

Yrityskaupat ja niiden vaikutukset kohdeyrityksiin



Jyrki Ali-Yrkkö

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos
jyrki.ali-yrkko@etla.fi

Juri Mattila

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos
juri.mattila@etla.fi

Mika Pajarinen

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos
mika.pajarinen@etla.fi

Ilkka Ylhäinen

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos
ilkka.ylhainen@etla.fi

Suosittelava lähdeviittaus:

Ali-Yrkkö, Jyrki, Mattila, Juri, Pajarinen, Mika & Ylhäinen, Ilkka (23.3.2022). ”Yrityskaupat ja niiden vaikutukset kohdeyrityksiin”.

ETLA Raportti No 125.

<https://pub.etla.fi/ETLA-Raportit-Reports-125.pdf>

Tiivistelmä

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan yrityskauppoja ja niiden taloudellisia vaikutuksia yrityksiin. Tutkimuksessa selvitettiin, millaiset yritykset päätyvät Suomessa yrityskauppojen kohteiksi, miten kohdeyritysten taloudellinen toiminta kehittyi omistajavaihdoksen jälkeen ja onko näiden seikkojen osalta havaittavissa eroa kotimaiseen ja ulkomaiseen omistukseen päätyvien yritysten välillä. Tutkimus toteutettiin lähes 2 000 yrityskauppaa sisältäneen yritystason aineiston avulla, jota täydennettiin 19 tutkimushaastattelua sisältäneellä laadullisella tarkastelulla. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että yritysten innovaatio toiminnalla on positiivinen yhteys yrityskaupan kohteeksi pääymisen todennäköisyyteen etenkin ulkomaisten ostajien kohdalla. Ulkomaiseen omistukseen siirtymisellä ei kuitenkaan havaittu olevan merkittäviä vaikutuksia arvonnäköisyyteen, tuottavuuteen, kannattavuuteen eikä työllisyyden kehitykseen verrattuna verrokkiryhmään.

Abstract

M&As and Their Economic Effects on Target Companies

This study examines mergers and acquisitions and their economic impact on companies. The study examined which companies in Finland become the targets of acquisitions, how the economic activities of the target companies develop after the change of ownership and whether there is a difference between domestic and foreign acquisitions in these respects. The study was conducted using firm-level data that included nearly 2,000 acquisitions, supplemented by a qualitative review of 19 research interviews. The results of the study show that companies' innovation activities have a positive relation to the likelihood of being acquired, especially by foreign buyers. However, foreign acquisitions did not have a significant impact on the development of the value added, productivity, profitability or employment of target companies when compared with the control group.

KTT **Jyrki Ali-Yrkkö** on Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen tutkimusjohtaja ja Etlatieto Oy:n toimitusjohtaja.

TkT **Juri Mattila** on Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen tutkija.

KTM **Mika Pajarinen** on Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen tutkija.

KTT **Ilkka Ylhäinen** on Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen tutkija.

Ph.D. (Econ.) **Jyrki Ali-Yrkkö** is a Research Director at ETLA Economic Research and CEO of Etlatieto Oy.

D.Sc. (Tech.) **Juri Mattila** is a Researcher at ETLA Economic Research.

M.Sc. (Econ.) **Mika Pajarinen** is a Researcher at ETLA Economic Research.

D.Sc. (Econ.) **Ilkka Ylhäinen** is a Researcher at ETLA Economic Research.

Kiitokset: Kiitämme Business Finlandia ja Tesiä hankkeen rahoittamisesta. Lisäksi kiitämme Business Finlandia, Tesiä ja Pääomasijoittajia (FVCA) tilastotietojen osalta. Haluamme myös kiittää Ari Hyytistä ja hankkeen ohjausryhmää arvokkaista kommentteista.

Acknowledgements: We thank Business Finland and Tesi for funding the project. We also thank Business Finland, Tesi and FVCA for the data. We would additionally like to thank Ari Hyytinen and the project steering group for their valuable comments.

Avainsanat: Yrityskaupat, Vaikuttavuus, Vaikutus, Ulkomaalaisomistus, Ulkomainen yritys, Tuottavuus

Keywords: Mergers and acquisitions, M&A, Impact, Foreign ownership, Foreign company, Productivity

JEL: D22, F23, G34, O30

Sisällys

Yhteenveto ja tärkeimmät havainnot	4
1 Johdanto.....	9
2 Kirjallisuuskatsaus	10
2.1 Yrityskauppojen rooli taloudessa	10
2.2 Yrityskaupat ja innovoinnin kannustimet	10
2.3 Millaiset yritykset päätyvät ulkomaisten yrityskauppojen kohteeksi?	11
2.4 Mitä vaikutuksia ulkomaisilla yrityskaupoilla on innovatiivisiin (ja muihin) yrityksiin?	11
3 Tilastollinen ja ekonometrinen analyysi	13
3.1 Tutkimusaineiston muodostus	13
3.2 Vuosien 2009–2018 yrityskauppadatan perustietoja	14
3.3 Millaiset tekijät ovat yhteydessä yrityskaupan kohteena olemisen kanssa?.....	18
3.4 Miten yritykset menestyvät yrityskaupan jälkeen?.....	21
3.5 Yhteenvetoa tilastollisesta tarkastelusta	27
4 Haastattelut ja case-analyysit	28
4.1 Haastatteluiden kuvaus	28
4.2 Miksi yrityskauppoja tehdään?.....	28
4.3 Yrityskauppojen vaikutukset osaamiseen ja innovaatiokehitykseen	29
4.4 Yrityskauppojen vaikutus yritysten kansainvälistymiseen.....	30
4.5 Omistajuuden merkitys ja ostokohteiden integrointi konserniin.....	34
4.6 Muita havaintoja yrityskaupoista.....	35
4.7 Yhteenveto ja johtopäätökset laadullisen analyysin tuloksista.....	38
5 Yhteenveto ja johtopäätökset	38
Liite	41
Viitteet	42
Kirjallisuus	43

Yhteenveto ja tärkeimmät havainnot

Yrityskauppoja tehdään paljon, mutta niiden vaikutukset voivat olla monenlaisia

Yrityskaupat ovat osa talouden uudistumista. Yrityskaupassa vanhat omistajat luopuvat omistuksestaan, ja tilalle tulevat uudet omistajat. Uusia omistajia on monenlaisia. Ne voivat olla yksityisiä henkilöitä, henkilöryhmiä, yrityksiä tai sijoitusrahastoja. Myös omistajien kansallisuus vaihtelee. Osa uusista omistajista tulee kotimaasta, osa puolestaan maan rajojen ulkopuolelta.

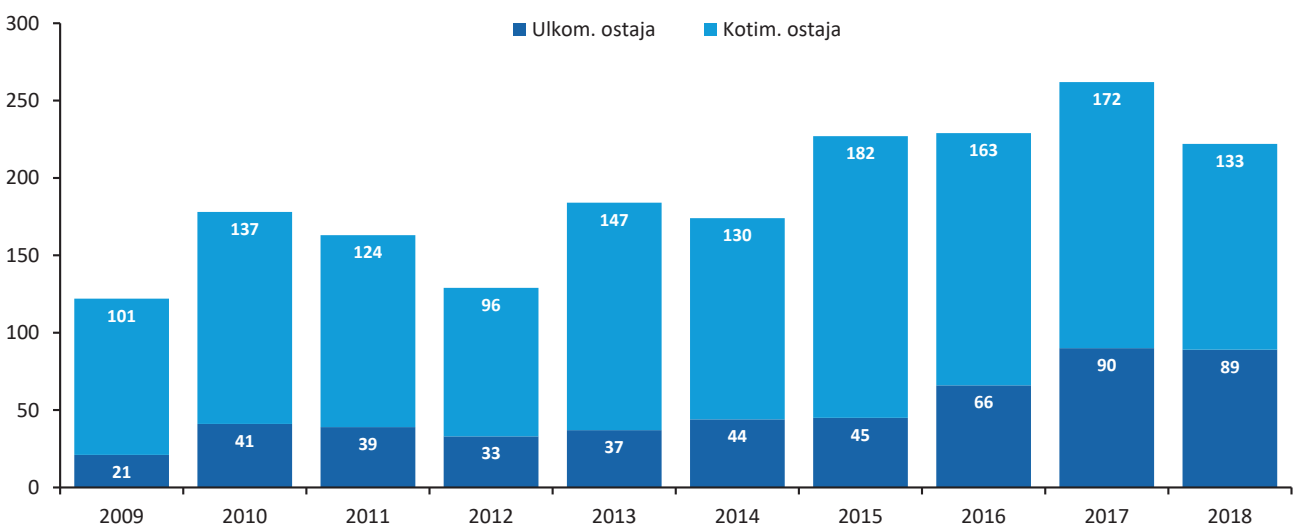
Yritysten siirtyminen ulkomaalaisomistukseen on aika ajoin herättänyt huolta. Huolta on kannettu lähinnä kahdesta näkökulmasta. Yhtäältä ollaan oltu huolestuneita siitä, että ulkomailta tullut ostaja siirtää ostokohteen toiminnan tai osan siitä muihin maihin. Tällöin ostokohteen toiminta Suomessa vähenisi, mikä näkyisi muun muassa työllisyydessä ja yrityksen taloudellisissa tunnusluvuisa, kuten arvonlisässä. Toinen huolenaihe on koskenut yritysten kasvupotentiaalin heikentymistä. Tällöin on pelätty sitä, että yrityksen mahdollinen menestys ei näkyisi Suomessa vaan muualla.

Ulkomaalaisomistukseen siirtyminen voi kuitenkin myös lisätä ostetun yrityksen menestymismahdollisuuksia. Ulkomaisella ostajayrityksellä on usein myyntikanavia ja -yksiköitä ympäri maailmaa. Ostettu yritys voi päästä hyödyntämään näitä, mikä saattaisi näkyä viennin voimakkaana kasvuna. Ostajalla saattaa myös olla osaamista, joka leviäisi ostettuun yritykseen ja siten parantaisi sen mahdollisuuksia menestyä.

Ei siis ole mitenkään etukäteen selvää, mitä tapahtuu ulkomaalaisomistukseen siirtymisen jälkeen. Tämän tutkimuksen tarkoituksena oli tuottaa analyysi ulkomaalaisomistukseen siirtymisen vaikutuksista käyttäen sekä tilastollisia että laadullisia menetelmiä. Lisäksi analysoitiin tekijöitä, jotka vaikuttavat yrityskaupan kohteeksi tulemiseen. Tilastollisissa analyysissä oli mukana kaikkiaan 1 890 yrityskauppaa, joita tehtiin vuosina 2009–2018 (kuvio E.1). Tuoreempia vuosia ei otettu mukaan, koska tällöin olisi ollut mahdotonta tarkastella muutoksia yrityskaupan jälkeisinä vuosina.

Kaiken kaikkiaan näistä 1 890 yrityskaupasta reilu viisisataa oli sellaisia, joissa ostaja tuli Suomen rajojen ulkopuolelta. Tämä määrä vastaa 27 prosentin osuutta näistä kaikista yrityskaupoista. Ulkomaisten ostajien osuus on vaihdellut jonkin verran vuosittain. Matalimmillaan osuus oli vuonna 2009, jolloin ulkomaisten ostajien osuus

Kuvio E.1 Yrityskauppojen lukumäärä vuosittain (n = 1 890)



Aineistolähteet: Talouselämä-lehden yrityskauppadata ja Tilastokeskuksen yritysrekisteri. Kirjoittajien laskelmat.

jäi 17 prosenttiin. Suurimmillaan osuus oli puolestaan 2018. Tuolloin osuus nousi 40 prosenttiin.

Ulkomaisia ostajia houkuttaa erityisesti ostokohteen innovatiivisuus ja suuri koko

Yritysten ostajat eivät valitse ostokohteitaan satunnaisesti. Ostokohteissa on siis jotain erityistä, minkä johdosta ne tulevat ostetuksi. Luonnollisesti yrityskaupan toteutuminen riippuu olennaisesti myös siitä, haluavatko yrityksen nykyiset omistajat luopua omistuksestaan.

Analyseissä tutkittiin tilastollisesti yritysten ominaisuuksia, jotka vaikuttavat niiden tulemiseen ostokohdeksi (taulukko E.1). Tulosten mukaan yrityksen innovatiivisuudella oli positiivinen yhteys sen kanssa, että ulkomainen yritys ostaa sen. Innovatiivisuutta mitattiin patenttihakemuksilla.

Myös yritysnoolla oli merkitystä. Suuremmat yritykset päätyvät ulkomaisten ostajien ostokohdeksi pienempiä useammin. Tehdyissä haastatteluissa tuli joissain tapauksissa esiin se, että ostokohdeella haluttiin olevan hyvä markkina-asema. Näissä tapauksissa ostaja halusi ostaa yrityksen, joka oli joko markkinajohtaja tai markkinoiden kakkonen.

Jonkinlaista näyttöä saatiin myös siitä, että julkisten pääomasijoitusten saamisella oli positiivinen yhteys ulkomaalaisomistukseen siirtymisen kanssa. Toisaalta on

myös syytä huomioida, että Business Finlandin (BF) rahoitus, pääomasijoitukset sekä patentointi voivat olla symbioosissa toistensa kanssa. Tästä syystä analyyseissä tutkittiin myös BF-rahoituksen, pääomasijoitusten saamisen ja patentoinnin yhteisvaikutusta siihen, että yrityksestä tulee yrityskauppakohde. Tulosten mukaan näin todella onkin. Tämä koski erityisesti ulkomaisia ostajia. Mikäli siis yritys oli saanut rahoitusta BF:ltä sekä pääomasijoittajilta ja vielä hakenut patenteja, niin ulkomaisen tahon ostokohdeksi tuleminen todennäköisyyks kasvoi.

Ulkomaalaisomistukseen siirtyminen lisää kansainvälistä kauppaa, mutta sen merkitys jää pieneksi

Kuten aiemmin mainittiin, ulkomaisella ostajayrityksellä on usein valmiita myyntikanavia ja kansainvälisiä asiakkaita. Mikäli ostokohde saavat tuotteitaan ja palveluitaan myyntiin näiden kanavien kautta, niiden vienti Suomesta voi hyvinkin kasvaa.

Tulosten mukaan palvelujen vienti kasvoi ulkomaalaisomistukseen siirtymisen jälkeen (taulukko E.2). Tämä kasvu kosketti erityisesti innovatiivisia yrityksiä. Viennin kasvun merkitys jäi kuitenkin pieneksi, sillä palveluvienin osuus liikevaihdosta oli vain 1–2 prosentin luokkaa.

Monissa haastatteluissa tuli esiin se, että viennin kasvulle olisi ollut potentiaalia. Useat haastateltavat kertoivat, että he olivat odottaneet saavansa enemmän hyötyä ulkomai-

Taulukko E.1 Yhteenvetoa eräiden kohdeyritysten taustatekijöiden yhteydestä yrityskaupan todennäköisyyteen vuosina 2009–2018

	Ulkomainen ostaja	Kotimainen ostaja
Kohteen taustaominaisuuksia ennen yrityskauppaa		
On patenttihakemuksia	+	0
Koko	+	+
Kannattavuus	+	0
On saanut innovaatorahoitusta (BF)	0	0
On saanut yks. / julk. pääomasijoituksia (PE)	+	+
On PE & BF	+	+
On PE & BF & patenttihakemuksia	+	+

Symbolien selitykset: + positiivinen yhteys, 0 ei selkeää yhteyttä. Viiteryhmän muodostavat toimialan, työllisyyden, iän sekä toimipaikkojen lukumäärän suhteen vertaistutut yritykset, jotka eivät ole olleet yrityskaupan kohteena.

Taulukko E.2 Yhteenvetoa yrityskauppojen vaikutuksista kohdeyritysten taloudelliseen kehitykseen eräiden tutkimuksessa tarkasteltujen tekijöiden osalta

	Ulkomainen ostaja	Kotimainen ostaja
Kaikki kohdeyritykset		
Arvonlisäys	0	0
Työllisyys	0	0
Tuottavuus	0	0
Vakavaraisuus	0	-
Palveluvienti (EU-alue)	+	+
Palvelutuonti (EU-alue)	+	0
Innovatiiviset kohdeyritykset		
Arvonlisäys	0	-
Työllisyys	0	-
Tuottavuus	0	0
Vakavaraisuus	0	-
Palveluvienti (EU-alue)	+	0
Palvelutuonti (EU-alue)	0	0

Huom. Taulukon tiedot perustuvat ekonometrisiin analyyseihin, joissa tarkasteltiin yrityskaupan kohteiden taloudellista kehitystä maksimissaan viisi vuotta omistusmuutoksen jälkeen verrattuna samankaltaisiin yrityksiin, joissa ei ollut tapahtunut yrityskauppaa. Symbolien selitykset: + positiivinen vaikutus, - negatiivinen vaikutus, 0 ei selkeää vaikutusta.

sen konsernin myyntihenkilöstöstä tai -yksiköistä. Tämä potentiaali ei kuitenkaan useimmiten ollut realisoitunut.

Tilastollisissa tarkasteluissa tuli esiin myös se, että ulkomaalaisomistukseen siirtyminen oli lisännyt palvelutuontia muista EU-maista. Sen merkitys jäi kuitenkin vähäiseksi. Palvelutuonnin kokoluokka ja sen muutokset yrityskaupan jälkeisinä vuosina oli samaa tasoa kuin palveluviennissä. Palvelukaupan kasvun nettovaikutus jäi siten käytännössä merkityksettömäksi.

Ulkomaisilla yrityskaupoilla ei vaikutusta työllisyyteen, tuottavuuteen eikä arvonlisään

Tulosten mukaan ulkomaalaisomistukseen siirtymisellä ei ollut vaikutusta ostokohteen työllisyyteen. Kohdeyritysten henkilöstömäärä kehittyi siis samalla lailla kuin vertailuryhmässä. Eroa ei löytynyt. Samansuuntainen tulos koski myös arvonlisää. Arvonlisäyksen kasvu olisi ollut tärkeää koko talouden kannalta, sillä yritystasolla laskettu arvonlisä vastaa käsitteellisesti bruttokansantuetta kansantalouden tasolla. Toisaalta olisi ollut mahdollista, että sekä työllisyys- että arvonlisävaikutukset

olisivat olleet negatiivisia. Tämä olisi voinut olla merkki siitä, että uusi ostaja olisi siirtänyt toimintaa Suomesta muihin maihin. Mutta kuten sanottu, myöskään tällaista negatiivista vaikutusta ei tilastollisissa analyyseissä löytynyt. Myös haastattelut tukivat tulosta siitä, että työllisyysvaikutuksia ei ole ollut, vaikka joitakin poikkeuksia toki tulikin esiin.

Myöskään työn tuottavuuteen ei yrityskaupoilla ollut vaikutusta. Tämä ei ollut yllätys, koska työn tuottavuus lasketaan arvonlisän ja työpanoksen suhdelukuna. Kuten edellä mainittiin, yrityskaupat eivät vaikuttaneet ostokohteiden arvonlisään eikä työllisyyteen. Näin ollen on loogista, ettei vaikutusta löytynyt myöskään tuottavuuteen.

On tärkeää huomata, että nämä tulokset perustuivat laajalla aineistolla saatuihin tilastollisiin analyyseihin. Tulokset antavat kuvan siitä, mitä on keskimäärin tapahtunut yrityskaupan jälkeisinä vuosina. Yksittäisten yritysten tuottavuus on saattanut yrityskaupan jälkeen nousta huomattavastikin, kuten tässä tutkimuksessa tehdyissä haastatteluisakin kävi ilmi. Näin ei kuitenkaan keskimäärin ole tapahtunut.

Mitä tapahtuu yrityskaupan jälkeen t&k-toiminnalle, aineettomalle omaisuudelle ja osaamiselle?

Laaja aineisto ei sisältänyt tietoja yritysten t&k-menoista, sillä niiden raportointi on yrityksille vapaaehtoisista. Täten tässä tutkimuksessa ei pystytty tekemään tilastollista analyysia yrityskaupan vaikutuksista t&k-toimintaan.

Vaikka haastattelujen tuloksia ei voida yleistää, voivat ne silti tuoda kiinnostavia näkökulmia. Selvästi suurimassa osassa haastatelluista tapauksista yrityskaupalla ei ollut merkittävää vaikutusta t&k-toiminnan laajuuteen. Haastateltavat kertoivat, että t&k-toimintaa harjoitettiin yrityksissä yleensä suurin piirtein samassa mitassa kuin aiemminkin. Kiinnostavaa oli kuitenkin se, että yrityskaupat olivat useissa haastatelluissa yrityksissä vaikuttaneet t&k-toiminnan sisältöön. Ennen yrityskauppaa näissä yrityksissä oli usein tehty runsaasti asiakaskohtaista räätälöintiä. Yrityskaupan jälkeen tämä muuttui. T&k-henkilöstön toimintaa kohdistettiin enemmän varsinaisen tuotteen tai palvelun kehitykseen kuin siihen, että niihin tehdään asiakaskohtaista räätälöintiä. Tarjontaa pyrittiin siis tuotteistamaan aiempaa enemmän.

