarkasteltuja yrityskauppoja on kuitenkin yhdistänyt ostajan tarkoitus jatkaa toimintaansa Suomessa tehostamalla ja kehittämällä ostettua liiketoimintaa käyttäen hyväksi ostajan omia resursseja ja sen hallussa olevaa osaamista. Useissa tapauksissa tämä on tarkoittanut suomalaisen henkilöstön vähentämistä, mutta vaikka yrityskauppa ei olisi toteutunut, olisi suomalaisen yhtiön todennäköisesti joka tapauksessa pitänyt tehostaa ja saneerata toimintaansa. Yrityskaupan jälkeen Suomessa toimintansa kokonaan lopettaneiden yhtiöiden taloudellinen tila oli jo ennen yrityskauppaa niin heikko, että toimintaa olisi mitä todennäköisimmin jouduttu leikkaamaan joka tapauksessa. Ilman ulkomaisen ostajan tarjoamia jakelukanavia ja maailmanlaajuisen brändin etuja, suomalainen yhtiö olisi joissakin tapauksissa saattanut joutua tekemään jopa suurempia irtisanomisia kuin se teki ulkomaisen omistuksessa. Tutkimuksessa tarkastellut yrityskaupat vaikuttavat siis suomalaisen kohdeyrityksen omistajien kannalta keskimäärin kannattaviksi transaktioiksi. Hyvin kannattaneiden, vakavaraisten ja markkinoilla arvostettujen suomalaisten yhtiöiden myynnissä osakkeenomistajat ovat saaneet tavallisesti kohtuullisen korkean preemion suhteessa niin lyhyen kuin pitkänkin aikavälin tuottokehitykseen, yhtiön taloudelliseen tilaan kuin myös tuleviin markkinanäkymiin. Osa suomalaisen pörssiyrityksen omistukseensa lunastaneista ulkomaisista ostajista ovat yrityskaupan jälkeen tehneet investointeja Suomeen tai muuten laajentaneet ostamansa yhtiön toimintaa Suomessa.

On myös huomattava, että harva ostetuista yhtiöistä on enää yrityskauppahetkellä ollut puhtaasti suomalaisessa omistuksessa. Näiden yhtiöiden taloudellista tilannetta ja

ansioita puhtaasti suomalaisomisteisina yhtiöinä on siis haasteellista verrata lopullista ulkomaiseen omistukseen lunastamista edeltäneeseen tilanteeseen. Monissa tapauksissa voikin kysyä, olisiko yhtiön ollut edes mahdollista jatkaa toimintaansa itsenäisenä suomalaisena yhtiönä kannattavasti ja jatkuvasti kasvavana.

Yritysten kansainvälistyminen on useilla toimialoilla väistämätöntä, minkä osoittaa jo tarkasteltujen yhtiöiden ulkomaisomistuksen suuri osuus. Myös suomalaisten rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen hyödyttää sekä suomalaisia yrityksiä että sijoittajia. Jotta globaalit markkinat toimisivat tehokkaasti, on pääomien allokoitettava tehokkaasti. Tämä tarkoittaa, että resurssit pyrkivät siirtymään sinne, missä niiden käyttö on tehokkainta. Suomalaisten yhtiöiden siirtyminen ulkomaiseen omistukseen voi siis olla Suomen kansantaloudenkin kannalta paras vaihtoehto, jos yrityskauppa turvaa liiketoiminnan edes osittaisen jatkumisen Suomessa. Suomalaisyhtiöiden siirtymiset ulkomaiseen omistukseen ovatkin usein olleet olosuhteiden sanelema päätöksiä. Monissa tapauksissa ne olivat joka tapauksessa todennäköisiä tulemia, johon johtivat markkinoiden muutokset ja toimialojen kansainvälistyminen.