Haastateluissa yrityksiltä kysyttiin myös yrityskaupan vaikutuksista aineettomaan omaisuuteen. Haastatteluisa aineetonta omaisuutta koskevat vaikutukset liittyivät useimmiten tuotemerkkeihin ja yrityksen brändiin. Näissä vaikutuksissa ilmeni selkeä kahtiajakaisuus. Osa yritystajista yhdistää konsernin eri osat mahdollisimman tiiviisti toisiinsa, mikä johtaa brändin yhtenäistämiseen. Tällöin ostettujen yritysten aiempi brändi ajettiin alas ja ryhdyttiin käyttämään vain konserninlaajuisia brändejä ja tuotemerkkejä. Jotkut ostajat noudattivat päinvastaista strategiaa. Ne halusivat hyödyntää ostokohteiden tunnettuutta asiakkaiden parissa. Vanhaa brändiä ja tuotemerkkejä ei siis missään tapauksessa haluttu muuttaa. Nämä kaksi päinvastaista lähestymistapaa liittyivät konsernitasiin strategiaihin koskien sitä, miten tiiviisti konsernin osat halutaan muokata yhdenmukaisiksi.

Yksikään haastateltava ei maininnut, että ulkomaalaisomistukseen siirtyminen olisi merkinnyt teknisen osaamisen saamista ulkomailta. Sen sijaan yrityskaupan myötä ostettavan yrityksen osaaminen oli kasvanut koskien johtamista. Johtamisen parantuminen koski useimmiten henkilöstöhallintoa ja sen prosesseja, joihin oli saatu

konsernin muilta yksiköiltä sekä apua että ohjelmistoja. Hyvin usein uudella omistajalla oli myös aiempaa korkeammat kannattavuustavoitteet. Näitä tavoitteita myös seurattiin aiempaa enemmän. Tämän seurannan myötä raportoinnin määrä oli monesti kasvanut huomattavasti, sillä konserni edellytti tiheää raportointiväliä.

Kotimaisten yrityskauppojen jälkeen vakavaraisuus heikkeni hieman

Kotimaisten ostajien kohdeyrityksissä tapahtui yrityskaupan jälkeisinä vuosina vakavaraisuuden heikkenemistä. Kotimaisten ostajien innovaatiotoimintaa harjoittaneiden kohdeyritysten työllisyyden, arvonlisäyksen ja kannattavuuden osalta saatiin jonkin verran negatiivisia signaaleja yrityskauppaa seuranneina vuosina. Näitä havaintoja saattavat selittää yrityskaupan jälkeen tehdyt toimintojen yhdistämiseen liittyvät saneeraustoimet, joilla on voitu esimerkiksi purkaa päällekkäisiä toimintoja tai järjestellä liiketoimintoja uudelleen.

Ulkomaiset yrityskaupat olisivat voineet avata pääsyn kansainvälisiin verkostoihin ja ekosysteemeihin

Yrityksen tuleminen osaksi suurempaa konsernia tuo ostokohteelle mahdollisuuden päästä hyötymään konsernin myynti- ja markkinointikanavista. Näin ei kuitenkaan ollut käynyt useimmissa haastatelluissa yrityksissä. Hyvin monessa tapauksessa tämä mahdollisuus oli tunnistettu ja toivottu, mutta käytännössä näin ei ollut tapahtunut.

Osa haastateltavista nosti kuitenkin esiin sen, että yrityksen pieni koko oli aiemmin haitannut myyntiä. Kyseiset yritykset eivät olleet saaneet myytyä tuotteitaan tai palvelujaan suurille, monikansallisille yrityksille eivätkä päässeet kokonsa takia aina edes osallistumaan tarjouskilpailuihin. Yrityskaupan tuoman koon kasvun jälkeen ne pystyivät saamaan potentiaaliseen asiakaskuntaansa myös suuria kansainvälisesti toimivia yrityksiä.

Haastattelujen perusteella yritysoston jälkeen joitain tukitoimintoja tuli ostaa konsernin tai emoyhtiön määräämiltä tahoilta. Useimmiten nämä vaateet olivat koskeneet IT-tuen hankintaa. Konsernilla oli tällöin sopimus jonkin IT-tukea tarjoavan yrityksen kanssa ja kaikkien konserni-

yksiköiden piti käyttää tätä toimittajaa. Joissain tapauksissa vastaava käytäntö koski rahteja ja kuljetusta. Nämä palvelut tuli ostaa konsernin osoittamilta yrityksiltä.

Miltä yrityskaupat näyttävät kilpailupolitiikan näkökulmasta?

Tulosten mukaan yrityskaupat eivät vaikuttaneet ostokohteiden myöhempään kannattavuuteen. Jos kannattavuus olisi kasvanut, eräs mahdollinen syy siihen olisi saattanut olla hinnoitteluvoiman kasvu.

Laajaan yritysaineistoon pohjautuvat tulokset osoittavat siis, että keskimäärin ostokohteiden kannattavuus ei ole yrityskaupan jälkeen parantunut. Tulokset eivät siten anna viitettä kilpailun vähenemisestä. Toki on niin, että yksittäisissä yrityskaupoissa kilpailutilanne on saattanut muuttua, mutta keskimäärin näin ei ole.

Lopuksi

Joka vuosi Suomessa tehdään satoja yrityskauppoja. Keskimäärin yli neljäsosassa näistä on ostaja tullut ulkomailta. Kun suomalaisia yrityksiä oli siirtynyt ulkomaiseen omistukseen, se ei keskimäärin ollut vaikuttanut ostettujen yritysten myöhempään arvonlisän, henkilöstömäärän eikä tuottavuuden kehitykseen. Periaatteessa vaikutuksia olisi voinut olla kumpaan suuntaan tahansa. Ulkomaiseen omistukseen siirtyneiden yritysten kehitys yrityskaupan jälkeen oli tulostemme mukaan siis samanlaista kuin vertailuryhmässä – ei parempaa, mutta ei huonompaakaan.

On mahdollista, että rahoitusmarkkinoiden epätäydellisydet vaikuttavat siihen, mistä ostaja löytyy. Voi olla, että kaikissa tapauksissa ostajayritystä ei olisi edes ollut mahdollista löytää kotimaasta johtuen riittävän suurten ostajaehdokkaiden puutteesta. Tämä teema oli kuitenkin tämän tutkimuksen ydinalueen ulkopuolella. Tässä tutkimuksessa ei myöskään pyritty tutkimaan sitä, missä määrin yrityksen myyneet entiset omistajat sijoittavat rahojaan uusien yritysten perustamiseen.

1 Johdanto

Taustaa

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan yrityskauppoja ja niiden taloudellisia vaikutuksia kohdeyrityksiin. Yrityskaupoissa (*mergers and acquisitions, M&A*) yrityksen (tai sen osan) omistus siirretään toisen yrityksen alaisuuteen tai yritys sulautetaan toiseen yritykseen. Yrityskaupassa ostajana toimiva yritys hankkii kohdeyrityksen omistukseensa rahan, osakkeiden tai näiden yhdistelmän avulla.

Yrityskaupan jälkeen kohdeyrityksen aiempi johto saattaa – tapauksesta riippuen – jatkaa työskentelyä jossakin roolissa uuden omistajan alaisuudessa. Yritysten sulautuminen osakevaihdolla tapahtuvalla transaktiolla on myös mahdollista, joskin kahden samanvertaisen yrityksen sulautumiset (ns. *merger-of-equals* -diilit) ovat jääneet harvinaisemmiksi (Lerner, Leamon & Hardyman, 2012). Toisinaan yrityskaupan osapuolena voi olla pääomasijoittaja tai strategisesti orientoitunut teollinen sijoittaja. Tyypillisesti ainakin kaupan toisena osapuolena – ja usein nimenomaan ostokohteena – on yksityinen, listaamaton yritys.

Yrityksille itselleen yrityskaupat tarjoavat mahdollisuuksia kasvuun mahdollistamalla muun muassa uuden teknologian hankinnan ja tehokkaamman, suuremmalla skaalalla toimimisen sekä markkinavoiman hyödyntämisen. Koko talouden näkökulmasta tarkasteltuna yrityskaupat mahdollistavat paitsi resurssien uudelleen kohdentamisen vähemmän tehokkailta yrityksiltä tehokkaammille yrityksille, myös uuden teknologian leviämisen (Jovanovic & Rousseau, 2008). Yrityskaupat edistävät siten uuden teknologian käyttöönottoa – ja talouden resurssien tehokkaampaa kohdentumista – vastaavalla tavalla kuin uusien yritysten markkinoille tulo ja markkinoilta poistuminen (Jovanovic & Rousseau, 2008). Yrityskaupat johtavat usein kohdeyritysten merkittäviin uudelleenjärjestelyihin sekä luovaan uudistumiseen: tämä tarkoittaa tyypillisesti joidenkin toimipaikkojen ja työtehtävien lakkauttamista mutta vastavasti myös uusien luomista sekä tuottavuuden paranemista (Davis ym., 2014; Maksimovic, Phillips & Prabhala, 2011).

Erityisesti korkeateknologia-alalla tehdyt yrityskaupat ovat nostaneet esiin kysymyksen siitä, johtavatko vakiintuneiden yritysten toteuttamat innovatiivisiin yrityksiin

kohdistuvat yrityskaupat innovaatiotoiminnan väheneeseen vai lisääntymiseen (Kamepalli, Rajan & Zingales, 2021; Phillips & Zhdanov, 2013), ja mahdollisesti jopa markkinoille tulon ja kilpailun vähenemiseen ilman perinteisiä kilpailunvastaisia toimia (Cunningham, Ederer & Ma, 2021; Kamepalli ym., 2021). Kirjallisuuden löydökset rajat ylittävien yrityskauppojen vaikutuksista kohdeyritysten innovaatiotoimintaan ja tuottavuuteen ovat myös jokseenkin ristiriitaisia: tutkimuksesta riippuen vaikutusten on havaittu olevan joko positiivisia tai negatiivisia (Bertrand, 2009; Guadalupe, Kuzmina & Thomas, 2012; Harris & Robinson, 2002; Stiebale & Reize, 2011). Aiemman kirjallisuuden valossa rajat ylittävät yrityskaupat kohdistuvat tyypillisesti kaikkein tuottavimpiin yrityksiin ja toimipaikkoihin (Crisuolo & Martin, 2009; Guadalupe ym., 2012; Harris & Robinson, 2002).

Tavoitteet

Tarkastelemme raportissa yrityskauppoja, niiden luonnetta ja vaikutuksia yrityksiin ja Suomen kansantalouteen. Keskeisiä tutkimuskysymyksiä ovat:

- Minkälaiset yritykset päätyvät yrityskauppojen kohteeksi?
- Millainen on ostokohteiksi valikoituneiden yritysten taloudellinen kehitys yrityskaupan jälkeen verrattuna samankaltaisiin muihin yrityksiin?
- Onko ulkomaisten ja kotimaisten ostajien välillä havaittavissa eroja yrityskauppojen kohdeyritysten suhteen?
- Eroako ulkomaisten ostajien kohdeyritysten taloudellinen kehitys kotimaisten ostajien kohdeyritysten kehityksestä omistusmuutoksen jälkeen?
- Ovatko yrityskaupat vaikuttaneet yritysten t&k-toimintaan, osaamiseen tai aineettomaan omaisuuteen?
- Onko yrityskaupoilla ollut vaikutuksia pääsille kansainvälisiin verkostoihin ja ekosysteemeihin?

Raportti etenee seuraavasti: Luku 2 käsittää kirjallisuuskatsauksen yrityskaupoista ja niiden vaikutuksista.¹ Luku 3 käsittää tilastollisen ja ekonometrisen analyysin. Luvussa 4 raportoidaan yrityskauppojen kohdeyritys- ja ostajahaastattelut sekä case-analyysit. Luvussa 5 kootaan yhteen aiempien lukujen löydökset sekä esitetään keskeiset johtopäätökset ja politiikkasuositukset.

2 Kirjallisuuskatsaus

2.1 Yrityskauppojen rooli taloudessa

Andrade, Mitchell ja Stafford (2001) tarkastelevat yrityskauppojen syntymekanismeja ja kiinnittävät huomiota kahteen seikkaan: ensinnäkin, yrityskaupat tapahtuvat aalloissa, ja toiseksi, yrityskaupoilla on taipumuksena klusteroitua toimialoittain. Kyseisen tarkastelun valossa yrityskaupat linkittyvät toimialaan kohdistuviin odottamattomiin muutoksiin, erityisesti sääntelyn purkamiseen mutta myös teknologisiin innovaatioihin ja muihin ulkopuolelta tuleviin sokkeihin. Jovanovic ja Rousseau (2008) tarjoavat analyttisen viitekehyksen ja todistusaineistoa siitä, että yrityskaupat edistävät pääoman tehokasta kohdentumista taloudessa siirtämällä resursseja tehostomilta yrityksiltä tehokkaammille. Tämän analyysikehikon valossa yrityskaupat edistävät uuden teknologian leviämistä, ja teknologiset murrokset johtavat yrityskauppa-aaltoihin.

Maksimovic ym. (2011) havaitsivat, että yrityskaupat – käsittäen sulautumiset ja kokonaisten yritysten kaupat – johtavat kohdeyritysten laajamittaiseen uudelleenjärjestelyyn lyhyessä ajassa: noin neljäsosa ostetuista toimipaikoista päättyy myyntiin ja viidesosa suljetaan kolmen vuoden kuluessa yrityskaupasta. Jäljelle jäävien toimipaikkojen tuottavuus kasvaa, toisin kuin myytyjen toimipaikkojen tapauksessa. Löydösten valossa ostajayritykset näyttäisivät pyrkivän edistämään suhteellista kilpailuetuaan uudelleenjärjestelyjen avulla. Sen sijaan tulokset eivät sovi yhtä hyvin yhteen ”imperiumin rakentamista” koskevien teorioiden kanssa, joiden mukaan yrityskauppojen syynä olisi yritysjohtajien pyrkimys kasvattaa yrityksen kokoa, ei parantaa tehokkuutta.

Rajat ylittävät yrityskaupat vastaavat suurta osaa suorista ulkomaisista sijoituksista (Kang & Johansson, 2000). Valtaosassa rajat ylittävistä yrityskaupoista toisena osapuolena – tyypillisesti ostokohteena – on yksityinen yritys (Erel, Liao & Weisbach, 2012). Erel ym. (2012) havaitsivat tarkastelussaan, että rajat ylittävien yrityskauppojen taustalla vaikuttavat monet tekijät: Läheinen maantieteellinen sijainti ja yritysten kotimaiden välinen keskinäinen kauppa lisäävät yrityskaupan todennäköisyyttä. Tämän havainnon taustalla näyttäisivät vaikuttavan synergiat ja yhteinen kulttuuritausta. Ostajat tulevat tyypil-

lisemmin korkeamman kirjanpidollisen standardin maista kuin ostokohteet (Erel ym., 2012; Rossi & Volpin, 2004). Markkina-arvostukset vaikuttavat yrityskauppojen syntyyn: korkean osakemarkkina-arvostuksen ja vahvan valuutan maista tulevat sekä korkean markkina-arvon omaavat yritykset ovat tyypillisemmin ostajia ja heikommin suoriutuvien maiden yritykset puolestaan ostokohteita (Erel ym., 2012).

Irtautumiset – yrityskaupan tai pörssilistautumisen kautta – ovat keskeinen viimeinen vaihe pääomasijoitusprosessissa. Irtautumiset ovat luonnollinen osa pääomasijoittamisen kiertokulkua, sillä ne mahdollistavat tuottojen realisoinnin ja uusien sijoitusten tekemisen. Vaikka pörssilistautumisia (*initial public offering, IPO*) pidetäänkin eräänlaisena irtautumisten referenssinä, ovat yrityskaupat lukumäärällisesti kaikkein yleisin pääomasijoittajien irtautumisväylä: kansainvälisen aineiston valossa yli 75 % pääomasijoittajien irtautumisista on tullut yrityskauppojen kautta (Lerner ym., 2012; Lerner, Sorensen & Strömberg, 2009).² Yrityskaupoilla on siten tärkeä rooli sijoittajien voitonmaksimoinnissa – tai vaihtoehtoisesti tappioiden minimoimisessa, sillä osalla kohdeyrityksistä ei lopultakaan ole valoisia tulevaisuudennäkymiä. Yrityskauppojen – jossa ostajana voi olla yritys tai toinen pääomasijoittaja – ja julkisten pörssilistautumisten ohella irtautuminen voi tapahtua myös sijoittajien osuuksien takaisin lunastamisen tai toiminnan alasajon kautta. Toisinaan paras vaihtoehto voikin olla resurssien vapauttaminen tuottavampaan toimintaan. Osittaiset irtautumiset ovat niin ikään mahdollisia. Phillips ja Zhdanov (2017) analysoivat pääomasijoitusten ja yrityskauppojen välistä yhteyttä kansainvälisellä aineistolla. Tarkastelussa havaitaan, että pääomasijoitukset ovat positiivisesti yhteydessä aiemman yrityskauppa-aktiiviteetin kanssa. Havainnot tukevat aiemman kirjallisuuden näkemystä siitä, että aktiiviset yrityskaupparätkä edistävät pääomasijoitusmarkkinoiden toimintaa luomalla irtautumismahdollisuuksia (Ali-Yrkkö, Hyytiäinen & Liukkonen, 2003).

2.2 Yrityskaupat ja innovoinnin kannustimet

Phillips ja Zhdanov (2013) analysoivat aktiivisten yrityskaupparätkä vaikutusta yritysten t&k-toiminnan ja innovoinnin kannustimiin. Tutkimuksen teoreettisen analyysin mukaan pienet yritykset innovoivat enemmän,

mikäli ne voidaan myöhemmin myydä suuremmille yrityksille. Suuremmat yritykset voivat puolestaan päästä käsiksi innovaatioihin yrityskaupan kautta ostamalla menestyksekkäät yritykset (ts. ulkomaistamalla t&k-toiminnan) sen sijaan, että ne alkaisivat kilpailemaan t&k-toiminnalla. Yrityskaupan kautta tehtävä irtautuminen luo kannustimet panostaa t&k-toimintaan.

Yrityskaupat voivat johtaa myös vähäisempään kilpailuun ja innovointiin. Kamepalli ym. (2021) osoittavat, kuinka vakiintuneiden yritysten nuoriin yrityksiin kohdistamat yrityskaupat voivat estää innovointia ja markkinoille tuloa digitoimialoilla ilman perinteisiä kilpailu rajoittavia toimia. Näillä digialustoihin pohjautuvilla toimialoilla on suuret verkostoulkovaikutukset. Tämän lisäksi osa digialustojen asiakkaista kohtaa vaihtokustannuksia eri alustojen välillä. Mikäli yrityskaupan todennäköisyys on suuri, osa varhaisen vaiheen käyttäjistä odottaa uusien tulokkaiden päätyvän vakiintuneiden yritysten ostokohteeksi eikä vaihda alustaa tästä johtuen. Tämän seurauksena markkinoilla vaikuttavat yritykset pystyvät ostamaan kohdeyrityksensä halvemmalla hinnalla. Näistä alhaisemmista tuottomahdollisuuksista seuraa uusien yritysten päätyminen ns. tappovyöhykkeelle (*kill zone*), jossa riskirahoituksen saaminen on hankalaa. Onkin olemassa viitteitä siitä, että pääomasijoitukset ovat alhaisempia sektoreilla, joissa markkinoita dominoivien digijättien yrityskauppa-aktiiviteetti on merkittävää (Kamepalli ym., 2021; Koski, Kässi & Braesemann, 2020).

Cunningham ym. (2021) esittävät teoreettista ja empiiristä todistusaineistoa, jonka mukaan vakiintuneet yritykset poimivat innovatiivisia yrityksiä ostokohteiksi vain lakkauttaakseen niiden innovaatiotoiminnan. Tällä tavoin yritykset poistavat tulevaisuuden kilpailijat markkinoilta. Tämänkaltaiset ”tappokaupat” (*killer acquisitions*) jäävät tyypillisesti kilpailurajoitustoimia koskevan seurannan ulkopuolelle. Toisaalta Cabral (2021) varoittaa tekemästä liiallisia kiristyksiä yrityskauppoja koskevaan sääntelyyn korkean teknologian alalla, sillä tämä voi johtaa haitallisiin vaikutuksiin innovaatioiden osalta. Kilpailun ja innovoinnin välinen suhde ei ole myöskään itsessään yksiselitteinen. Aghion, Bloom, Blundell, Griffith ja Howitt (2005) tarkastelevat tuotemerkkinalpailun ja innovaatioiden välistä yhteyttä ja havaitsevat käännetyin u-käyrän mukaisen relaation. Havainto on teorian antaman ennusteen mukainen: kilpailu voi lisätä

yritysten innovoinnin kannustimia kilpailijoiden kukistamiseksi; toisaalta kilpailu voi vähentää jälkeenjääneiden yritysten kannustimia innovoida. Se, kumpi näistä vaikutuksista dominoi, riippuu markkinoiden kilpailullisuuden tasosta.

2.3 Millaiset yritykset päätyvät ulkomaisten yrityskauppojen kohteeksi?

Hyytinen, Ali-Yrkkö ja Pajarinen (2005) havaitsevat suomalaisella aineistolla, että yritysten patentointi on positiivisesti yhteydessä ulkomaisen yrityskaupan kohteeksi päätyneiden kanssa. Kaitila (2012) havaitsee, että Suomessa toimivien ulkomaisten tytäryritysten tuottavuuden taso on korkeampi kuin ei-monikansallisissa yrityksissä. Falk (2008) havaitsee EU-maita koskevalla aineistolla, että ulkomaisomisteiset yritykset ovat innovatiivisempia kuin muut yritykset. Harris ja Robinson (2002) havaitsevat brittiaineistolla, että ulkomaisten yrityskauppojen kohteena ovat tuottavimmat teollisuusyritysten toimipaikat. Criscuolo ja Martin (2009) analysoivat brittiaineistolla syitä, miksi yhdysvaltalaisomisteiset teollisuustoimipaikat ovat muita tuottavampia. Havaintojen valossa erot suoriutumiseksi johtuvat ensisijaisesti valikoitumisesta: yrityskauppojen myötä yhdysvaltalaiseen omistukseen päätyvät kotimaiset yksiköt ovat jo valmiiksi muita tuottavampia. Guadalupe ym. (2012) osoittavat espanjalaisista teollisuusyrityksistä koostuvalla aineistolla, että ulkomaisten yrityskauppojen kohteeksi päätyvät kaikkein tuottavimmat yritykset kultakin toimialalta. Kyseiset yritykset tuottavat muita enemmän innovaatioita ja ottavat käyttöön ulkomaista teknologiaa, mikä johtaa korkeampaan tuottavuuteen. Balsvik ja Haller (2010) havaitsevat norjalaisella aineistolla, että ulkomaisten yrityskauppojen kohteena ovat suuret, korkeapalkkaiset ja tuottavat toimipaikat; kotimaisten yrityskauppojen kohteet puolestaan ovat keskimääräistä suurempia ja suoriutumisltaan keskitasoa.

2.4 Mitä vaikutuksia ulkomaisilla yrityskaupoilla on innovatiivisiin (ja muihin) yrityksiin?

Innovaatiotoiminta ja tuottavuus

Kansainvälisissä tarkasteluissa ulkomaisilla instituutio-naalisilla sijoittajilla on havaittu olevan positiivinen vaikutus yritysten innovaatioihin (Luong, Moshirian, Ngu-

yen, Tian & Zhang, 2017). Luong ym. (2017) löytävät havainnoille useampia mahdollisia selityksiä eri vaikutusmekanismien kautta: kansainväliset sijoittajat voivat toimia valvovassa roolissa, ehkäistä innovaatioiden epäonnistumista ja edistää tiedon läikkymistä kohdemaaan. Aghion, Van Reenen ja Zingales (2013) osoittavat yhdysvaltalaisella aineistolla, että suurempi instituutionaalisten sijoittajien osuus on ylipäättänsä yhteydessä lisääntyneeseen innovointiin: institutionaaliset sijoittajat parantavat innovoinnin kannustimia ja t&k-toiminnan tuottavuutta. Ferreira, Massa ja Matos (2009) havaitsevat, että ulkomainen instituutionaalinen omistus on positiivisesti yhteydessä rajat ylittävään yrityskauppa-aktiiviteettiin.

Yrityskauppojen vaikutuksia koskevat tutkimukset ovat päätyneet paikoitellen ristiriitaisiin tuloksiin koskien ulkomaisten yrityskauppojen vaikutuksia kohdeyritysten innovaatiotoimintaan ja tuottavuuteen. Bertrand (2009) tarjoaa ranskalaisella aineistolla näyttöä siitä, että ulkomaiset yritysostot lisäävät kohdeyritysten t&k-toimintaa. Guadalupe ym. (2012) havaitsevat espanjalaisista teollisuusyrityksistä koostuvalla aineistolla, että kohdeyritykset lisäävät innovointia ja parantavat tuottavuuttaan yrityskaupan jälkeen. Harris ja Robinson (2002) tarkastelevat ulkomaalaisomistukseen päätyneiden brittiläisten teollisuustoimipaikkojen suoriutumista suhteessa muihin toimipaikkoihin. Tarkastelussa havaitaan viitteitä tuottavuuden alenemisesta yrityskaupan jälkeen, mikä voi viitata vaikeuksiin sulauttaa yrityskaupan kohteena olevat toimipaikat uuteen organisaatioon. Bena ja Li (2014) havaitsevat, että yrityskaupat tuottavat synergieita yritysten innovaatiokapasiteetin yhdistämisestä. Toisaalta ulkomaisomistukseen siirtyminen ei suomalaisen aineiston valossa näyttäisi heijastuvan tuottavuuden kasvuvauhdissa (Kaitila, 2012; Siedschlag, Kaitila, Quinn & Zhang, 2014).

Bandick, Görg ja Karpaty (2014) tarkastelevat ruotsalaisella aineistolla ulkomaisten yrityskauppojen vaikutuksia kohdeyritysten t&k-toimintaan. Tutkimuksessa havaitaan, että ulkomaiset yrityskaupat johtavat kohdeyritysten t&k-intensiteetin kasvuun. Tämä näyttäisi lieventävän huolta siitä, että ulkomaiset yrityskaupat johtaisivat t&k-toiminnan siirtoon pois kohdeyrityksen kotimaasta. Stiebale ja Reize (2011) havaitsevat saksalaisista pk-yrityksistä koostuvalla aineistolla, että yrityskaupoilla on negatiivinen vaikutus yritysten innovaatio-

ja t&k-toimintaan. Tarkastelussa ei havaita vaikutuksia mitattavissa olevaan innovaatiotuotantoon. Stiebale (2016) tutkii rajat ylittävien yrityskauppojen vaikutuksia eurooppalaisten yritysten innovointiin. Tarkastelussa havaitaan innovoinnin (patenttihakemusten) lisääntyvän yrityskaupan jälkeen. Innovointi näyttäisi kohdistuvan ostajayrityksen kotimaahan; ostokohteen kotimaassa innovoinnilla on taipumuksena vähentyä. Havainnot saatavatkin viitata monikansallisten yritysten innovaatiotoiminnan resurssien tehokkaampaan kohdentamiseen. Karpaty (2007) tarkastelee ulkomaisten yrityskauppojen tuottavuusvaikutuksia ruotsalaisella teollisuusyritysaineistolla. Tarkastelussa havaitaan, että ulkomaisilla yrityskaupoilla on positiivinen, viiveellä ilmenevä vaikutus kohdeyritysten tuottavuuteen yrityskaupan jälkeisinä vuosina.

Szücs (2014) analysoi yrityskauppojen vaikutuksia sekä ostajayritysten että kohdeyritysten t&k-toimintaan. Analyysissa havaitaan, että kohdeyritykset vähentävät t&k-toimintaansa yrityskaupan jälkeen. Ostajayritysten t&k-intensiteetti alenee, mutta havainnon taustalla näyttäisi olevan yritysten liikevaihdon voimakas kasvu. Stiebale ja Trax (2011) havaitsevat brittiläisistä ja ranskalaisista yrityksistä koostuvalla aineistolla, että rajat ylittävät yrityskaupat parantavat ostajayrityksen kotimaista myyntiä ja investointeja, mutta eivät johda henkilöstövähennyksiin. Tutkimuksen mukaan tietointensiivisillä toimialoilla rajat ylittävät yrityskaupat johtavat parantuneeseen tuottavuuteen. Yrityskauppojen taustalla näyttäisikin etenkin tietointensiivillä aloilla olevan täydentävien, ulkomaisten teknologioiden hankinta. Stiebale (2013) tarkastelee saksalaisia yrityksiä ja havaitsee, että rajat ylittävissä yrityskaupoissa ostajayritysten kotimainen t&k-toiminta lisääntyy. Desyllas ja Hughes (2010) tarkastelevat yhdysvaltalaisia korkean teknologian yrityksiin kohdistuvia yrityskauppoja. Analyysissa havaitaan ensi alkuun negatiivinen mutta lopulta positiivinen vaikutus yritysten t&k-intensiteettiin; toisaalta vaikutukset t&k:n tuottavuuteen eivät ole merkitseviä.

Ornaghi (2009) tutkii yrityskauppojen vaikutuksia lääkealan yritysten t&k-toimintaan. Analyysissa keskitytään tarkastelemaan sulautunutta yrityskokonaisuutta. Tutkimuksessa havaitaan, että sulautuneiden yritysten suoriutuminen on innovaatiomittareilla – t&k-menot ja patenttien määrä – tarkasteltuna kontrolliryhmää heikompa. Haucap, Rasch ja Stiebale (2019) havaitsevat eurooppa-

laisista lääkealan yrityksistä koostuvalla aineistolla, että yrityskaupan jälkeen sekä sulautuneen yrityksen että sen kilpailijoiden patentointi ja t&k-toiminta vähenevät. Negatiiviset havainnot keskittyvät markkinoille, joilla on korkea t&k-intensiteetti ja jossa on päällekkäistä innovaatiotoimintaa yrityksen ja kilpailijoiden välillä ennen yrityskauppaa. Havaintojen valossa onkin mahdollista, että etenkin korkean teknologian aloilla yrityskaupat vaikuttavat (negatiivisesti) paitsi yrityskaupan osapuolten myös kilpailijoiden innovoinnin kannustimiin.

Työllisyys ja tuottavuus

Bastos, Monteiro ja Straume (2018) tutkivat ulkomaisen yritysostojen vaikutuksia organisaatio- ja palkkarakenteisiin portugalilaisella yritysaineistolla. Tarkastelussa havaitaan, että ulkomaiset yrityskaupat johtavat liikevaihdon, työn tuottavuuden ja keskimääräisten palkkojen kasvuun sekä lisääntyneeseen hierarkiaan ja palkkaerojen kasvuun ala- ja ylätasojen tehtävien välillä. Lehto ja Böckerman (2008) havaitsevat suomalaisella toimipaikka-aineistolla, että rajat ylittävät yrityskaupat johtavat teollisuustyöpaikkojen vähenemiseen; vaikutukset muilla toimialoilla ovat vähäisemmät. Tarkastelussa havaitaan myös, että kotimaisiin yrityskauppoihin ja sisäisiin uudelleenjärjestelyihin liittyvät omistusrakenteen muutokset johtavat myös usein työpaikkamenetyksiin. Bandick ja Karpaty (2011) tutkivat ulkomaisten yrityskauppojen vaikutuksia ruotsalaisiin teollisuusyrityksiin. Tutkimuksessa havaitaan, että yrityskaupoilla on positiivinen vaikutus kohdeyritysten työllisyyteen. Työllisyysvaikutukset heijastuvat enemmän korkeamman osaamistason kuin alhaisemman osaamistason työpaikoissa. Huttunen (2007) tarkastelee ulkomaisten yrityskauppojen työllisyys- ja palkkavaikutuksia suomalaisista toimipaikoista koostuvalla aineistolla. Tutkimuksessa havaitaan, että ulkomaisilla yrityskaupoilla on positiivinen – joskaan ei välitön – vaikutus palkkoihin ja tämä vaikutus kasvaa työntekijöiden koulutustason myötä. Tutkimuksessa havaitaan myös, että yrityskaupan myötä toimipaikan korkeasti koulutettujen työntekijöiden osuus laskee.

Davis ym. (2014) havaitsevat, että pääomasijoittajien toteuttamat buyoutit – ts. yrityskauppajärjestelyt, jotka keskittyvät liiketoiminnan ohjaamiseen uudelle uralle – johtavat bruttotasolla lisääntyneeseen työpaikkojen syntyyn ja tuhoon. Kyseisten transaktioiden nettotyöpaikkamenetykset ovat kuitenkin vähäisiä. Buyoutit joh-

tavat kohdeyritysten kokonaistuottavuuden paranemiseen erityisesti edesauttamalla alhaisen tuottavuuden yksiköiden poistumista markkinoilta ja edistämällä tuottavampien yksiköiden syntyä. Davis ym. (2019) havaitsevat, että buyout-transaktioiden vaikutukset ovat heterogeeniset ja vaihtelevat tapauskohtaisesti yritysten välillä: Tutkimuksen löydösten valossa kohdeyritysten työn tuottavuus paranee ja vaikutukset ovat suuremmat transaktioissa, jotka tapahtuvat tiukempien luottomarkkinoiden aikaan. Listaamattomien yritysten kohdalla buyoutit johtavat positiivisiin työllisyysvaikutuksiin; sen sijaan julkisesti listattujen yritysten kohdalla työllisyysvaikutukset ovat negatiiviset. Kaupan jälkeinen talouskasvun hiipuminen ja luottomarkkinoiden kiristyminen heikentää työllisyysvaikutuksia ja resurssien uudelleen kohdentumista.

3 Tilastollinen ja ekonometrinen analyysi

3.1 Tutkimusaineiston muodostus

Yrityskauppadata perustuu Talouselämä-lehden keräämiin tietoihin yrityskaupoista, joissa ainakin joko ostaja, myyjä tai kohde on suomalainen. Kyseisessä aineistossa ostetun yrityksen liikevaihdon alarajana on 0,5 milj. euroa, joten aivan pienimmät kaupat eivät tilastoidu. Kaikkiaan aineistossa oli 4 194 yrityskauppaa vuosilta 2009–2018. Yrityskaupoista osassa kohteena oli yrityksen jokin tietty osa tai liiketoiminta-alue, ei koko yritys. Nämä 1 464 kauppaa poistettiin aineistosta, koska tilinpäätös- ja muut yrityskauppojen kohteisiin liittyvät taustatiedot ovat koko yrityksen tasolla. Samoin muualla kuin Suomessa sijainneet 290 kohdeyritystä poistettiin. Lisäksi tutkimusaineistoon jätettiin vain kohdeyritykset, joissa määräysvalta siirtyi ostavalle yritykselle, ts. kaupan kohteen äänivalta piti yrityskaupan jälkeen olla yli 50 prosenttia ostavalla taholla. Tämä ehto jäi täyttymättä 306 kaupassa. Aineistossa oli myös 31 kohdetta, joista oli käyty kauppaa useamman kuin yhden kerran saman kalenterivuoden aikana. Näissä tapauksissa jätimme tutkimusaineistoon vain viimeisimmän kauppatiedon per kalenterivuosi.

Näiden rajausten jälkeen aineistossa oli 2 090 yrityskauppaa, joista 1 642 kohdeyritykselle oli koodattu valmiiksi

y-tunnus, joka periaatteessa mahdollistaa aineiston sujuvan linkittämisen muihin yritystason tausta-aineistoihin. Y-tunnuksen havaittiin kuitenkin olevan teknisesti puutteellinen 311 tapauksessa joko niin, että tunnuksen pituus oli väärä tai siitä puuttui väliviiva. Lisäksi aineistoa silmäiltäessä havaittiin tapauksia, joissa y-tunnus oli teknisesti oikein, mutta se koski väärää yritystä. Esimerkiksi dataan oli koodattu ostokohteen y-tunnukseksi Nokia Oyj:n y-tunnus kaupassa, jossa Nokia Oyj osti vuonna 2013 Siemensin pois Nokia Siemens Networksistä. Tämän johdosta aineistoa käytiin suurimpien kauppojen osalta vielä kertaalleen käsin läpi ja virheelliset tiedot pyrittiin korjaamaan. Lisäksi tehtiin kohdeyritysten nimitiedon perusteella mekaaninen haku puuttuville y-tunnuksille käyttäen vasta-aineistoina Tilastokeskuksen yritysrekisterin ja Suomen Asiakastiedon tietokannan tietoja vuosilta 2009–2018. Kaiken kaikkiaan rajausten ja data-tarkistusten jälkeen tutkimusaineistoon jäi 1 890 y-tunnuksellista kohdeyritystä.

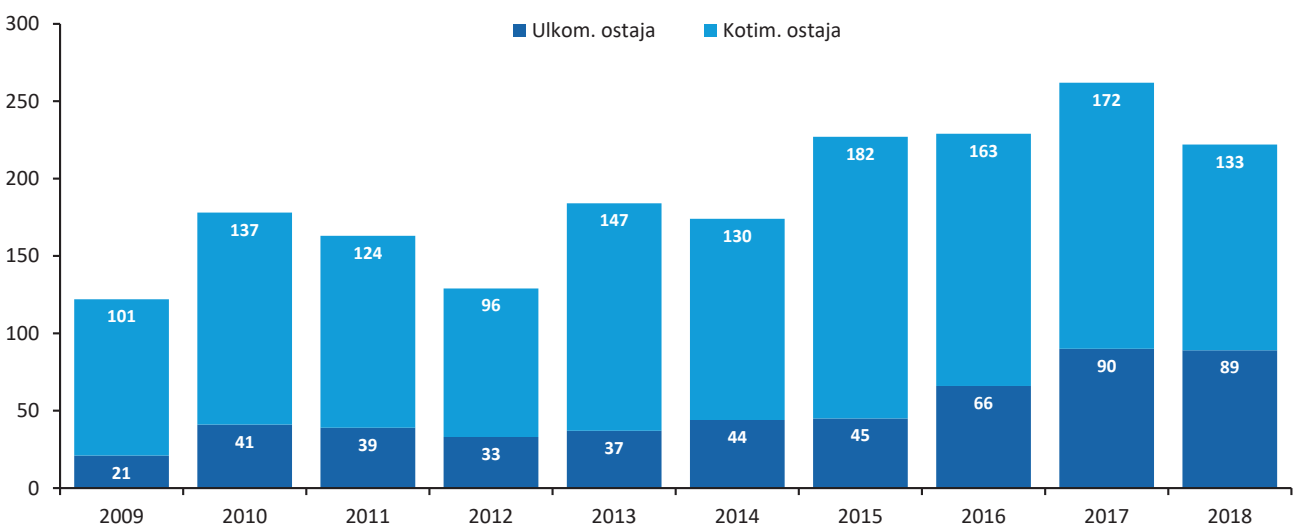
Y-tunnusten perusteella yrityskauppa-aineiston kohdeyritysten tiedot yhdistettiin useisiin rekisteripohjaisiin aineistoihin. Haimme Tilastokeskuksen yritysrekisteristä mm. yritysten toimiala-, sijainti-, työllisyys-, ikä- ja ulkomaalaisomistustiedot sekä indikaattorin tavaraviennistä vuosilta 2008–2019. Kaikille yrityksille pyrittiin saamaan vähintään yksi vuosihavainto ennen kauppavuotta ja yk-

si kauppavuoden jälkeen. Samoilta vuosilta yhdistettiin tilinpäätös- ja luottoluokitus tiedot käyttäen lähteenä Suomen Asiakastieto Oy:n tietokantaa. Tilastokeskuksen konsernirekisteristä puolestaan saimme tiedon, onko yrityksellä ollut tytäryrityksiä ulkomailla. Business Finlandissa koottiin tiedot yrityksille myönnetyistä t&k-tuista sekä viennin arvotietoja. Pääomasijoittajat ry (FVCA) toimitti European Data Cooperativen (EDC) tietokantoihin pohjautuvat tiedot yritysten saamista yksityisistä ja julkisista pääomasijoituksista vuosilta 2007–2020. Tiedot yritysten patenttihakemuksista vuosilta 2000–2019 saatiin PatentInspiration-nettiportaalin kautta. Näissä kahdessa aineistossa yksilöllisenä tunnisteena oli vain yrityksen nimitieto, joten ennen yhdistämistä muihin aineistoihin niihin etsittiin mekaanisesti y-tunnuksia nimitiedon pohjalta. Lisäksi Tesi toimitti ensisijoitus- ja irtautumistietoja suorista yritysijoituksistaan vuosien 1996–2021 aikana.

3.2 Vuosien 2009–2018 yrityskauppadatan perustietoja

Tutkimusaineiston perusjoukon muodostivat siis 1 890 yrityskauppaa, joissa yrityksen määräysvallasta enemmistö siirtyi ostavalle taholle. Näistä vuositason tarkasteltuna uniikkeja kohteita oli 1 837 kohdeyritystä. 51

Kuvio 3.1 Yrityskauppojen lukumäärä vuosittain (n = 1 890)



Aineistolähteet: Talouselämä-lehden yrityskauppadata ja Tilastokeskuksen yritysrekisteri. Kirjoittajien laskelmat.

kohdeyritystä oli kaupan kohteena kahtena eri vuonna ja kaksi yritystä kolmena eri vuonna. Seuraavat aineisto kuvailevat tilastotarkastelut koskevat kaikkia 1 890 yrityskauppaa.

Kuviossa 3.1 on jaettu vuosien 2009–2018 yrityskaupat ostajan kotimaan suhteen (ulkomainen/kotimainen ostaja). Ostajan kotimaan tieto pohjautuu yrityskaupadatan tietoihin, joita täydennettiin ja vertailtiin ristiin Tilastokeskuksen yritysrekisterin avulla. Kuvioista voimme havaita, että vuosittaisissa yrityskauppojen määrissä on kasvua aineiston loppuvuosia lähestyttäessä. Vähiten yrityskauppoja tehtiin vuonna 2009 (122 kauppaa) ja eniten vuonna 2017 (262 kauppaa). Kun data jaetaan kahteen periodiin, 2009–2013 ja 2014–2018, niin alkuperiodilla yrityskauppoja tehtiin kaikkiaan 776 ja jälkimmäisellä periodilla vas-

taavasti 1 114. Ulkomaisten ostajien osuus kauppojen lukumäärästä on vaihdellut 17–40 prosentin välillä. Osuus oli pienin vuonna 2009 ja suurin vuonna 2018.