## 7. LÄHTEET

- Danbolt, J. (2004). Target company cross-border effects in acquisitions into the UK. *European Financial Management* 10, 83-108.
- Dewenter, K. L. (1995). Does the market react differently to domestic and foreign takeover announcements? Evidence from the U.S. chemical and retail industries. *Journal of Financial Economics* 37, 421-441.
- Fukao, K. & Murakami, Y. (2005). Do foreign firms bring greater total factor productivity to Japan. *Journal of the Asia Pacific Economy* 10, 237-254.
- Kimura, F. & Kiyota, K. (2004). Foreign-owned versus domestically-owned firms: economic performance in Japan. *Review of Development Economics*, forthcoming.
- Lehto, E. & Böckerman, P. (2004). Yrityskaupat Suomessa: onko maantieteellä väliä? Palkansaajien Tutkimuslaitoksen työpäpaperi.
- Puttonen, V. (2004). Onko omistamisella väliä? Elinkeinoelämän Valtuuskunnan raportti.
- Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D., & Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management* 10, 307-353.
- Ylä-Anttila, P., Ali-Yrkkö, J., & Nyberg M. (2005). Foreign ownership in Finland: boosting firm performance and changing corporate governance. In Huizinga & Jonung (eds.): *The Internationalization of Asset Ownership in Europe*. Cambridge University Press.



**PUBLICATIONS IN THE PRECEDING SERIES:  
DISCUSSION PAPERS IN ECONOMICS AND BUSINESS STUDIES**

1. Hannu Salonen: Continuity properties of bargaining solutions. 1992.
2. Pertti Haaparanta & Mikko Puhakka: Bureaucracy and Time Consistency: Is Democracy Biased towards Debt Financing and Large Governments with Incompetent Bureaucrats? 1992.
3. Markku Vieru: Financial Characteristics and Stock Reactions to the Macroeconomic Events. 1993.
4. Olli Tahvonen: Carbon Dioxide Abatement as a Differential Game. 1993.
5. Hannu Salonen: On the existence of undominated Nash equilibria in normal form games. 1993.
6. Ilmo Mäenpää: FMS model system: a methodological overview. 1993.
7. Rauli Svento: Some notes on trichotomous choice discrete valuation. 1993.
8. Rauli Svento: Some further results on the economics of embedding. 1993.
9. Heli Heiskanen & Erkki Mäntymaa & Rauli Svento: Testing the inclusiveness insensitivity hypothesis in public goods valuation. 1993.
10. Rauli Svento: Welfare measurement under uncertainty. 1993.
11. Rauli Svento: Testing the asymmetry of the vagueness zone in WTP answers. 1993.
12. Erkki Mäntymaa: Estimating the total demand for an environmental resource with marginal willingness-to-pay amounts in a CVM study. 1994.
13. Erkki Mäntymaa: Continuous question and bidding tree technique in contingent valuation research. 1994.
14. Erkki Mäntymaa: on revealing preferences with the contingent valuation method. 1994.
15. Ilmo Mäenpää & Hannu Tervo: Suomen talouden energiankulutuksen ja ilmapäästöjen rakenteet vuonna 1990. Panos- tuotosanalyysi. 1994.
16. Heli Koski: Optimal pricing of network services: a contingent valuation survey. 1994.
17. Tapani Kovalainen: How are private and public sector wages related in Finland: an empirical study. 1994.
18. Uri M. Possen & Mikko Puhakka: Some aggregate effects of heterogeneity in information processing. 1994.
19. Uri M. Possen & Mikko Puhakka: Rationality of limited rationality: some aggregate

- implications. 1994.
20. Ilmo Mäenpää: Työttömän työllistymisen yhteiskuntataloudelliset nettohyödyt - laskentakehikko. 1994.
  21. Hannu Huttunen: Activity-Based Costing and Activity-Based Management in some Finnish injection mould making firms. 1995.
  22. Ilmo Mäenpää & Timo Koivumäki: Kulutus ja hyvinvointi FMS mallisysteemissä. 1995.