Taulukkoon 3.1 on koottu toimialoittaiset tiedot yrityskauppojen volyymeista. Yritysten TOL 2008 -luokituksen mukaiset toimialatiedot on haettu Tilastokeskuksen yritysrekisteristä. Koko ajanjaksoa 2009–2018 tarkasteltaessa kauppoja on tehty eniten liike-elämän palveluissa (21 % kaikista kaupoista), terveys- ja sosiaalipalveluissa (17 %) sekä tukku- ja vähittäiskaupassa (11 %). Vertailtaessa periodeja 2009–2013 ja 2014–2018 havaitaan, että kauppojen määrä kasvoi jälkimmäisellä periodilla etenkin terveys- ja sosiaalipalveluissa (+182 kauppaa), joissa isot yksityisen sektorin alan toimijat ostivat pienempiä kilpailijoitaan markkinoilta. Myös liike-elämän palveluissa jäl-

Taulukko 3.1 Yrityskauppojen lukumäärä toimialoittain ja ostajan kansallisuuden suhteen eri ajanjaksoilla (n = 1 890)

	2009–2018			Aikaperiodi 2009–2013			2014–2018		
	Ulkom.	Kotim.	Kaikki	Ulkom.	Kotim.	Kaikki	Ulkom.	Kotim.	Kaikki
Toimialaryhmittely									
Alkutuotanto (01–09)	1	13	14	0	6	6	1	7	8
Elintarviketeollisuus (10–12)	2	18	20	1	6	7	1	12	13
Tekstiili- ja vaatetusteoll. (13–15)	3	6	9	1	3	4	2	3	5
Metsäteollisuus (16–18)	6	49	55	1	30	31	5	19	24
Kemianteollisuus (19–22)	16	17	33	7	7	14	9	10	19
Mineraali- ja metalliteoll. (23–25)	13	54	67	9	23	32	4	31	35
Koneteollisuus (26–30, pl. ICT)	31	53	84	13	25	38	18	28	46
Muu teollisuus (31–33)	7	31	38	4	13	17	3	18	21
Sähkö-, vesi- ja viemäripalvel. (36–39)	2	13	15	0	5	5	2	8	10
Rakentaminen (41–43)	18	125	143	5	58	63	13	67	80
Kauppa (45–47)	54	149	203	22	77	99	32	72	104
Logistiikka, viestintä (49–53, 58–63, pl. ICT)	27	68	95	16	34	50	11	34	45
Hotellit ja ravintolat (55–56)	1	39	40	0	10	10	1	29	30
Rahoituspalvelut (64–68)	27	123	150	12	83	95	15	40	55
Liike-elämän palvelut (69–75, 77–82)	89	299	388	35	115	150	54	184	238
Opetus- ja koulutuspalvel. (85)	2	11	13	1	3	4	1	8	9
Terveys- ja sosiaalipalvelut (86–88)	136	182	318	15	53	68	121	129	250
Muut palvelut (45–99)	2	28	30	0	8	8	2	20	22
ICT-teollisuus (OECD-määritelmä)	2	5	7	0	1	1	2	4	6
ICT-palvelut (OECD-määritelmä)	66	102	168	29	45	74	37	57	94
Yhteensä	505	1 385	1 890	171	605	776	334	780	1 114

Aineistolähteet: Talouselämä-lehden yrityskauppadata ja Tilastokeskuksen yritysrekisteri. Kirjoittajien laskelmat. TOL 2008 -luokituksen toimialakoodit ovat suluisissa.

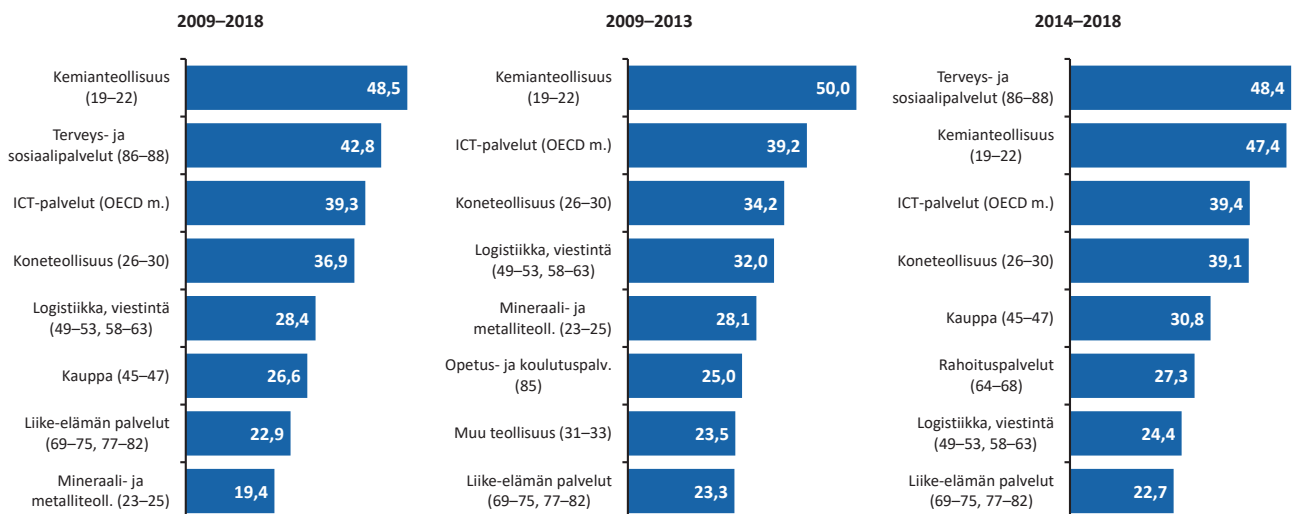
kimmäisellä periodilla tehtiin runsaasti (+88) enemmän kauppia. Yrityskaupat puolestaan vähenivät jälkimmäisellä periodilla eniten rahoitus-, vakuutus- ja kiinteistöalalla (-40 kauppia).

Ostajan kotimaan suhteen kolme yrityskauppojen merkittävintä kohdetoimialaa lukumäärällä mitattuna ovat samat kuin yllä mainitut. Niiden järjestyksessä on kuitenkin eroa siten, että ulkomaisilla ostajilla terveys- ja sosiaalipalvelut (sote) ovat suurin toimiala (27 % kauppojen lukumäärästä) ja liike-elämän palvelut ovat toisena (18 %). Kotimaisten ostajien kohdalla tilanne on päinvastoin: liike-elämän palvelut ovat ykkösenä 22 prosentin osuudella ja sote-palvelut kakkosena 13 prosentin osuudella. Molemmissa ostajaryhmissä tukku- ja vähittäiskauppa on kolmanneksi tärkein kohdetoimiala noin 11 prosentin osuudella. Ulkomaisten ostajien kohdalla merkillepantavaa on sote-alan kauppojen lukumäärän voimakas kasvu jälkimmäisellä tarkasteluperiodilla: vuosina 2009–2013 ulkomaiset ostajat tekivät vain 15 yrityskauppaa sote-alalla, kun vastaavasti vuosina 2014–2018 kauppia tehtiin peräti 121. Tosin lukumäärällä mitattu kotimaiset ostajat tekivät jälkimmäisellä periodilla vieläkin enemmän sote-alan kauppia, 129 kappaletta, vaikka niiden osuus kaikista kotimaisten ostajien tekemistä kaupoista olikin alhaisempi (16 %) kuin liike-elämän palveluissa (24 %).

Kuviossa 3.2 on yhteenveto siitä, millä toimialoilla ulkomaisten ostajien osuus yrityskaupoista on ollut suurinta. Tarkastelussa ovat mukana toimialat, joissa on tehty vähintään 10 yrityskauppaa vuosina 2009–2018. Kuvioista huomataan, että ulkomaisten ostajien osuudet ovat olleet suurimmat koko tarkasteluajanjaksolla kemianteollisuudessa (49 %), sote-alalla (43 %) ja ICT-palveluissa (39 %). Kun ajanjakso jaetaan kahteen osaan niin havaitaan, että vuosina 2009–2013 kemianteollisuuden ja ICT-palveluiden jälkeen koneteollisuus oli kolmanneksi merkittävin toimiala. Tällä periodilla sote-ala ei yllä kahdeksan tärkeimmän kohdetoimialan joukkoon. Sen sijaan vuosina 2014–2018 sote-alalla ulkomaisten ostajien osuus yrityskaupoista on ollut tarkastelluista toimialoista suurin (48 %). Sitä seuraavat kemianteollisuus, ICT-palvelut ja koneteollisuus.

Taulukossa 3.2 on yhteenveto yrityskaupan kohdeyrityksistä ostajan kotimaan suhteen toimiala- ja muita taustatekijöitä huomioimatta. Taulukon kuusi ensimmäistä taustamuuttujaa (saanut pääomasijoituksia, ..., on Business Finlandin rahoitusta) indikoivat, onko kohdeyrityksissä ollut kyseisiä toimia ainakin yhtenä vuotena ennen yrityskauppavuotta. Loput muuttujat koskevat yrityskauppavuotta. Muuttujia on selitetty tarkemmin liitteessä 1. Taulukon osasta (1) havaitsemme, että ko-

Kuvio 3.2 Toimialat, joissa ulkomaisten ostajien osuudet yrityskaupoista ovat suurimmat (%-osuus kauppojen lukumäärästä, n = 1 890)



Aineistolähteet: Talouselämä-lehden yrityskauppadata ja Tilastokeskuksen yritysrekisteri. Kirjoittajien laskelmat. TOL 2008 -luokituksen toimialakoodit ovat suluisia. Kuvioissa mukana ovat toimialat, joissa on ollut vähintään 10 yrityskauppaa vuosina 2009–2018.

Taulukko 3.2 Yrityskauppojen kohdeyritysten taustatietoja ostajatyypeittäin

	Ulkom.	Kotim.	T-testin p-arvo	Lkm, ulkom.	Lkm, kotim.
(1) Aikaperiodi = 2009–2018					
Saanut pääomasijoituksia	0,081	0,032	0,000***	505	1 385
Saanut julkisia pääomasijoituksia	0,040	0,010	0,001***	505	1 385
Saanut yksityisiä pääomasijoituksia	0,051	0,026	0,018**	505	1 385
Saanut Tesin sijoituksia	0,032	0,006	0,001***	505	1 385
On patenttihakemuksia	0,149	0,072	0,000***	505	1 385
On Business Finlandin rahoitusta	0,210	0,118	0,000***	505	1 385
On vientiyritys	0,242	0,135	0,000***	505	1 385
On ulkomailla tytäryrityksiä	0,059	0,250	0,000***	505	1 385
Henkilöstön määrä	75,669	45,065	0,008***	505	1 385
Liikevoitto-%	3,357	4,014	0,577	463	1 160
Sij. pääoman tuotto-%	17,290	17,799	0,824	458	1 146
Omavaraisuusaste (%)	42,957	36,582	0,007***	467	1 164
Työn tuottavuus, 1 000 euroa	81,585	87,545	0,213	452	1 149
Tase, milj. euroa	15,662	19,991	0,376	467	1 164
(2) Aikaperiodi = 2009–2013					
Saanut pääomasijoituksia	0,064	0,030	0,086*	171	605
Saanut julkisia pääomasijoituksia	0,041	0,010	0,050**	171	605
Saanut yksityisiä pääomasijoituksia	0,047	0,026	0,245	171	605
Saanut Tesin sijoituksia	0,029	0,003	0,050**	171	605
On patenttihakemuksia	0,187	0,074	0,000***	171	605
On Business Finlandin rahoitusta	0,158	0,061	0,001***	171	605
On vientiyritys	0,351	0,152	0,000***	171	605
On ulkomailla tytäryrityksiä	0,035	0,220	0,000***	171	605
Henkilöstön määrä	93,215	51,576	0,070*	171	605
Liikevoitto-%	2,224	3,562	0,513	154	480
Sij. pääoman tuotto-%	10,710	15,273	0,218	155	481
Omavaraisuusaste (%)	39,541	35,492	0,286	155	481
Työn tuottavuus, 1 000 euroa	92,982	88,901	0,671	150	475
Tase, milj. euroa	15,193	21,951	0,426	155	481
(3) Aikaperiodi = 2014–2018					
Saanut pääomasijoituksia	0,090	0,035	0,001***	334	780
Saanut julkisia pääomasijoituksia	0,039	0,010	0,011**	334	780
Saanut yksityisiä pääomasijoituksia	0,054	0,026	0,038**	334	780
Saanut Tesin sijoituksia	0,033	0,008	0,014**	334	780
On patenttihakemuksia	0,129	0,071	0,005***	334	780
On Business Finlandin rahoitusta	0,237	0,162	0,005***	334	780
On vientiyritys	0,186	0,122	0,009***	334	780
On ulkomailla tytäryrityksiä	0,072	0,273	0,000***	334	780
Henkilöstön määrä	66,686	40,014	0,032**	334	780
Liikevoitto-%	3,921	4,332	0,777	309	680
Sij. pääoman tuotto-%	20,655	19,626	0,723	303	665
Omavaraisuusaste (%)	44,654	37,350	0,016**	312	683
Työn tuottavuus, 1 000 euroa	75,925	86,589	0,048**	302	674
Tase, milj. euroa	15,895	18,612	0,628	312	683

Aineistolähteet: Asiakastieto, Business Finland, FVCA/EDC, PatentInspiration, Talouselämä-lehden yrityskauppadata, Tesi ja Tilastokeskuksen yritysrekisteri. Kirjoittajien laskelmat. Raportoituina ovat muuttujien keskiarvot, t-testien p-arvot sekä yritysten lukumäärät. P-arvojen tähditykset: * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$. Muuttujat on kuvattu tarkemmin liitteessä 1.

ko ajanjaksoa 2009–2018 tarkasteltaessa ulkomaisten ostajien kohdeyritykset ovat saaneet ennen yrityskauppaa tilastollisesti merkitsevästi kotimaisten ostamia yrityksiä todennäköisemmin sekä julkisia että yksityisiä pääomasijoituksia ja Business Finlandin rahoitusta. Esimerkiksi Business Finlandin rahoitusta on myönnetty ainakin yhtenä vuonna ennen yrityskauppavuotta 21 prosentille ulkomaisten ostajien kohdeyrityksistä, kun vastaava osuus kotimaisten ostajien kohdeyrityksistä on 12 prosenttia. Ulkomaisten ostajien kohteet ovat harjoittaneet todennäköisemmin menestyksellistä innovaatiotoimintaa: patenttihakemuksia ulkomaisten ostajien kohteista on ollut 15 prosentilla ja kotimaisten ostajien kohteista 7 prosentilla. Ulkomaisten ostajien kohteilla on lisäksi ollut todennäköisemmin vientitoimintaa, mutta harvemmin omia tytäryrityksiä ulkomailla kuin kotimaisten ostajien kohteilla. Ulkomaisten ostajien kohteet ovat olleet keskimäärin tilastollisesti merkitsevästi työllisyydeltään suurempia ja omavaraisuusasteella mitattuna vakavaraisempia kuin kotimaisten ostajien kohteet. Sen sijaan mitattaessa yritysten kokoa taseen loppusummalla tilastollisesti merkitsevää eroa keskiarvoissa ei havaita, kuten ei myöskään kannattavuusmittareissa (liikevoitto-%, sipo-%) eikä työn tuottavuuden tasossa.

Taulukon 3.2 osioissa (2) ja (3) on jaettu tarkasteluai- kaväli 2009–2018 kahteen osaan. Ajanjakson alkupuolella (2009–2013) ostajaryhmien kohdeyritysten erot yksityisten pääomasijoitusten saannin ja vakavaraisuuden osalta eivät ole tilastollisesti merkitseviä 10 prosentin erehtymisriskillä. Ajanjakson jälkimmäisellä puoliskolla (2014–2018) puolestaan näissäkän taustamuuttujissa havaitaan tilastollisesti merkitseviä eroja, jotka ovat samankaltaisia kuin koko ajanjakson tarkastelussa. Lisäksi jälkimmäisellä puoliskolla työn tuottavuuden taso on ollut ulkomaisten ostajien kohteissa keskimäärin alhaisempi ostovuonna kuin kotimaisten ostajien yrityksissä. Tätä voi osin selittää ulkomaisten ostajien kohdeyritysten painopisteen siirtyminen pienehköihin sote-alan yrityksiin jälkimmäisellä periodilla.

3.3 Millaiset tekijät ovat yhteydessä yrityskaupan kohteena olemisen kanssa?

Tässä osuudessa analysoidaan, mitkä tekijät ovat yhteydessä sen kanssa, että yritys on yrityskaupan kohteena.

Otoksena ovat edellä kuvattu yrityskauppadata vuosilta 2009–2018 lukuun ottamatta rahoitus- ja vakuutuslaitoksia ja kiinteistöalaa, koska niiden taloudellisten tunnuslukujen laskentatapa ja tulkinta eroavat oleellisesti muusta yritystoiminnasta. Mikäli yritys on ollut useamman kerran eri vuosina kaupan kohteena, olemme ottaneet mukaan analyysiin vain ensimmäisen kaupan tiedot. Vertailuryhmä yrityksistä, jotka eivät ole olleet kyseisinä vuosina yrityskaupan kohteina, on muodostettu CEM-vertaistamismenetelmällä (*Coarsened Exact Matching*) (Blackwell, Iacus, King & Porro, 2009; Iacus, King & Porro, 2011, 2012, 2019) seuraavasti: olemme poimineet otokseen vuosittain verrokkiyrityksiä toimialoitain, kotimaan työllisyyden, yritysien sekä toimipaikkojen lukumäärän suhteen saman verran kuin yrityskauppojen kohteita (19 toimialaluokkaa, työllisyyden luokkarajat 0–9, 10–49, 50–249, 250+, yritysien luokat kvartileittain perustuen yrityskauppojen kohteiden ikäjakaumaan ja toimipaikkojen lukumäärän indikaattori: 1 = monitoimipaikkainen, 0 muuten). Vastaavanlaisia taustamuuttujia on käytetty mm. tutkimuksessa Davis ym. (2014). Vertaistamisanalyysin avulla yrityskaupan kohteina olleita yrityksiä ja verrokkiyrityksiä pystytään samankaltaistamaan ja vähentämään siten yrityskauppoihin liittyvää valikoitumisharhaa, ts. sitä, että yrityskaupan kohteeksi ei valikoiduta satunnaisesti.

Vertaistamisen jälkeen tilastollinen analyysi on tehty ns. multinomial logit -estimointina, jossa selitettävä tekijä saa arvon 0 (vertailuryhmä), mikäli yritys ei ole ollut yrityskaupan kohteena, arvon 1, mikäli ostaja on ollut ulkomainen taho ja arvon 2, mikäli ostaja on ollut kotimainen taho. Selittävät muuttujat perustuvat artikkeliin Hyytinen ym. (2005) ja ne on laskettu kullekin kohdeyritykselle yhtä vuotta ennen yrityskauppaa. Tietoa siitä, onko yrityksellä ollut patenttihakemuksia ennen yrityskauppavuotta, käytetään kohdeyrityksen innovatiivisuuden ja aineettoman pääoman mittarina. Sijoitetun pääoman tuotto mittaa kohdeyrityksen kannattavuutta ennen yrityskauppaa. Sitä voidaan pitää myös indikaattorina kohdeyrityksen johdon osaamiselle siten, että korkea kannattavuus voi olla yhteydessä hyvään liikkeenjohdolliseen osaamiseen. Toisena kohdeyrityksen johdon osaamista ja kannustimia kontrolloivana muuttujana estimoinneissa on suhdeluku yrityksen kasvavirta per taseen loppusumma. Jensenin (1986) ns. vapaan kassavirran teorian (*free cash flow theory*) mukaan yritysjohto voi tehdä huonoja investointeja tai muuten

tuhlata yrityksen voimavaroja, mikäli yrityksellä on runsaasti kassavaroja suhteessa positiivisen nettonykyarvon omaaviin investointikohteisiin. Taseen loppusummaa käytetään yrityksen kokomittarina ja se kertoo, kuinka paljon kohdeyrityksessä on investoitu esimerkiksi tuotantovälineisiin ja -tiloihin sekä aineettomiin oikeuksiin ja muihin aineettomiin hyödykkeisiin. Kohdeyrityksen aineellista omaisuutta voidaan käyttää esimerkiksi vakuutena yrityskaupan rahoitusjärjestelyissä, ja tämän vuoksi yhtenä selittäjänä on aineellisen omaisuuden osuus taseesta.

Estimoinneissa kontrolloidaan yrityksen kasvun ja resurssien yhteyttä kahdella muuttujalla. Yritys saattaa valikoitua herkemmin yrityskaupan kohteeksi, mikäli sillä on runsaasti kassavaroja ja vähän velkaa, mutta liiketoiminta ei juurikaan kasva. Toisaalta kaupan todennäköisyyttä voi lisätä se, että yritys kasvaa nopeasti, mutta kassavirta ei riitä toiminnan rahoitukseen ja yritys velkaantuu. Mittaamme kasvua liikevaihdon vuosikasvulla yrityskauppaa edeltävänä vuotena. Kassavaroja puolestaan mitataan taseen rahojen ja pankkisaamisten osuudella taseen loppusummasta ja velkaantumista taseen pitkäaikaisten velkojen osuudella taseen loppusummasta. Indikaattorimuuttuja ”alhainen kasvu – runsaat voimavarat” saa arvon yksi, mikäli yrityksen liikevaihdon kasvu alittaa yrityssektorin keskimääräisen kasvuvauhdin sekä kassavarojen osuus ylittää ja velkaantuneisuus alittaa yrityssektorin keskiarvon; muuttujan arvo on muutoin 0. Vastaavasti indikaattorimuuttuja ”nopea kasvu – alhaiset voimavarat” saa arvon yksi, mikäli yrityksen liikevaihdon kasvu ylittää yrityssektorin keskimääräisen kasvuvauhdin sekä kassavarojen osuus alittaa ja velkaantuneisuus ylittää yrityssektorin keskiarvon; muuttujan arvo on muutoin 0.

Lisäksi selittävinä tekijöinä ovat toimialaindikaattorien ohella tiedot siitä, onko yritys ennen yrityskauppavuotta saanut Business Finlandin rahoitusta sekä onko yritys saanut joko yksityisiä tai julkisia pääomasijoituksia. Julkisilla pääomasijoituksilla tarkoitetaan Tesin, Finnveran tai muiden julkisen sektorin organisaatioiden suorita pääomasijoituksia kohdeyrityksiin.³ Vuosittaiset vaihtelut yrityskaupoissa huomioidaan kalenterivuosi-dummyjen avulla.

Taulukossa 3.3 on raportoitu multinomial logit -estimointien tuloksia. Selitettävänä tekijänä on yrityskaupan koh-

de ostajan kotimaan suhteen jaoteltuna. Viiteryhmän muodostavat CEM-vertaistamismenetelmällä otokseen haetut yritykset, jotka eivät ole olleet koko tarkastelu-ajanjaksolla yrityskaupan kohteina.

Havaitsemme, että yrityksen innovatiivisuus patentoinnilla mitattuna korreloi sen kanssa, että yritys siirtyy ulkomaiseen omistukseen. Periodeittain tarkasteltuna yhteys on tilastollisesti merkitsevämpi tutkimusajanjakson alkupuolella (2009–2013). Yrityksen innovatiivisuudella on positiivinen yhteys myös kotimaisten ostajien kanssa kyseisellä periodilla, muttei jälkimmäisellä ajanjaksolla. Yrityksen toiminnan kannattavuus korreloi positiivisesti yrityskauppatodennäköisyyden kanssa, mutta on tilastollisesti merkitsevä vain ulkomaisten ostajien tapauksessa. Sen sijaan runsas suhteellinen kassavirta laskee yrityskaupan todennäköisyyttä ulkomaisten ostajien osalta ja myös kotimaisten ostajien kohdalla jälkimmäisellä periodilla.

Yrityksen suuruus taseen loppusummalla mitattuna korreloi positiivisesti ja pääsääntöisesti tilastollisesti merkitsevästi yrityskaupan todennäköisyyden kanssa. Aineellisten hyödykkeiden suhteellisen osuuden kanssa on taas päinvastoin. Tämä voi indikoida, että kauppoihin ei ole keskimäärin liittynyt rahoitusjärjestelyjä, joissa kohteen vakuusarvolla olisi ollut oleellista merkitystä. Yrityskaupan todennäköisyyttä vaikuttaa lisäävän se, että yrityksellä on suhteellisesti vähän velkaa ja hyvä likviditeetti, mutta alhainen kasvuvauhti. Myös nopean kasvun, heikon likviditeetin ja runsaan velkataakan alla oleminen korreloi positiivisesti yrityskaupan kanssa, mutta runsaasta yrityskohtaisesta vaihtelusta johtuen tilastollista merkitsevyyttä ei havaita.

Se, että yritys on ollut julkisen pääomasijoittajan portfolioissa jonakin vuonna ennen yrityskauppaa, korreloi yrityskauppatodennäköisyyden kanssa ulkomaisten ostajien kohdalla. Periodeittain tarkasteltuna näin on ollut jälkimmäisellä ajanjaksolla (2014–2018). Vastaavasti yksityisten pääomasijoittajien sijoitussalkkuun ennen yrityskauppaa kuulumisen on ollut positiivisesti yhteydessä sen kanssa, että yritys on päätynyt kotimaiseen omistukseen ja näin on ollut etenkin ensimmäisellä periodilla (2009–2013). Business Finlandin rahoituksella ennen yrityskauppaa ei muut taustatekijät huomioituna havaita yhteyttä kaupan todennäköisyyden kanssa kummankaan ostajatyypin tapauksessa.

Taulukko 3.3 Mitkä tekijät ovat yhteydessä sen kanssa, että yritys on yrityskaupan kohteena? Multinomial logit-estimointien tuloksia, joissa selitettävänä on yrityskaupan kohde ostajan kotimaan suhteen

	(1) 2009–2018		(2) 2009–2013		(3) 2014–2018	
	Ulkom. Kerroin/Keskiv.	Kotim. Kerroin/Keskiv.	Ulkom. Kerroin/Keskiv.	Kotim. Kerroin/Keskiv.	Ulkom. Kerroin/Keskiv.	Kotim. Kerroin/Keskiv.
On patenttihak.	0,796*** (0,225)	0,202 (0,182)	1,086*** (0,350)	0,573** (0,284)	0,566* (0,295)	-0,019 (0,246)
Sij. pääoman tuotto	0,688** (0,268)	0,265 (0,217)	0,485 (0,474)	0,236 (0,412)	0,782** (0,319)	0,284 (0,209)
Kassavirta/tase	-0,960*** (0,306)	-0,420 (0,335)	-1,245** (0,578)	-0,339 (0,700)	-0,819** (0,329)	-0,507** (0,236)
Koko (tase)	0,300*** (0,037)	0,107*** (0,027)	0,351*** (0,061)	0,057 (0,041)	0,290*** (0,049)	0,137*** (0,035)
Aineellinen om./tase	-0,688** (0,314)	-0,506** (0,218)	-1,150* (0,657)	-0,104 (0,358)	-0,527 (0,365)	-0,774*** (0,280)
Alh. kasvu – runsaat voimavarat	0,298** (0,139)	0,301*** (0,095)	0,283 (0,247)	0,401*** (0,154)	0,329* (0,169)	0,236* (0,124)
Nopea kasvu – alh. voimavarat	0,466 (0,541)	0,422 (0,376)	0,472 (0,774)	0,498 (0,566)	0,345 (0,825)	0,396 (0,506)
Julk. pääomasijoituksia	1,461*** (0,511)	0,690 (0,498)	1,230 (0,748)	-0,010 (0,787)	1,524** (0,693)	0,920 (0,615)
Yks. pääomasijoituksia	0,401 (0,468)	0,656* (0,344)	0,852 (0,966)	1,796** (0,720)	0,180 (0,577)	0,039 (0,431)
On BF-rahoitusta	-0,113 (0,221)	-0,256 (0,198)	-0,627 (0,471)	-0,500 (0,405)	0,163 (0,252)	-0,194 (0,234)
Vakio	-6,316*** (0,624)	-1,686*** (0,416)	-6,815*** (0,947)	-1,159* (0,607)	-6,098*** (0,754)	-2,082*** (0,520)
Toimialat	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Kalenterivuodet	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
N(Koko otos)	2 850		1 152		1 698	
N(Ulkom. ostaja)	389		136		253	
N(Kotim. ostaja)	1 036		440		596	
Wald (Chi²)	278,770***		5450,231***		191,359***	
Log pseudolikelihood	-2 657,708		-1 039,637		-1 593,806	
R²(pseudo)	0,054		0,066		0,059	

Aineistolähteet: Asiakastieto, Business Finland, FVCA/EDC, PatentInspiration, Talouselämä-lehden yrityskauppadata, Tesi ja Tilastokeskuksen yritysrekisteri. Kirjoittajien laskelmat. Raportoituina ovat ker-
toimet ja niiden heteroskedastisuuskorjatut keskiarvot. Viiteryhmän muodostavat yritykset, jotka eivät ole olleet yrityskaupan kohteena. * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Taulukko 3.4 Kertoimien yhteistestit

	(1) 2009–2018	(2) 2009–2013	(3) 2014–2018
Yks. + julk. pääomasij. / Ulkom. ostaja	9,650***	5,888*	4,911*
Yks. + julk. pääomasij. / Kotim. ostaja	6,732**	7,744**	2,258
Yks. + julk. pääomasij. + BF-rah. / Ulkom. ostaja	9,781**	7,702*	5,630
Yks. + julk. pääomasij. + BF-rah. / Kotim. ostaja	8,230**	8,889**	2,670
BF-rah. + patentointi / Ulkom. ostaja	12,498***	10,313***	4,381
BF-rah. + patentointi / Kotim. ostaja	2,394	4,908*	0,776
BF-rah. + po-sij. + patentointi / Ulkom. ostaja	24,334***	19,176***	9,939**
BF-rah. + po-sij. + patentointi / Kotim. ostaja	9,174*	12,839**	2,735

Aineistolähteet: Asiakastieto, Business Finland, FVCA/EDC, PatentInspiration, Talouselämä-lehden yrityskauppadata, Tesi ja Tilastokeskuksen yritysrekisteri. Kirjoittajien laskelmat. Raportoituna ovat Waldin testien χ^2 -arvot. * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Business Finlandin rahoitus, julkiset ja yksityiset pääomasijoitukset sekä patentointi voivat olla joidenkin yritysten kohdalla symbioosissa toistensa kanssa. Tämän vuoksi olemme tehneet näille muuttujille sarjan yhteistestejä, joissa on testattu, ovatko kertoimet yhdessä nolasta poikkeavia.

Yhteistestien tulokset on raportoitu taulukossa 3.4. Voimme havaita, että pääomasijoituksia indikoivat kertoimet ovat yhdessä merkitseviä koko analyysissä olleella aikavälillä sekä kotimaisten että ulkomaisten ostajien kohdalla ja lisäksi ulkomaisten ostajien osalta myös molempia periodeja erikseen tarkasteltuna korkeintaan 10 prosentin erehtymisriskillä. Sen sijaan kotimaisten ostajien kohdalla jälkimmäisellä periodilla tilastollista merkitsevyyttä ei saavuteta. Business Finlandin rahoitusta ja pääomasijoituksia koskevien muuttujien yhteistestin tulos on koko ajanjaksolle tilastollisesti merkitsevä molempien ostajatyyppeiden kohdalla. Sen sijaan periodeittain estimoituna kummankaan kohdalla testin tulos ei ole merkitsevä jälkimmäisellä ajanjaksolla.

Business Finlandin rahoituksen ja patentti-indikaattorin yhteistesti on tilastollisesti merkitsevä ulkomaisten ostajien osalta sekä koko tutkimusajanjakson analyysissä että ensimmäisellä periodilla; kotimaisten ostajien kohdalla yhteistestin tulos on merkitsevä vain ensimmäisellä periodilla. Viimeiseksi olemme tehneet yhteistestin Business Finlandin rahoitukselle, yksityisille ja julkisille pääomasijoituksille ja patentoinnille. Tämä testi tuottaa

ulkomaisten ostajien kohdalle tilastollisesti merkitsevät tulokset kaikille tarkastelluille ajanjaksoille. Kotimaisten ostajien kohdalla testin tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä vuosien 2014–2018 estimointiotoksessa.

Estimointitulokset indikoivat, että etenkin ulkomaiset ostajat ovat olleet kiinnostuneita patentoinnilla mitattuna tuloksellista innovaatio toimintaa harjoittaneista kohdeyrityksistä. Myös sillä, että kohdeyritys on saanut ennen yrityskauppaa ainakin kerran elinkaarensa aikana pääomasijoituksia, on yhteys yrityskaupan todennäköisyyteen sekä kotimaisten että ulkomaisten ostajien tapauksissa.

3.4 Miten yritykset menestyvät yrityskaupan jälkeen?

Tässä osuudessa tarkastellaan, miten yritysten taloudellinen suorituskyky kehittyy yrityskauppaa seuraavina vuosina. Yrityskauppadata on edelleen sama, ts. tarkastelemme vuosina 2009–2018 tapahtuneita yritysostoja, joissa kohteena on Suomessa toimiva yritys ja ostajana joko kotimainen tai ulkomainen taho. Olemme rajanneet kuitenkin estimointiotosta niin, että yrityksistä täytyy olla kaikista tarkasteltavista selittävästä ja selitettävistä muuttujista vähintään yksi havainto vuosi ennen yrityskaupavuotta, yrityskaupavuodelta ja yksi havainto vuosi sen jälkeen (samat kriteerit verrokkiyrityksille kussakin yrityskaupavuosikerrassa).⁴

Kuten edellä, poimimme tutkittavaan otokseen vuosittain toimialoittain, kotimaan työllisyyden, yritysiän ja toimipaikkojen lukumäärän luokittain saman verran verrokkiyrityksiä kuin yrityskauppojen kohdeyrityksiä sellaisen yritysten joukosta, jotka eivät ole olleet yhtenäkkään analysoitavista vuosista yrityskaupan kohteina käyttäen CEM-vertaistamismenetelmää. Tällä lähestymistavalla pyrimme vähentämään yrityskauppoihin liittyvää valikoitumisharhaa, ts. sitä, että kaupan kohteeksi ei valikoitunut satunnaisesti. Vertaistamisen yhteydessä olemme koodanneet muuttujan, joka indikoi, mistä vuosikerrasta yritys tulee mukaan otokseen. Seuraavaksi olemme linkittäneet kullekin otosyritysten vuosikerralle yritys-kohtaiset aikasarjatiedot taloudellisista tunnusluvuisista, kuten liikevaihdosta ja liikevoitosta. Tämän jälkeen olemme yhdistäneet aikasarjatiedot yhdeksi yritys-vuosi-paneeliaineistoksi. Paneeli on luonteeltaan epätasapainoinen, ts. sallimme yritys-kohtaisissa aikasarjojen pituuksissa vaihtelua. Minimissään yritys-kohtaisten aikasarjojen pituus on kolme havaintovuotta ja maksimissaan yrityksistä havaitaan otoksessa tietoja viisi vuotta ennen ja jälkeen yrityskaupan, ts. pisin yritys-kohtainen aikasarja on 11 vuotta.

Yrityskauppojen vuosikertamuuttujan avulla aineistoon on muodostettu kaupan ajankohtaa koskeva muuttuja, joka saa arvon 0 yrityskauppavuonna (tai jos yritys kuuluu kyseisellä hetkellä verrokkiyritysten joukkoon) ja juoksevasti negatiivisia arvoja (-1, -2, ..., -5) tätä ennen sekä vastaavasti juoksevasti positiivisia (1, 2, ..., 5) arvoja tämän jälkeen. Tähän muuttujaan perustuen olemme sen jälkeen luoneet dummy-muuttujien joukon yritys-kaupan ajankohdille paneeliaineistossa, esim. ”t+1” on dummy-muuttuja, joka indikoi ajanhetkeä vuosi yritys-kaupan jälkeen. Lisäksi olemme muodostaneet yritys-kaupan jälkeisille ajankohdille interaktiotermit näiden dummy-muuttujien ja yrityskaupan kohteena olemista osoittavien dummyjen kesken. Näiden interaktiotermin avulla voimme arvioida yrityskaupan kohteiden taloudellista suorituskykyä kaupan jälkeen suhteessa verrokkiyrityksiin. Analyysin ns. erotukset-erotuksissa-estimoinnit (*difference-in-differences*) on tehty kiinteiden vaikutusten (*fixed effects*) paneelimalilla käyttäen tilastollisen merkitsevyyden arvioinnissa yrityksittäin klusteroituja keskivirheitä. Tämän analyysivaiheen avulla pyritään vähentämään tuloksista harhaa, joka voi aiheutua yli ajan muuttumattomista tekijöistä vertailuryhmien yritysten välillä ja tekijöistä, jotka voivat vaikut-

taa selitettävään tulemaan yrityskaupasta riippumatta. Erotukset-erotuksissa -menetelmästä on yksityiskohmainen kuvaus esim. artikkelissa Imbens ja Wooldridge (2009) ja paneeliestimoinneista yleisemmin mm. kirjassa Wooldridge (2013).

Olemme analysoineet yrityskauppojen vaikutuksia kohdeyritysten työllisyyden, liikevaihdon, arvonlisäyksen, työn tuottavuuden, kannattavuuden ja vakavaraisuuden kehitykseen verrattuna samankaltaisten verrokkiyritysten kehitykseen. Analysoimme myös yrityskauppojen vaikutuksia kohdeyritysten ulkomaankaupan kehitykseen. Ulkomaankaupan tarkasteluissa aineistoa on vuodesta 2010 kaikkien tarkasteltujen muuttujien osalta. Otos on siten niissä analyyseissa ajallisesti lyhyempi kuin muun liiketoiminnan analyysissa käsittäen yrityskaupat vuosilta 2011–2018, koska tarvitsemme estimoinneissa vähintään yhden vuoden selitettävästä muuttujasta ennen yrityskauppavuotta havaitaksemme yrityksen aseman ennen transaktion tapahtumista. Ulkomaankaupan osalta tarkastelemme yhteenlasketun tavaroiden ja palveluiden viennin ohella vientiä EU-alueelle ja EU:n ulkopuolelle. EU-viennistä pystytään erottelemaan palveluiden ja tavaroiden vienti toisistaan. Tarkastelemme myös palveluiden tuontia EU-alueelta, koska yrityskaupat voivat vaikuttaa näihin virtoihin mm. konsernien sisäisten liiketoimien kautta. Ulkomaankaupan aineisto pohjautuu Verohallinnon arvonlisäverodataan.⁵

Taulukossa 3.5 on tuloksia kohdeyritysten toiminnan kehityksestä yrityskaupan jälkeen. Ulkomaisten ostajien kohdeyritysten kehitykseen omistusmuutoksella ei näyttäisi olleen selkeitä vaikutuksia. Kotimaisten ostajien kohdeyrityksissä sen sijaan havaitaan omavaraisuusasteen systemaattinen aleneminen ja lisäksi lyhytaikainen arvonlisäyksen negatiivinen muutos. Näistä etenkin velkaantumisasteen lisääntyminen saattaa liittyä yritys-kaupan jälkeisiin konsernin sisäisiin rahoitusvirtoihin ja pääomarakenteen optimointiin.⁶

Taulukossa 3.6 on puolestaan tuloksia kohdeyritysten viennin kehityksestä. Selkein havainto on ulkomaiseen omistukseen siirtyneiden yritysten EU-palveluviennin kasvu yrityskaupan jälkeen. Toisaalta niissä myös palveluiden tuonti EU-maista on kasvanut. Muutokset ovat olleet suuruusluokaltaan varsin lähellä toisiaan, joten niiden nettovaikutus esim. arvonlisäykseen on ollut verraten vähäinen. Myös kotimaisten ostajien tapauksessa

palveluviennissä havaitaan positiivista kehitystä. Aineistossa ei ole palveluiden ulkomaankaupasta tarkempaa jaottelua, joten emme tiedä, minkä tyyppisten palveluiden ulkomaankauppa on kasvanut. Emme aineiston valossa pysty myöskään sanomaan, johtuuko palveluiden ulkomaankaupan kasvu konsernien sisäisistä liiketapah- tumista, vai onko esim. kohdeyritysten palveluvienti kas- vanut myös konsernien ulkopuolisissa liikesuhteissa. On kuitenkin syytä mainita, että palveluiden viennin (ja samoin tuonnin) osuus kohdeyritysten liikevaihdosta oli vuosi ennen kauppaa keskimäärin vain 1–2 prosenttia. Siten palveluviennin tuplaantuminenkaan kaupan jälkei- sinä vuosina ei välttämättä heijastu tilastollisesti merkit- sevästi kokonaisliikevaihdon kasvuna.

Taulukoissa 3.7 ja 3.8 olemme syventäneet analyysia mää- rittelemällä innovatiivisiksi yrityksiksi sekä kohteista että verrokeista ne, joille on ollut patenttihakemuksia vähin- tään kerran elinkaarensa aikana ennen yrityskauppa- vuotta.⁷ Tämän jälkeen olemme tehneet interaktioter- mit tämän innovaatiotoiminnan harjoittamista ennen yrityskauppaa määrittävän indikaattorin, ostajatyyp- pien indikaattorimuuttujien sekä yrityskaupan jälkeisiä vuo- sia indikoivien muuttujien kesken. Estimoinneissa kont- rolloidaan lisäksi yli koko tutkimusajanjakson kumulati- visten patenttihakemusten lukumäärää, kuten edelläkin esitetyissä taulukoissa.

Taulukko 3.5 Kohdeyrityksen kehitys yrityskaupan jälkeen ostajatyypeittäin. Erotukset-erotuksissa- estimointituloksia kiinteiden vaikutusten paneelimallilla tehtynä.