**PUBLICATIONS IN THE PRECEDING SERIES:  
FACULTY OF ECONOMICS AND BUSINESS ADMINISTRATION,  
UNIVERSITY OF OULU, WORKING PAPERS**

1. Ilmo Mäenpää: FMS3 model system - An overview. 1996.
2. Seppo Eriksson: Construction of a company operating environment evaluation model by means of the preference function. 1996.
3. Seppo Eriksson: Evaluation of the operating environments of industrial SMEs. 1996.
4. Juha Juntila: Adaptive inflation expectations under structural changes: The case of Finland. 1996.
5. Timo Koivumäki, Tapani Kovalainen, Rauli Svento: The effects of EMU criteria fulfilment on employment in EU countries. 1997.
6. Osmo Forssell: Elintarvikeketju Suomen kansantaloudessa. 1997.
7. Juha Juntila: Testing an augmented Fisher hypothesis for money market interest rates in Finland. 1997.
8. Timo Koivumäki: Uncertainty, irreversibility and durables purchases; some empirical implications. 1997.
9. Timo Koivumäki, Tapani Kovalainen: Demand for ice hockey. Case: Kärpät, Oulu. 1998.
10. Seppo Eriksson: Some further results on the company operating environment evaluation model. 1998.
11. Henrikki Tikkanen, Jarno Lindblom: A Network Approach to International Project Marketing. A Case Study of a Technology Transfer Project to the PRC. 1998.
12. Juntila Juha: Information content in the term structure of money market interest rates on future inflation: The case of Finland. 1998.
13. Kauppila Antti, Tähtinen Jaana: Mentoring for business students. A pilot mentoring programme in the University of Oulu. 1999.
14. Maria Kopsakangas-Savolainen: Vertical integration versus vertical separation in the

- deregulated Finnish electricity market. 1999.
15. Jaana Tähtinen, Sheelagh Matear, Brendan Gray: The Reasons Relationships End. A literature integration and extension into an international channels context. 2000.
  16. Timo Koivumäki: Mobiiliportaali ja kuluttajien odotukset. Oulu 2001.17.
  17. Maria Kopsakangas-Savolainen: Restructuring of electricity industry - international experiences. Oulu 2001.
  18. Maria Kopsakangas-Savolainen: Distribution price of electricity and potential welfare improvements. Oulu 2001.
  19. Virpi Havila, Maria Holmlund-Rytkönen, Tore Strandvik, Jaana Tähtinen: Problematising the Phenomenon of Relationship Dissolution. The Contribution of a Workshop. Oulu 2001.
  20. Kakali Mukhopadhyay & Osmo Forssell: An empirical investigation of air pollution from fossil fuel combustion and its impact on health in India during 1973-74 to 1996-97. Oulu 2001.
  21. Juha-Pekka Kallunki & Minna Martikainen: Investments in human capital in the Finnish stock market. Oulu 2002.
  22. Juha-Pekka Kallunki & Aki Kärjä & Minna Martikainen: Stock market response to analysts' perceptions and earnings in technology – intensive environment. Oulu 2002.
  23. Seppo Eriksson: Pohjoissuomalaisten pkt-yritysten strategiavalinnat. Oulu 2003.
  24. Juha-Pekka Kallunki & Eija Paakki: Stock market response to IFRS/IAS cash flows. Oulu 2004.
  25. Sari Matinaho & Artti Juutinen & Erkki Mäntymaa & Mikko Mönkkönen: Forest owners' attitudes to and preferences for voluntary conservation -preliminary results of survey. Oulu 2005.
  26. Kaisa Koskela & Teea Palo: Consumer behavior and value creating networks in multimedia mobile services - results of Rotuaari project, Oulu 2007
  27. Juha-Pekka Kallunki & Sinukka Moilanen & Hanna Silvola: Western management accounting and controls in Russian firms: an analysis of the extent of the use and its influences. Oulu 2008.

ISBN 978-951-42-9101-2  
ISSN 1459-8418  
ISBN 978-951-42-9102-9 ELEKTRONINEN VERSIO  
Oulu University Press  
April 2009