	(1) Työllisyys (log) Kerroin	(2) Liikevaihto (log) Kerroin	(3) Arvonlisäys (log) Kerroin	(4) Tuottavuus (log) Kerroin	(5) Liikevoitto/ liikevaihto Kerroin	(6) Omavaraisuus- aste Kerroin
Ulkom. # t+0	0,010	0,004	-0,035	-0,009	-0,017*	0,005
Ulkom. # t+1	-0,011	-0,017	-0,047	0,007	-0,003	-0,016
Ulkom. # t+2	-0,021	-0,011	-0,053	0,005	0,005	-0,030
Ulkom. # t+3	0,001	0,042	0,031	0,074	0,020	-0,030
Ulkom. # t+4	-0,045	0,035	-0,022	0,053	0,001	-0,049
Ulkom. # t+5	-0,098	0,049	0,009	0,124*	0,015	-0,069
Kotim. # t+0	-0,001	0,002	-0,041*	-0,031	-0,009	-0,053***
Kotim. # t+1	-0,034	-0,032	-0,086**	-0,047	-0,009	-0,088***
Kotim. # t+2	-0,027	-0,034	-0,068	-0,043	-0,008	-0,103***
Kotim. # t+3	0,011	0,005	-0,080	-0,055	-0,012	-0,105***
Kotim. # t+4	-0,001	0,001	-0,035	-0,028	-0,021	-0,114***
Kotim. # t+5	-0,003	0,009	-0,031	-0,024	-0,011	-0,120***
Havaintoja	16 853	16 852	16 706	16 709	16 852	16 852
Yrityksiä	2 133	2 133	2 132	2 132	2 133	2 133
Yr. lkm (Ulkom. ostaja)	300	300	300	300	300	300
Yr. lkm (Kotim. ostaja)	774	774	774	774	774	774
R ² (within)	0,559	0,298	0,261	0,061	0,026	0,043

Aineistolähteet: Asiakastieto, Business Finland, FVCA/EDC, PatentInspiration, Talouselämä-lehden yrityskauppadata, Tesi ja Tilastokeskuksen yri- tysrekisteri. Kirjoittajien laskelmat. Raportoituina ovat vaikutukset yrityskauppuudesta laskettuna 0–5 vuoden päähän. Estimoinneissa on huomioitu seuraavat yrityskohtaiset taustatekijät: koko, ikä, pääomaintensiteetti, patentointi, BF-rahoitus, pääomasijoitukset, vienti, toimiala ja maantieteellinen sijainti. Lisäksi on kontrolloitu makrotaloudellisia muutoksia ja yrityskaupan ajankohtaa sekä kohdeyritysryhmittäin selitettävien muuttujien lineaarisia aikatreendejä. Viiteryhmän muodostavat yritykset, jotka eivät ole olleet yrityskaupan kohteena. Tilastollisen merkitsevyyden laskennassa on käytet- ty yrityksittäin klusteroituja keskivirheitä. * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Taulukosta 3.7 nähdään, että ulkomaisten ostajien kohdalla yrityskaupan jälkeiset interaktiotermit eivät ole tilastollisesti systemaattisesti merkitseviä ennen yrityskauppaa innovaatiotoimintaa harjoittaneiden yritysten eikä muidenkaan yritysten osalta. Kotimaisten ostajien kohdalla havaitaan edelleen sekä innovatiivisissa että muissa kohdeyrityksissä omavaraisuusasteen aleneminen yrityskaupan jälkeen. Lisäksi innovatiivisten kotimaisille omistajille siirtyneiden kohdeyritysten työllisyyden, arvonlisäyksen ja kannattavuuden osalta on merkkejä negatiivisesta kehityksestä yrityskaupan jälkeen. Tätä saattavat selittää yrityskaupan jälkeen tehdyt toimintojen yhdistämiseen liittyvät saneeraustoimet, joilla on voitu esimerkiksi purkaa päällekkäisiä toimintoja.

Taulukosta 3.8 havaitaan, että etenkin ulkomaiseen omistukseen siirtyneiden innovaatiotoimintaan harjoittamattomien yritysten palveluiden tuonti EU-maista on kasvanut. Tämä saattaa liittyä esim. pääkonttoritoimintoihin liittyvien palveluiden tuontiin. Palveluiden vienti EU-maihin on lisääntynyt innovaatiotoimintaa harjoittavissa ulkomaiseen omistukseen siirtyneissä yrityksissä, tosin tulosten tilastollinen merkitsevyys on verraten alhainen ($p < 0,10$) yrityskauppavuotta lukuun ottamatta. Muiden muuttujien osalta ei havaita tilastollisesti merkittäviä jatkuvia pitempiaikaisia trendejä yritysryhmittäin, vaikka yksittäisiä 1–2 vuotta kestäviä tilastollisia merkitsevyyksiä onkin.⁸

Taulukko 3.6 Kohdeyrityksen viennin kehitys yrityskaupan jälkeen ostajatyypeittäin. Erotukset-erotuksissa-estimointituloksia kiinteiden vaikutusten paneelimallilla tehtynä.

	(1) Koko vientii (log) Kerroin	(2) EU vientii yht. (log) Kerroin	(3) Vienti EU:n ulk.puolelle (log) Kerroin	(4) EU vientii tavarat (log) Kerroin	(5) EU vientii palvelut (log) Kerroin	(6) EU tuonti palvelut (log) Kerroin	(7) Vienti/ liikevaihto Kerroin
Ulkom. # t+0	0,247	0,447*	0,025	0,258*	0,556**	0,430	-0,001
Ulkom. # t+1	0,328	0,594*	-0,183	0,196	0,767**	0,949**	-0,003
Ulkom. # t+2	0,358	0,616	0,078	0,024	1,115**	0,835	0,004
Ulkom. # t+3	0,341	0,494	0,069	-0,005	1,600**	1,311*	-0,007
Ulkom. # t+4	-0,010	0,164	-0,016	-0,527	1,780**	1,497*	-0,009
Ulkom. # t+5	-0,266	-0,246	0,341	-0,241	1,292	0,830	0,001
Kotim. # t+0	0,163	0,276*	0,054	0,175	0,103	-0,024	-0,006
Kotim. # t+1	0,253	0,281	-0,034	0,129	0,265	0,182	0,005
Kotim. # t+2	0,653*	0,672**	0,087	0,180	0,634**	0,487	0,015
Kotim. # t+3	0,151	0,452	-0,164	-0,047	0,741**	0,360	0,012
Kotim. # t+4	0,321	0,375	0,133	0,013	0,603	0,324	0,009
Kotim. # t+5	-0,134	-0,122	-0,025	0,049	0,034	0,152	0,019
Havaintoja	13 594	13 594	13 594	13 594	13 594	13 594	13 594
Yrityksiä	1 806	1 806	1 806	1 806	1 806	1 806	1 806
Yr. lkm (Ulkom. ostaja)	263	263	263	263	263	263	263
Yr. lkm (Kotim. ostaja)	646	646	646	646	646	646	646
R ² (within)	0,069	0,065	0,033	0,028	0,061	0,075	0,056

Aineistolähteet: Asiakastieto, Business Finland, FVCA/EDC, PatentInspiration, Talouselämä-lehden yrityskauppadata, Tesi, Tilastokeskuksen yritysrekisteri ja Verohallinto. Kirjoittajien laskelmat. Raportoituina ovat vaikutukset yrityskauppavuodesta laskettuna 0–5 vuoden päähän. Estimoinneissa on huomioitu seuraavat yrityskohtaiset taustatekijät: koko, ikä, pääomaintensiteetti, patentointi, BF-rahoitus, pääomasijoitukset, toimiala ja maantieteellinen sijainti. Lisäksi on kontrolloitu makrotaloudellisia muutoksia ja yrityskaupan ajankohtaa sekä kohdeyritysryhmittäin selitettävien muuttujien lineaarisia aikatrendejä. Viiteryhmän muodostavat yritykset, jotka eivät ole olleet yrityskaupan kohteena. Tilastollisen merkitsevyyden laskennassa on käytetty yritysittäin klusteroituja keskivirheitä. * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Taulukko 3.7 Kohdeyrityksen kehitys yrityskaupan jälkeen ostajatyypeittäin ja innovatiivisuuden suhteen. Erotukset-erotuksissa-estimointituloksia kiinteiden vaikutusten paneelimallilla tehtynä.

	(1) Työllisyys (log) Kerroin	(2) Liikevaihto (log) Kerroin	(3) Arvonlisäys (log) Kerroin	(4) Tuottavuus (log) Kerroin	(5) Liikevoitto/ liikevaihto Kerroin	(6) Omavaraisuus- aste Kerroin
Innov. # Ulkom. # t+0	0,029	-0,093	-0,152	-0,047	-0,050**	-0,035
Innov. # Ulkom. # t+1	0,076	-0,122	-0,096	-0,023	-0,029	-0,025
Innov. # Ulkom. # t+2	0,094	-0,128	-0,084	-0,007	-0,014	-0,059
Innov. # Ulkom. # t+3	0,107	-0,062	-0,009	0,072	0,009	-0,067
Innov. # Ulkom. # t+4	0,126	-0,082	-0,185	-0,088	-0,034	-0,086
Innov. # Ulkom. # t+5	0,128	-0,078	-0,134	0,010	-0,030	-0,160
Innov. # Kotim. # t+0	-0,030	0,003	-0,039	-0,007	-0,007	-0,043**
Innov. # Kotim. # t+1	-0,162**	-0,087	-0,123	-0,063	-0,010	-0,077***
Innov. # Kotim. # t+2	-0,205**	-0,149	-0,264**	-0,138*	-0,047**	-0,087**
Innov. # Kotim. # t+3	-0,194*	-0,099	-0,293*	-0,078	-0,025	-0,111**
Innov. # Kotim. # t+4	-0,178	-0,122	-0,368**	-0,165	-0,064**	-0,135**
Innov. # Kotim. # t+5	-0,175	-0,038	-0,342	-0,154	-0,070*	-0,191***
Ei-innov. # Ulkom. # t+0	0,007	0,024	-0,013	-0,002	-0,011	0,013
Ei-innov. # Ulkom. # t+1	-0,027	0,004	-0,038	0,011	0,001	-0,014
Ei-innov. # Ulkom. # t+2	-0,043	0,013	-0,049	0,003	0,008	-0,024
Ei-innov. # Ulkom. # t+3	-0,015	0,065	0,035	0,063	0,017	-0,023
Ei-innov. # Ulkom. # t+4	-0,076	0,061	0,015	0,078	0,004	-0,042
Ei-innov. # Ulkom. # t+5	-0,142	0,076	0,039	0,138*	0,020	-0,046
Ei-innov. # Kotim. # t+0	0,002	0,003	-0,040	-0,033	-0,008	-0,053***
Ei-innov. # Kotim. # t+1	-0,021	-0,025	-0,081**	-0,046	-0,009	-0,089***
Ei-innov. # Kotim. # t+2	-0,009	-0,022	-0,047	-0,033	-0,003	-0,105***
Ei-innov. # Kotim. # t+3	0,031	0,016	-0,057	-0,053	-0,011	-0,104***
Ei-innov. # Kotim. # t+4	0,016	0,013	0,001	-0,012	-0,016	-0,112***
Ei-innov. # Kotim. # t+5	0,013	0,013	0,002	-0,010	-0,005	-0,112***
Patenttihak. kum. lkm	-0,001	-0,015	0,003	0,004	0,000	0,004**
Havaintoja	16 853	16 852	16 706	16 709	16 852	16 852
Yrityksiä	2 133	2 133	2 132	2 132	2 133	2 133
Yr. lkm (Ulkom. ostaja)	300	300	300	300	300	300
Yr. lkm (Kotim. ostaja)	774	774	774	774	774	774
R ² (within)	0,559	0,299	0,261	0,062	0,028	0,044

Aineistolähteet: Asiakastieto, Business Finland, FVCA/EDC, PatentInspiration, Talouselämä-lehden yrityskauppadata, Tesi ja Tilastokeskuksen yritysrekisteri. Kirjoittajien laskelmat. Raportoituina ovat vaikutukset yrityskauppavuodesta laskettuna 0–5 vuoden päähän. Estimoinneissa on huomioitu seuraavat yrityskohtaiset taustatekijät: koko, ikä, pääomaintensiteetti, BF-rahoitus, pääomasijoitukset, vienti, toimiala ja maantieteellinen sijainti. Lisäksi on kontrolloitu makrotaloudellisia muutoksia ja yrityskaupan ajankohtaa sekä kohdeyritysryhmittäin selitettävien muuttujien lineaarisia aikarendejä. Viiteryhmän muodostavat yritykset, jotka eivät ole olleet yrityskaupan kohteena ja joilla ei ole ollut patenteja. Tilastollisen merkitsevyyden laskennassa on käytetty yritysittäin klusteroituja keskivirheitä. * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Taulukko 3.8 Kohdeyrityksen viennin kehitys yrityskaupan jälkeen ostajatyypeittäin ja innovatiivisuuden suhteen. Erotukset-erotuksissa stimointituloksia kiinteiden vaikutusten vaikutusmallilla tehtynä.

	(1) Koko vientii (log) Kerroin	(2) EU vienti yht. (log) Kerroin	(3) Vienti EU:n ulk-puolelle (log) Kerroin	(4) EU vienti tavarat (log) Kerroin	(5) EU vienti palvelut (log) Kerroin	(6) EU tuonti palvelut (log) Kerroin	(7) Vienti/ liikevaihto Kerroin
Innov. # Ulkom. # t+0	0,668	0,693	0,139	0,419	1,548**	-0,454	0,063
Innov. # Ulkom. # t+1	1,024	0,728	0,907	-0,372	1,887*	0,459	0,037
Innov. # Ulkom. # t+2	0,213	-0,372	0,744	-1,478	2,493*	-0,052	0,015
Innov. # Ulkom. # t+3	0,327	-1,090	1,313	-1,852	2,950*	-0,188	-0,009
Innov. # Ulkom. # t+4	-0,653	-2,779	0,537	-2,879*	1,725	-1,820	-0,022
Innov. # Ulkom. # t+5	-1,375	-3,414*	0,563	-2,785*	1,208	-4,166*	-0,057
Innov. # Kotim. # t+0	-0,466	0,042	-0,399	0,127	0,424	-0,134	0,010
Innov. # Kotim. # t+1	-1,228*	-0,444	-0,296	-0,296	0,705	-0,920	0,029
Innov. # Kotim. # t+2	-1,120	-0,433	-0,082	-0,298	0,493	-0,672	0,046
Innov. # Kotim. # t+3	-2,212*	-1,049	-0,363	-0,809	1,583**	-0,658	0,049
Innov. # Kotim. # t+4	-1,704	-0,440	-0,890	-0,250	0,994	-1,044	0,025
Innov. # Kotim. # t+5	-2,094	-0,960	-0,233	-0,456	0,944	0,043	0,007
Ei-innov. # Ulkom. # t+0	0,167	0,403*	0,004	0,233*	0,358	0,600**	-0,014
Ei-innov. # Ulkom. # t+1	0,199	0,581	-0,393	0,323	0,540	1,046**	-0,011
Ei-innov. # Ulkom. # t+2	0,403	0,841	-0,048	0,367	0,810	0,992*	0,003
Ei-innov. # Ulkom. # t+3	0,357	0,893	-0,207	0,487	1,227*	1,561**	-0,004
Ei-innov. # Ulkom. # t+4	0,203	0,993	-0,061	0,138	1,830**	2,272**	-0,003
Ei-innov. # Ulkom. # t+5	0,086	0,621	0,409	0,458	1,349	2,078*	0,021
Ei-innov. # Kotim. # t+0	0,212	0,291*	0,090	0,180	0,069	-0,018	-0,008
Ei-innov. # Kotim. # t+1	0,382	0,342	-0,016	0,169	0,221	0,283	0,003
Ei-innov. # Kotim. # t+2	0,828**	0,784**	0,100	0,226	0,661**	0,604*	0,012
Ei-innov. # Kotim. # t+3	0,394	0,612	-0,148	0,029	0,662*	0,459	0,008
Ei-innov. # Kotim. # t+4	0,530	0,458	0,258	0,028	0,585	0,467	0,008
Ei-innov. # Kotim. # t+5	0,055	-0,041	-0,007	0,094	-0,049	0,135	0,022
Patenttihak. kum. lkm	-0,072***	-0,085**	-0,067**	-0,027	-0,014	-0,092**	0,001
Havaintoja	13 594	13 594	13 594	13 594	13 594	13 594	13 594
Yrityksiä	1 806	1 806	1 806	1 806	1 806	1 806	1 806
Yr. lkm (Ulkom. ostaja)	263	263	263	263	263	263	263
Yr. lkm (Kotim. ostaja)	646	646	646	646	646	646	646
R ² (with in)	0,072	0,069	0,034	0,032	0,064	0,079	0,059

Aineistolähteet: Asiakastieto, Business Finland, FVC/EDC, Patentinspiration, Talouselämä-lehden yrityskauppadata, Tesi, Tilastokeskuksen yritysrekisteri ja Verohallinto. Kirjoittajien laskelmat. Raportoituina ovat vaikutukset yrityskaup-
pavuodesta lasketuna 0-5 vuoden päähän. Estimoinneissa on huomioitu seuraavat yrityskehittämisen taustatekijät: koko, ikä, pääomaintensiteetti, BF-rahoitus, pääomasijoitukset, toimiala ja maantieteellinen sijainti. Lisäksi on kontrolloitu mak-
rotaloudellisia muutoksia ja yrityskaupan ajankohtaa sekä kohdeyritysyhmittäin selvitettävien muuttujien lineaarisia aikatrendejä. Viiteryhmän muodostavat yritykset, jotka eivät ole olleet yrityskaupan kohteena ja joilla ei ole ollut patentteja.
Tilastollisen merkitsevyyden laskennassa on käytetty yritysittain klusteroituja keskiarvoja. * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

3.5 Yhteenvertausta tilastollisesta tarkastelusta

Tilastollisessa analyysissä otoksena olivat vuosien 2009–2018 aikana tapahtuneet yrityskaupat, joissa kohde oli kokonainen yritys ja joissa määräysvalta siirtyi ostajalle, ts. kaupan kohteen äänivallasta piti yrityskaupan jälkeen olla yli 50 prosenttia ostavalla taholla. Kaikkiaan tällaisia kauppia oli 1 890. Ulkomaisten ostajien osuus kauppajien lukumäärästä oli hieman yli neljännes, vuosittaisen vaihtelun ollessa 17–40 prosentin välillä. Toimialoitaita yrityskauppoja tehtiin eniten liike-elämän palveluissa (21 % kaikkien kauppajien määrästä), terveys- ja sosiaalipalveluissa (17 %) sekä tukku- ja vähittäiskaupassa (11 %). Ulkomaisten ostajien osuudet olivat suurimmat koko tarkasteluajanjaksolla kemianteollisuudessa (49 %), sosiaali- ja terveyspalveluissa (43 %) ja ICT-palveluissa (39 %).

Etenkin ulkomaisten ostajien kohdalla havaitsimme, että kohdeyrityksen innovaatiotoiminnalla – mitattuna patentointiaktiivisuudella – on selkeä yhteys yrityskaupan todennäköisyyteen. Samoin kohdeyrityksen patentointiaktiivisuutta ja Business Finlandilta saatua rahoitusta määrittävien muuttujien yhteisesti osoittautui vahvasti tilastollisesti merkitseväksi ulkomaisten ostajien tapauksessa. Ulkomaiset ostajat ovat siis olleet kiinnostuneita suomalaisten yritysten kehittämästä teknologiasta ja osaamisesta. Myös sillä, että kohdeyritys on saanut ennen yrityskauppaa ainakin kerran elinkaarensa aikana pääomasijoituksia, havaittiin olevan positiivinen korrelaatio yrityskaupan todennäköisyyteen sekä kotimaisten että ulkomaisten ostajien tapauksissa. Tämä on varsin luonnollista, koska pääomasijoittajat irtautuvat jossain vaiheessa sijoituskohteistaan ja yksi tapa irtautua on kohdeyrityksen myynti esimerkiksi toiselle samalla alalla toimivalle yritykselle.

Yrityskaupan jälkeen ulkomaiseen omistukseen siirtyneissä yrityksissä ei havaittu merkittäviä muutoksia kohdeyritysten taloudellisessa kehityksessä esimerkiksi arvonlisäyksen, tuottavuuden tai vakavaraisuuden suhteen verrattuna samankaltaisiin yrityksiin, joissa yrityskauppa ei ollut tapahtunut. Sen sijaan palveluiden ulkomaankauppa EU-maihin kasvoi yrityskauppaa seuraavina vuosina sekä viennin että tuonnin osalta. Palveluiden tuonti lisääntyi etenkin innovaatiotoimintaa ennen yrityskauppaa harjoittamattomissa kohdeyrityksissä. Palveluiden

vienti kasvoi selkeämmin innovaatiotoimintaa harjoittaneissa yrityksissä. Palveluviennin osuus kohdeyritysten liikevaihdosta oli keskimäärin alhainen, vain noin 1–2 prosentin luokkaa, ja sen kasvulla ei näyttäisi olleen merkittävää vaikutusta koko liiketoiminnan laajuuteen.

Kotimaisten ostajien kohdeyrityksissä havaittiin kaupan jälkeisinä vuosina vakavaraisuuden heikkenemistä sekä ennen yrityskauppaa innovaatiotoimintaa harjoittaneissa että muissa yrityksissä. Lisäksi kotimaisten ostajien innovaatiotoimintaa harjoittaneiden kohdeyritysten työllisyyden, arvonlisäyksen ja kannattavuuden osalta saatiin negatiivisia signaaleja yrityskauppaa seuranneina vuosina. Näitä havaintoja saattavat selittää yrityskaupan jälkeen tehdyt toimintojen yhdistämiseen liittyvät saneeraus-toimet, joilla on voitu esimerkiksi purkaa päällekkäisiä toimintoja tai järjestellä liiketoimintoja uudelleen. Palveluvienti kasvoi 2–3 vuotta yrityskaupan jälkeen myös kotimaisten ostajien kohdeyrityksissä. Palveluiden tuonnissa tai muissa tarkastelluissa ulkomaankaupan mittareissa ei havaittu selkeitä tilastollisesti merkitseviä pitempiäaikaisia muutostrendejä.

Edellä esitettyjä tuloksia voidaan verrata aiempien tutkimusten löydöksiin. Aiemmissä tutkimuksissa on havaittu, että ulkomaisten yrityskauppajien kohteeksi päätyvät yritykset, jotka ovat jo *valmiiksi* muita tuottavampia (Crisuolo & Martin, 2009; Guadalupe ym., 2012; Harris & Robinson, 2002; Kaitila, 2012) ja innovatiivisempia (Falk, 2008; Hyytinen ym., 2005). Sen sijaan aiempien tutkimusten havainnot yrityskaupan jälkeisistä tuottavuusvaikutuksista vaihtelevat. Aiemmissä Suomea koskevissa tarkasteluissa yritysten siirtyminen ulkomaiseen omistukseen ei johtanut tuottavuuden kasvuun (Kaitila, 2012; Siedschlag ym., 2014). Kansainvälisten tutkimusten valossa ulkomaisten yrityskauppajien tuottavuusvaikutukset ovat tutkimuksesta riippuen olleet negatiivisia tai positiivisia (Guadalupe ym., 2012; Harris & Robinson, 2002).⁹ Aiemmin on myös havaittu, että yrityskaupan jälkeen ostokohteiden liikevaihto on kasvanut, mutta kasvu on ollut samanlaista riippumatta siitä, onko ostaja ollut kotimainen vai ulkomainen taho (Ali-Yrkkö, 2007). Aiemmissä suomalaisissa tarkasteluissa yrityskaupoilla on havaittu olevan negatiivisia työllisyysvaikutuksia, joskin vaikutuksissa on sektori- tai työtekijätasokohtaista vaihtelua (Huttunen, 2007; Lehto & Böckerman, 2008).

4 Haastattelut ja case-analyysit

4.1 Haastatteluiden kuvaus

Haastatteluiden avulla pyrittiin täydentämään käsitystä siitä, miten yrityskaupat vaikuttavat Suomen elinkeinoelämän ja kansantalouden uudistumiseen. Tarkoituksena oli tutkia erityisesti niitä seikkoja, joihin numeroaineistolla ei suoranaisesti kyetä pääsemään käsiksi, kuten esimerkiksi yrityskauppojen syyt, osapuolten subjektiiviset näkemykset yrityskauppojen onnistumisesta sekä omistajavaihdoksen seurauksena mahdollisesti kohdatut odottamattomat tekijät. Haastatteluja toteutettiin yhteensä 19 kappaletta, joista 16 oli yrityskauppojen myyjien haastatteluja ja kolme ostajatahojen haastatteluja. Pääasiassa haastateltavat henkilöt olivat tarkasteltujen yritysten entisiä tai nykyisiä omistajia, toimitusjohtajia sekä hallitusten ja johtoryhmien jäseniä. Haastattelut ajoittuivat marras- ja joulukuulle 2021. Tarkasteltavat yrityskaupat valikoitiin perustuen muun muassa yrityksen kokoon ja toimialaluokitukseen, yrityskaupan ajankohtaan, kaupassa siirtyneeseen määrävaltaenemistöön, ostajayrityksen pääkonttorin sijaintiin sekä kaupan osapuolten suostumukseen osallistua tutkimushaastatteluun.

Osiota lukiessa on syytä muistaa, että haastattelujen tulokset eivät menetelmällisesti ole yleistettävissä laajemmin, eikä niistä voida tehdä johtopäätöksiä koko yrityskauppojen ilmiötä koskien. Haastatteluaineiston avulla voidaan kuitenkin valottaa esimerkiksi sitä, miksi tilastollisessa aineistossa tiettyjä riippuvuussuhteita mahdollisesti esiintyy tai mitä mahdollisia ongelmakohtia ja keskeisiä kysymyksenasetteluita tutkimuskenttään haastateltavien näkökulmasta liittyy.

Osiossa esitettyjä lainauksia on tiivistetty ja muotoiltu luettavuuden selkiyttämiseksi. Joitakin kertomuksiin liittyviä yksityiskohtia on muutettu haastateltujen sekä tarkasteltujen yritysten anonymiteetin säilyttämiseksi.

4.2 Miksi yrityskauppoja tehdään?

Yhtenä teemana haastatteluissa tarkasteltiin yrityskauppojen taustoja, olosuhteita ja motivaatioita omistusvai-

dosten tekemiselle. Tutkimushaastatteluissa nousi esiin useita erilaisia tilannetekijöitä ja syitä yrityskauppojen syntymiselle. Syinä keskusteluissa mainittiin muun muassa ostajayrityksen halukkuus laajentua uusille markkinoille tai liiketoimintaosa-alueille, pienten toimijoiden halukkuus yhdistyä suuremman markkinavoiman saavuttamiseksi, pitkäaikaisten yrittäjien halukkuus eläköityä tai muutoin irtautua yrityksensä toiminnasta sekä yrityksen ydintoimintaan keskittyminen muista toiminnoista luopumalla. Yhden haastateltavan kertomuksessa nousi esiin ostajayrityksen halukkuus päästä hyödyntämään myyjäyrityksen innovaatiota:

”Olimme tuoneet markkinoille uudenlaisen tavan tehdä kauppaa asiakaslähtöisesti. Ostajataho oli merkittävästi menettänyt markkinaosuuttaan ja halusi tuoda tämän uuden kaupantekotavan osaksi toimintaansa. He näkivät siinä mahdollisuuden soveltaa käytäntöä laajemmin myös muille toimialoille.”

Vaikka taloudellinen hyöty nousi myyjätahojen haastatteluissa usein esiin selkeänä vaikuttimena yrityksen myymiselle, aina yrityskaupan motivaatiot eivät haastateltavien näkemyksissä liittyneet pelkästään sen tavoitteluun. Erään haastateltavan kertomuksessa esimerkiksi korostui myynnin taustalla vaikuttaneena syynä kokemus siitä, ettei emoyhtiö kykene auttamaan omistamaansa yritystä eteenpäin parhaalla mahdollisella tavalla:

”Tytäryhtiön liiketoiminnan kehittäminen olisi vaatinut tutkimus- ja kehitysinvestointeja ja monenlaista tukea eri muodoissa. Iso ajuri yrityksen myyntipäätöksessä oli, ettemme katsoneet voivamme irrottaa pääomaa siihen kehitykseen. Ajattelimme, että myytävällä yhtiöllä on näin mahdollisuus myöskin kasvaa, kun se saa sellaisen omistajan, joka kokee sen omaksi ydinliiketoiminnakseen.”

Haastateltavien kokemukset yrityskaupan suunnitelmallisuudesta ja määrätietoisuudesta olivat varsin erilaisia. Aina yrityskauppaa ei ollut etukäteen kaavailtu. Erään haastateltavan kertomuksesta esimerkiksi muodostui kuva siitä, kuinka kaupantekoon oli ikään kuin ajaututtu hieman jopa puolivahingossa, kun otollinen tilanne oli tullut vastaan hyvinkin ennakoimatta. Toisen haastateltavan kertomuksesta vastaavasti ilmeni, kuinka yrityksen alkutaipaleella tehty kauppa herätti yhä vuosien jälkeinkin ristiriitaisia mietteitä:

”Kauppaa ei todellakaan ollut haettu, vaan tietoomme tuli sattumalta, että tällainen yritys olisi myynnissä. Se oli molemminpuolista, yksi ei ollut aikeissa ostaa ja toinen ei missään tapauksessa ollut aikeissa myydä tälle yhtiölle. Mutta kyllä se vain siinä kaupanteossa sitten näin kävi. Enemmän se oli sattumaa kuin määrätietoista toimintaa.”

”Jälkikäteen ajateltuna yrityksen suurin epäonnistuminen oli, että huomattava osuus yrityksestä myytiin jo aivan silloin alkuvaiheessa pienellä kauppasummalla lähes parikymmentä vuotta sitten. Ja se kauppasumma on edelleen meidän yrityksemme kassatilillä, ei sitä ole koskaan käytetty. Mutta jälkikäteen on vaikea spekuloida. Oma uskomukseni on, että tuolloiset ostajat – jotka kyllä tukivat meitä monin tavoin – toivat sitä kautta paljonkin positiivista kasvua.”

Haastatteluissa kysyttiin myös syitä sille, miksi yritysosto kohdistui juuri suomalaisomisteiseen yritykseen. Osaltaan tarkasteltujen yritysten kohdalla kyse vaikuttaa olleen siitä, että ulkomainen toimija on halunnut laajentaa liiketoimintaansa Suomen markkinoille yritysoston kautta. Ylipäätään haastatteluissa muodostui kuitenkin kuva siitä, että kysymys vaikuttaa ennemminkin olleen sattumasta ja muista tekijöistä kuin siitä, että yritysostoja olisi haluttu tehdä nimenomaan Suomesta. Eräs ostajapuolen haastateltava kuvaili esimerkiksi kaupan taustoja seuraavasti:

”Yrityksellämme ei ole mitään järjestelmällistä tapaa hakea ostettavia yrityksiä, eikä siihen ole mitään suunnitelmaakaan. Kyseinen yritysosto suuntautui Suomeen, koska kyseessä oli suomalainen yhtiö ja se tuli sattumalta eteen pöydälle.”

4.3 Yrityskauppojen vaikutukset osaamiseen ja innovaatiokehitykseen

Yhtenä mielenkiinnon kohteena haastatteluissa oli, millaisia vaikutuksia kaupoilla on ollut tarkasteltujen yritysten osaamiseen ja innovaatiokehitykseen. Millä tavalla yrityskaupan vaikutukset näyttäytyivät esimerkiksi ai-neettoman pääoman kasvun tai vähenemisen näkökulmasta? Entä ovatko yrityskaupat lisänneet osaamista?

Osa haastateltavista koki, ettei yrityskauppa ollut juurikaan vaikuttanut yrityksen tutkimus- ja kehitystoimin-

taan millään tavalla. Syinä tälle mainittiin muun muassa innovaatiotoiminnan vähäisyys yrityksen toiminnassa yleisesti sekä innovoinnin asiakaslähtöisyys. Monissa haastatelluissa yrityksissä innovaatiotoiminta oli asiakkaan tarpeista ja toiveista lähtevää ja asiakkaalta las-kutettavaa tapauskohtaista kehittämistä, jolloin yrityskaupan vaikutusten innovointiin kuvattiin jääneen vähäisiksi.

”Liiketoimintamme on pääasiassa asiakaslähtöistä suunnittelua ja projektitoimituksia. Tutkimus- ja kehitystoiminta tapahtuu sitä kautta, että melkein joka projektissa on jotakin, mitä täytyy hieman asiakkaalle kehittää. Oikeudet innovaatioihin jäävät meille, mutta varsinaista tuotekehitystä on hyvin vähän. Ei emoyhtiö ole puuttunut tähän oikeastaan lainkaan.”

”Ei oikeastaan ole vaikuttanut [t&k-toimintaan] millään tavalla... tai on se siinä mielessä ehkä vähän helpottanutkin, että kun siellä on iso emoyhtiö takana, olemme voineet käyttää emoyhtiön rahoitusta tietyissä hankkeissa eikä ole tarvinnut aina lähteä pankkiin hattu kourassa, että saisiko vähän fyrkkaa, että pitäisi tutkia tollaista ja tehdä tällaista.”

Joissakin tapauksissa tutkimus- ja kehitystoiminta oli ot-tanut edistysaskeleita etenkin silloin, jos asiakaslähtöi-sestä kehittämisestä oli päästy etenemään kohti omien tuoteinnovaatioiden kehittämisen mahdollistamista. Vaikka tätä ei aina oltu nimenomaisesti tavoiteltu, jos-kus nopea kasvu ei enää mahdollista asiakaskohtaista räätälöintiä.

”Koko yrityskaupan lähtökohta oli, että pystyisimme yhteistyössä isomman toimijan kanssa rakentamaan laajemman tuotteen kuin meillä siinä vaiheessa oli, ja siihen investoitiin isosti. Kehityshenkilöstöä rekrytoitiin lisää ja kaikki kehitystoiminta ohjattiin pariksi vuodek-si kokonaisuudessaan laajennuksen toteuttamiseen.”

”Yrityskauppa laajensi tutkimuksemme alaa selkeästi siten, että on menty enemmän sellaisiin asioihin, joi-ta ei aikaisemmin tehty lainkaan. Tutkimme nykyään paljon enemmän kaikenlaisia funktionaalisia osia ja mahdollisuuksia ja sitä, mitä voisimme niillä osilla sit-ten tehdä. Ammattitaito on lisääntynyt ja olemme sel-keästi laajentuneet pelkästä kasvun edistämisestä pal-jon laajempaan toimintaan.”

”Pieni yritys voi aina vähän räätälöidä jokaiselle asiakkaalle... Nyt kun on isompi kokoluokka, niin meidän on pakko määritellä niitä tuotteita ja prosesseja ihan eri tavalla.”

Joissakin tapauksissa yrityskauppa oli puolestaan johtanut tutkimus- ja kehitystoiminnan vähentymiseen, mutta myöskin sen tehostumiseen. Näin asiaa kuvaili muun muassa eräs haastateltava:

”Luulen, että tutkimus- ja kehitystoiminta on hieman vähentynyt, mutta ne asiat, mitkä tehdään, tehdään huolellisemmin. Eli sikäli lopputulos on kuitenkin positiivisen puolella. Teemme enemmän sellaisia asioita, jotka tuottavat yritykselle oikeasti hyötyä, kun taas aikaisemmin teimme paljon kaikenlaista, mutta hyvin pieni osa päätyi yritystä hyödyttävään käyttöön. Enemmän joudumme perustelemaan sekä ylöspäin että itsellemme, miksi asioita tehdään.”

Toisaalta tutkimus- ja kehitystoiminnan lisäys tai vähentyminen yrityksen toiminnassa yrityskaupan jälkeen ei aina välttämättä yrityksissä kielinyt yrityskaupan suoranaisista vaikutuksista. Eräs haastateltava pohdiskelikin kertomuksessaan sitä, kumpi yrityskaupassa ja tutkimus- ja kehitystoiminnan lisääntymisessä on heidän yrityksensä kohdalla ollut syy ja kumpi seuraus, vai ovatko molemmat seurauksia jostakin muusta yhdistävää tekijästä:

”Tietysti on hyvä kysymys, onko kehitystoiminnan muutos tullut yrityskaupan seurauksena, vai oliko kauppa vain ilmentymä siitä samasta suunnitellusta strategisesta muutoksesta. Ehkä ennemminkin niin päin. Mutta toki se oli sellainen alkuun saattava voima, joka laittoi pallon pyörimään viime kädessä.”

Koulutuksen ja osaamisen kehittämisen näkökulmasta yrityskaupalla nähtiin joissakin yrityksissä olleen positiivinen vaikutus. Haastatteluissa tuli esille seuraavia kokemuksia.

”Yrityskaupan jälkeen henkilöstönimikkeitä on pyritty yhdenmukaistamaan ja uusimaan osittain, ja tietyllä tapaa yhdenmukaistettu sitä koko tekemistä konsernin näköiseksi tuoteyhtiöksi. Henkilöstölle on saatu käyttöön digitaaliset oppimisympäristöt ja osaamista kehitetään jatkuvasti. Osaamiskartoituksia tehdään

säännöllisesti ja toimenkuvat ovat myös sitä kautta selkiytyneet.”

”Myyntin puolella ihmisten on pitänyt pätevöityä uusille osaamisalueille ja sitten on tullut tarvetta eri tyyppisille asiantuntijoille, projektipäälliköille ja sen tyyppisille toimenkuville, joita aikaisemmin meillä ei ollut niin paljon.

Erään toisen haastateltavan yrityskaupan vaikutus osaaamiseen näyttäytyi puolestaan hieman negatiivisemmassa valossa. Joissakin tapauksissa rekrytointien tekeminen oli hankaloitunut yrityskaupan seurauksena. Kuten muuan haastateltava asiaa selosti:

”Ennen yrityskauppaa, jos löysimme jonkun hyvän tekijän, niin halusimme aina palkata hänet meille myyjäksi. Ajattelimme, että se on investointi, joka maksaa itsensä joka tapauksessa takaisin korkojen kanssa. Nyt se ajatus ei enää käy, vaan konsernin tulkinta on kannattavuus edellä. Sanotaan, että ‘fire fast, hire slowly’. Eli vaikka olisi työtä, niin ei kannata palkata. Jos vain jotenkin pärjää ilman, niin älä palkkaa.”

4.4 Yrityskauppojen vaikutus yritysten kansainvälistymiseen

Haastattelututkimuksessa pyrittiin valottamaan myös sitä, millaisia vaikutuksia yrityskaupalla oli ollut haastateltujen yritysten kansainvälistymiskehitykseen. Tarkastelussa pyrittiin eritoten selvittämään, millaisia havaintoja tai ongelmanasetteluita haastateltavien kertomuksissa yrityskauppojen kansainvälistymiskehitykseen liittyen ilmeni.

Osa haastateltavista ei kokenut yrityskaupan vaikuttaneen yrityksensä kansainvälistymiseen kovinkaan merkittävästi. Esimerkiksi erään haastateltavan kertomuksen mukaan yrityksen toiminta ja osaaminen keskittyivät niin paikalliseen asiakasryhmään ja palvelutarpeeseen, ettei kansainvälistymiskehitystä nähty luontevana tavoitteena yrityksen toiminnassa. Erään toisen yrityksen kohdalla haastateltava puolestaan koki, että yrityksen tuotteille oli niin paljon kysyntää myös kotimaassa, ettei kansainvälistymisen suunnittelu ollut vielä missään määrin ajankohtaista.

Joissakin tapauksissa sen sijaan yrityskaupan katsottiin edistäneen kansainvälistymiskehitystä. Yksi haastateltavista kertoi, kuinka yrityskaupalla tavoiteltua kansainvälistä verkostoa ei kaupan mukana saatu vastoin odotuksia, mutta siitä huolimatta yrityskauppa käynnisti kansainvälistymisen ja sen halun.

”Ostimme yrityksen sillä ajatuksella, että heillä on kansainvälinen verkosto valmiina. Yrityskaupan jälkeen tuli yllätyksenä, että näin ei todellisuudessa ollutkaan. Mutta koska yrityskaupan myötä oli päätetty, että verkosto rakennetaan, antoi se alkusysäyksen tekemiselle. Koko konsernissa alettiin tarkemmin suunnitella laajentumista ja nyt omistajatkin ovat ymmärtäneet, että jos halutaan kansainvälistyä, siihen on satsattava myös rahallisesti. Kansainvälistyminen on sittemmin edennyt todella merkittävästi yrityskaupan jälkeen.”

Joissain tapauksissa yritys oli aiemmin kärsinyt pienestä koostaan. Monikansalliset asiakasyritykset halusivat ostaa tuotteita/palveluita yksiköihin, joita niillä on lukuisissa maissa. Yrityksen pieni koko ei herättänyt näissä suurissa toimijoissa riittävää luottamusta, joten ne eivät näissä kilpailuissa pärjänneet. Osana suurempaa yritystä tätä estettä ei enää ollut.

”Kisasimme toistuvasti tosi isojen pelureiden kanssa. Meille tuli myynnin esteeksi aika monesti se, että oltiin liian pieniä. Kun asiakas halusi vaikka 30:een maahan jonkun ratkaisun, niin sitten me hävitettiin, kun ne ei uskaltanut ostaa pieneltä... Heti yrityskaupan julkistamisen jälkeen, asiakas totesi, että okei, että lähetään teidän kanssa tekemään tiettyä hanketta... Se ei olisi ollut missään nimessä mahdollista, ellei olisi tullut isompia resursseja.”

”Kun on pieni yritys, niin pitää ensiksi pystyä jotenkin vakuuttamaan se ostava taho.”

Kansainvälistymiskehityksellä nähtiin joissakin tilanteissa myös olevan varjopuolensa. Kielitaidon merkitys oli joissakin tapauksissa lisääntynyt yrityksissä yrityskaupan myötä, eikä muutosta aina nähty pelkästään positiivisena. Eräs toinen haastateltava kuvasi niin ikään yrityskaupan vieneen kansainvälistymiskehitystä yrityksen näkökulmasta väärille raiteille:

”Tarvitsimme lisää tekijöitä ihan yrityskaupasta riippumatta, mutta niitä ei tahdo löytyä. Yrityskaupan myötä emme voi enää käytännössä rekrytoida henkilöä, joka ei pysty puhumaan ja kirjoittamaan hyvin ruotsia ja englantia.”

”Kaikilla markkinoilla, joilla toimimme nyt, olemme toimineet jo ennen yrityskauppaa. Konsernilla on vahva strateginen tahtotila olla vahva toimija tietyissä maissa, niin tämä heidän halunsa on sitten tullut meillekin. Vaikka emme ole nähneet ajankohtaista kiihdyttämisen mahdollisuutta kyseisissä markkinoissa, on meillekin syntynyt painetta siihen, että meidänkin tulisi tehdä jotakin näiden maiden osalta. Kaikkein menestyneimmät kansainväliset markkinamme ovat sellaisissa maissa, joissa konsernilla ei ole mitään muuta toimintaa. Yrityskauppa on ehkä vienyt huomiotamme pois näiltä markkinoilta, tai ainakaan se ei ole korostanut sitä huomiota.”

Entä miten sitten näyttäytyivät yrityskauppojen vaikutukset suhteessa yrityksille avautuviin mahdollisuuksiin päästä osaksi globaaleja ekosysteemejä tai verkostoja? Monessa haastatteluissa tuli esiin konsernin eri osien sisäinen ristiinmyynti mahdollisena kasvun tuojana. Tällöin konsernin muut yksiköt voisivat myydä ostokohteen tuotteita ja palveluita osana tarjontaansa. Haastattelujen perusteella vaikuttaa siltä, että tämä kasvupotentiaali on usein jäänyt saamatta. Vaikka siis ristiinmyynti olisi voinut tuoda lisäkasvua, sitä usein ei ole tapahtunut.

”Meillä oli jo ennen yrityskauppaa kansainvälistymiseen tähtäävä hanke, mutta sen tulokset jäivät laihoiksi. Meiltä puuttui siihen silloin ammattitaito ja osaaminen. Se olisi pitänyt hoitaa kumppanuuksien kautta ja sitäkin joskus kyllä yritimme. Odotimme, että yrityskauppa olisi tuonut lisää kansainvälistä ristiinmyyntiä, mutta emme ole saaneet mitään myytyä ulkomaille. Yhteistyö ja yhteydenpito konsernin muihin yhtiöihin on kyllä lisääntynyt, mutta asiakashankinnan näkökulmasta emme ole kansainvälistyneet lainkaan. Toisaalta olimme ehkä liian aikaisin liikkeellä, sillä kotimaassa riittää työtä vielä vaikka kuinka paljon tehtäväksi.”

”Toki pyrimme aina löytämään lisämyyntimahdollisuuksia olemassa olevien kanavien kautta. Vaikka se periaatteessa kuulostaa helpolta, loppupelissä sen on oltava täsmälleen sama henkilö, joka asiakkaalla tekee ne

eri hankinnat, ja päätöksenteon on yrityksessä aidosti toimittava siten, että suoraan sinne kanavaan voi myydä. Luultavasti siellä on myös joku kilpailijan vastaava tuote käytössä, ja sen vaihtaminen on pitkä projekti. Eihän se välttämättä ole niin, että asiakkaalle on mitään hyötyä ostaa A ja B samasta paikasta.”

”Odotettiin että [vientä] tulisi... ei me olla saatu mitään myytyä sinne Eurooppaan. Mutta täällä Suomessa, kun tähän [konserniin] kuuluu myös kaksi muuta Suomessa toimivaa firmaa, niin niille me ollaan saatu myytyä meidän toimintoja.”

Vaikka uudet myyntikanavat eivät aina yrityskaupoissa tuottaneet toivotunlaista tulosta, monet haastateltavat

kertoivat yhteistyön muiden yritysten kanssa lähentyneen selvästi.

”Olimme aikaisemminkin tehneet yhteistyötä joidenkin yritysten kanssa, ja kun sitten yrityskaupan myötä päädyimmekin saman konsernin omistukseen, tuli yhteistyöstä selvästi avoimempaa ja laajalaisempaa.”

Useissa haastatteluissa ilmeni, että yrityskauppa oli vaikuttanut yrityksen johtamisjärjestelmään ja toimintatavoihin merkittävästi. Erityisesti haastatellut kokivat, että toiminnan mitattavuus, henkilöstöhallinto ja taloushallinto oli parantunut yrityskaupan myötä. Mielenkiintoisena havaintona on, että parantuneet käytänteet koettiin lähtöisiksi Pohjois-Amerikasta.

Case 1

Pohjoismainen yritys osti IT-palvelualan yrityksen

Yrityskaupan kohteena oli suomalainen palvelualan yritys, joka kauppahetkellä työllisti alle 20 henkilöä. Yritys teki ohjelmistotuotetta tiettyyn erityistarpeeseen, mutta harjoitti myös jonkin verran tätä erityistarvetta koskevaa konsultointia.

Yrityskauppa sai alkunsa siitä, että yrityskauppakohteen aiemmista omistajista yksi oli jäämässä pois ja tämä käynnisti muissa omistajissa keskustelun yrityksen tulevaisuudesta. Aloite yrityskaupasta tuli näiltä aiemmilta omistajilta, ja he ottivat yhteyttä mahdolliseen ostajaan. Aloite tuli ostajalle yllättäen, eikä se ollut etsimässä ostokohteita. Ostajayrityksen hallitus kuitenkin totesi, että tilaisuuteen kannattaa tarttua, kun sellainen eteen tuli. Ostaja teki selvityksen kaupan kohteesta ja eteni asiassa nopeasti. Ostokohteella oli hyvä osaaminen, maine ja markkina-asema asiantuntijaorganisaationa, mikä kiinnosti ostajayritystä. Ostajayrityksellä oli Suomessa itse perustettu tytäryritys jo ennen yrityskauppaa.

Kaupan jälkeen ostettu yritys on sulautettu täysin ostajayritykseen. Ostokohteella ei siten enää ole omaa y-tunnusta vaan se toimii osana ostajayritystä. Täydellinen sulautuminen tehtiin, koska ostaja halusi, että asiakaskuntaan päin on yhden kontaktipisteen periaate. Tämän yhden pisteen kautta asiakas pystyy siis ostamaan kaikkia tuotteita ja palveluita. Ajatus on, että koko konserni on saman brändin ja tuotevalikoiman alla.

Ostokohteen henkilöstömäärä ei ole paljon muuttunut kaupan seurauksena, mutta kasvua on ollut vähän. Tuotekehitykseen vaikutusta ei juuri ole ollut. Osaamista se sijaan on saatu, sillä yritysoston jälkeen kaupan kohteena olevassa yrityksessä työskennelleet ovat saaneet myyntipuolen koulutusta. Myös työkieli on muuttunut englanniksi. Kaupalla ei ole ollut vaikutuksia siihen, että yritys hankkisi Suomeen ulkomaista työvoimaa. Pikemminkin on käynyt päinvastoin, sillä ulkomaisten henkilöiden rekrytoinnit voidaan tehdä konsernin kyseisissä maissa oleviin yksiköihin, jolloin paikalliset rekrytoivat työskentelevät yrityksen paikallisissa yksiköissä kussakin maassa. Ostoihin tai hankintoihin ei yrityskaupalla ole juuri ollut vaikutusta. Ainoastaan palvelintilan hankkimiseen kaupalla on ollut vaikutusta, sillä kaikki pilvipalvelut on keskitetty Amazonin AWS:ään.

Hieman yllättäen yrityskauppa vaikutti suuresti myös ostajayritykseen, vaikka yrityskauppakohteen koko oli hyvin pieni ostajayritykseen verrattuna. Se käynnisti ostajayrityksen laajemman kansainvälistymisen ja strategiamuutoksen. Sen myötä ostajayritys on alkanut aktiivisesti tehdä yritysostoja eri maista.

Ostajayritys koki, että tämä yrityskauppa oli onnistunut. Ostokohteen pienestä koosta huolimatta yrityskaupalla oli erittäin suuri merkitys ostajayritykselle. Oston myötä ostajayritys on rohkaistunut tekemään yritysostoja eri maista ja muutti koko strategiaansa.

”Pohjois-Amerikassa johtamiskulttuuri ja käytännöt ovat edistysellisempiä kuin meillä. On parempia työkaluja. Prosessit ja sellainen prosessien implementointiosaaminen on selkeästi parempaa kuin täällä Suomessa. Omistaja on kyseenalaistanut tapojamme tehdä asioita, eli pyritään hakemaan säästöjä myöskin toimintatavoista, että voidaanko niitä tehdä eri tavalla. Enemmän sellaista kontrolloitua tekemistä ja toiminnan jännevöttämistä. Näkisin, että se on ehdottomasti ollut positiivinen muutos.”

”Yrityskauppa toi merkittävää tukea johtamiseen. Kaikki parhaat käytänteet, joita meille on tullut, ne kaikki ovat alun perin amerikkalaisia malleja. Voi sanoa, että

ne ovat kyllä olleet hyviä, sellaista suorituksen johtamiseen liittyvää prosessiosaamista. Toiminnan hallinta, tavoitteellisuus, mitattavuus, ja henkilöstöasiat, niissä kaikissa on tapahtunut meillä kehitystä. Ja sitten myöskin se arvopohja ja sen arviointiin liittyvät käytänteet.”

”Me ollaan saatu sellaisia best practice’ja esimerkiksi henkilöstöhallintoon ja tavoiteasetantaan”

Monissa tapauksissa yrityskauppa oli myös vaikuttanut tavoitteenasetantaan. Ostajalla oli esimerkiksi selvät kannattavuustavoitteet, jotka olivat korkeampia kuin aiemmin.

Case 2

Yrityskauppa nosti kannattavuutta, mutta vei kasvua

Yrityskaupan kohteena oli suomalainen ohjelmistoyritys, joka kauppahetkellä työllisti 50–100 henkilöä. Yritys oli kehittänyt oman ohjelmistotuotteen.

Yritys oli saanut kansainvälistymisrahoitusta Tekesiltä. Tällä rahoituksella oli palkattu vientipäällikkö, luotiin valmiuksia kansainvälistymiseen ja käytiin messuilla esittelemässä yrityksen tarjontaa. Se ei lopulta kuitenkaan johtanut konkreettisiin tuloksiin. Jälkeenpäin yritys totesi, ettei olisi edes kannattanut yrittää kansainvälistymistä. Sen sijaan olisi pitänyt panostaa enemmän Suomeen, sillä kotimaassa kysyntä on erittäin suurta.

Yrityskauppa sai alkunsa siitä, että yrityksen omistaja halusi luopua omistuksesta ja sen mukanaan tuomasta taloudellisesta riskistä. Aluksi käytiin keskusteluja sekä toimivan johdon että kotimaisen ulkopuolisen ostajan kanssa. Keskustelut kuitenkin kariutuivat, mutta uudeksi ostajaehdokkaaksi löytyi pörssilistattu yritys Keski-Euroopasta. Ostetun yrityksen omistaja jatkoi työtään toimitusjohtajana, vaikkei enää omistanut yritystä.

Kaupan jälkeen liikevaihto ei juuri ole kasvanut kuin hieman. Ostajayritykseltä ei ole saatu apua myyntiin. Sen sijaan yrityskauppa on vaikuttanut ostokohteen toimintatapoihin. Henkilöstöhallinnon koettiin parantuneen merkittävästi. Niihin on otettu muun muassa mukaan myös yrityksen arvot. Lisäksi tuotteiden parantumiseen on otettu asiakkaat systemaattisesti mukaan. Toimitusjohtajan mielestä yrityksen johtaminen on parantunut selvästi niistä ajoista, kun hän toimi ko. yrityksen yrittäjänä.

Yrityskauppa on vaikuttanut huomattavasti myös kannattavuustavoitteisiin. Tämä puolestaan on johtanut tuotekehityksen vähentymiseen, sillä uusi omistaja ei kokenut ostetun yrityksen t&k-toiminnan olevan riittävän tuottavaa. T&k-henkilöstö on vähentynyt, sillä jonkun henkilön lähtiessä ei yleensä oteta uutta tilalle vaan pyritään säästämään kustannuksissa. Nyt keskitytään jo olemassa oleviin kaupallistettuihin tuotteisiin, mutta ei uuden kehittämiseen. Yrityskaupan jälkeen ostetun yrityksen henkilöstömäärä on pienentynyt 25 prosentilla. Uusi omistaja on suhtautunut hyvin kielteisesti myös myyntihenkilöstön määrän kasvattamiseen. Ostajayrityksen ohjaus on hyvin raportointipainotteista, mikä tarkoittaa hyvin tiheää raportointia emoyritykselle.

Yrityksellä ei ennen kauppaakaan ollut patenteja. Sen sijaan heillä oli vahva brändi. Yrityskaupan jälkeen sama brändi on edelleen käytössä, eikä koko konsernin brändiä käytetä markkinoinnissa lainkaan.

Kaiken kaikkiaan yrityskaupan jälkeen ostokohteen kannattavuus on kustannussäästöjen kautta noussut huomattavasti, mutta kasvua ei juuri ole. Toimitusjohtaja ilmaisi tämän seuraavasti: *”Jos en olisi myynyt yritystä, niin firma olisi kasvanut nopeammin, mutta ei olisi ollut näin kannattava”.*

Case 3**Kansainvälinen konserni halusi Suomesta jalansijan**

Yrityskaupan kohteena oli suomalainen keskisuuri vaativia komponentteja valmistava teollisuusyritys. Vaikka yrityksen myynnistä valtaosa suuntautuu kotimaisille markkinoille, välillisesti suurin osa valmistuksesta päätyy vientiin. Ostajana yrityskaupassa oli globaali ulkomaalaisomisteinen konserni, jolla oli myyntiä ja valmistusta usealla eri mantereella. Konsernilla on kova strateginen kasvutavoite, mutta koska sen orgaaninen kasvu on itsessään vähäistä, pyrkii konserni kasvattamaan kokoaan yritysostojen kautta.

Myyjän puolella suurin motivaatio yrityskaupan syntyyn tuli pääomasijoittajan suunnalta. Yritykseen sijoittanut rahasto halusi irtautua yhtiöstä oltuaan useita vuosia toiminnassa mukana. Yrityksen ostaneen globaalin toimijan motiivina kaupalle oli puolestaan saada hyvä jalansija Suomesta kyseisen liiketoiminnan saralla. Ostaja halusi varmistaa, että yrityksellä on parhaat mahdolliset edellytykset menestyä ja kasvaa Suomessa. Näin ollen omistusmuutos toi yritykselle vahvemman taloudellisen selkänöjan, ja sen rahoitusasema parantui. Yrityksen liikevaihto kasvoi, kalustoa uusittiin, investoinnit tuplaantuivat ja tuotevalikoima laajeni.

Yrityskauppa toi yritykselle myös lisää uskottavuutta ja vahvisti yrityksen brändiä. Raaka-ainehankinnoissa konsernin vahvempi neuvotteluasema ja ostojen keskittäminen konsernitasolla madalsivat yrityksen kustannustasoa. Kauppa ei kuitenkaan merkittävästi vaikuttanut yrityksen tutkimus- ja kehitystoimintaan. Liiketoiminnan luonteesta johtuen yrityksen innovaatiotoiminta oli määrältään vähäistä ja hyvin asiakaslähtöistä, eikä yrityksellä ollut erikseen esimerkiksi tuotekehitysosastoa. Myöskään yrityksen henkilöstömäärässä tai henkilöstön kokoonpanossa ei tapahtunut kaupan myötä merkittäviä muutoksia.

Yrityskaupan myötä yrityksen työkieli vaihtui suomesta englantiin. Koska yrityksellä oli jonkin verran jo ennestään samoja asiakkuuksia ostajakonsernin kanssa, syntyi yritykseen kaupan myötä jossakin määrin uusia vastuualueita ja työtehtäviä, erityisesti juuri globaalien asiakkuuksien hallintaan. Yhdistettyjen asiakkuuksien kautta myös myyntikanavissa tapahtui muutoksia, asiakkuuksia vastuutettiin maantieteellisesti uudelleen ja ristiinmyynti lisääntyi.

Yrityskaupan myötä yrityksen hallituksen kokoonpano uudistui täysin. Raportointitiheys tiivistyi jonkin verran, ja emoyhtiön suunnalta on asetettu tavoitteita yrityksen tuloksentelekyvyn parantamiseksi. Yrityksen edustajan mukaan tavoiteasetanta on kuitenkin säilynyt inhimillisellä tasolla eikä kuormita yritystä liikaa, vaan kasvutavoitteisiin on päästy onnistuneesti.

Yrityskauppa pohjustettiin hyvällä valmistelulla, minkä ansiosta kaupantekoprosessi eteni sujuvasti ja vauhdikkaasti muutamassa kuukaudessa. Kaiken kaikkiaan osapuolet ovat olleet kauppaan tyytyväisiä. Onnistuneen omistajavaihdon rohkaisemana konserni on vahvistanut asemaansa ja jalostusarvon osuuttaan Suomessa tekemällä myös muita yritysostoja yrityksen arvoketjuun ja etsii edelleen lisää ostettavia yrityksiä.

4.5 Omistajuuden merkitys ja ostokohteiden integrointi konserniin

Haastatteluissa tuli selvästi esiin kaksi ääripäätä koskien ostokohteiden liittämistä konserniin. Osa ostajayrityksistä halusi hyvin nopeasti liittää ostokohteen kiinteäksi osaksi koko konsernia. Tällöin yrityksen aiempi brändi ja tuotemerkit yleensä hävisivät ja käyttöön otettiin konsernin käyttämät. Mikäli yrityksellä oli Suomessa aiemmin toimintaa, niin ostokohde sulautettiin usein osaksi tätä. Tällöin aiempi y-tunnus usein hävisi.

”Pienessä yrityksessä meillä oli aika kirjava käytäntö, väki sai ostaa vähän mitä halusi... Nyt ne hoidetaan hyvin keskitetysti ja laitteet on kaikilla samat ja tämmöistä, että se on ison talon tapa toimia.”

”Niitä vanhoja brändejä ei enää käytetäkään.”

”Meidän ajatuksena on se, että on yhden luukun periaate sinne asiakkaisiin päin. ... Me pyritään asiakashoidon näkökulmasta tarjoamaan yksi kontaktipiste, josta saa laajan valikoiman palveluja. Jos yksikköme olisivat eri yhtiöitä ja eri tuotteita ja muuta, niin se ei oikein tukisi tätä lähestymistä.”

Haastatelluissa yrityksissä yleisempää kuitenkin oli, että ostajakonserni antoi ostokohteelleen mahdollisuuden toimia pitkälti omalla tavallaan. Tällöin ostokohde jatkoi tyypillisesti oman brändinsä käyttöä. Myös toimintatavat jatkuivat pitkälti ennallaan. Useissa tapauksissa kuitenkin jotkut tukitoiminnot, kuten IT-tuki, hoidettiin yrityskaupan jälkeen keskitetysti konsernin määrittämiltä tahoilta.

”Totta kai jaetaan hyviä käytäntöjä ja tapoja tehdä asioita, mutta osittain se [emoyhtiön] salaisuus on, että jos tehdään yritysosto, niin ei lähdetä sitä koko hommaa niin sanotusti muuttamaan, vaan annetaan sen yrityksen jatkaa niillä hyvillä vahvuuksilla, millä se on ennen sitä yrityskauppaakin menestynyt.”

”Odotimme nopeita muutoksia yrityskaupan jälkeen, mutta oli yllätys, että ei olekaan puututtu, vaan on annettu yrityksen toimia aiemmilla toimintamalleilla.”

”Me ollaan kaikki tässä konsernissa hyvin itsenäisiä maita ja hyvin itsenäisiä yrityksiä maitten sisällä. Meillä on tosi ohut, tai vähäinen keskusohjaus.”

”Meillä on konsernin ostosopimukset energiapuolella. Ja rahat ostetaan konsernin hallinnon kautta ja IT-ostot tulee konsernin hallinnon kautta.”

”Konsernin filosofia on semmoinen, että toimimme tosi itsenäisesti ja että desentralisaatio on heidän avainsana. Ne ei puutu meidän asioihin ollenkaan.”

Konsernin osien integraatiossa ei varmaankaan ole yhtä totuutta siitä, miten tiukasti konsernin osat on sidottu yhteen. Enemmänkin vaikuttaa siltä, että kyseessä on strateginen valinta. Osa yrityksistä haluaa yhtenäistää kaikki toimintonsa. Toiset puolestaan hakevat kilpailukykyä siinä, että antavat tytäryhtiöidensä toimivan enemmän yrittäjämäisesti.

4.6 Muita havaintoja yrityskaupoista

Haastatteluista on poimittavissa useita huomionarvoisia näkökulmia pohdittaviksi sen suhteen, mitä voitaisiin tehdä paremmin yrityskauppojen potentiaalin hyödyntämiseksi täysimääräisesti Suomessa. Näkökulmia pohtiessa on syytä pitää mielessä, etteivät havainnot menetelmällisesti ole yleistettäviä johtopäätöksiä koko yrityskaup-

pojen ilmiötä koskien Suomessa, vaan ennemminkin kysymyksenasetteluita ajattelun tueksi.

Joidenkin haastateltavien kertomuksissa ilmeni, että yrityskaupan läpiviennissä oli merkittäviä haasteita johtuen siitä, että yhdentymissuunnitelmaa ei ollut tehty. Kun yrityskaupan integraatiota ei aina ollut vastuutettu yrityksen sisällä millekään nimenomaiselle taholle, tietotaito yrityskaupan toteuttamisesta ei kertynyt yritykseen.

”Yrityskaupan integraatio-osaaminen puuttui sieltä ostavalta taholta. Se vähän niin kuin sysättiin meille, ja sitten se oli koko ajan sellaista suhmurointia. Kaupantekoprosessiin käytettiin aivan poskettoman paljon rahaa ja aikaa yrityskaupan kokoon nähden. Ostajan mentaliteetti oli sellainen, että he käyttivät paljon ulkoisia palveluita kaupan valmistelussa ja toteutuksessa. Valtava summa maksettiin erilaisille konsulteille, pankkiireille ja lakimiehille, mutta koska sisäisiä vastuuhenkilöitä ei ollut, kukaan ei oppinut prosessista juurikaan mitään ja osaaminen valui jonnekin muualle.”

Muuan haastateltava painotti omassa pohdinnassaan siitä, tulisiko kotimaisten yritysten Suomessa ottaa yritysostot voimakkaammin osaksi kasvustrategiaansa. Toinen haastateltava puolestaan pohti, kuinka myytävien yritysten omistajuus saataisiin nykyistä paremmin pysymään kotimaisessa omistuksessa myös yrityskaupan jälkeen. Hänen kertomuksessaan korostui ajatus siitä, tulisiko sukupolvenvaihdosten haastavuutta kotimaisissa yrityskaupoissa pyrkiä jollakin tavalla helpottamaan.

”Mielestäni meillä ei ole Suomessa hirveästi yrityksiä, joilla osana strategiaa on systemaattisesti tehdä yrityskauppoja ja kasvattaa yritystä ja sen kyvykkyksiä sitä kautta. Toki se on toimialariippuvaista, missä on hyvä tehdä yrityskauppoja ja missä ei. Tuntuu kuitenkin, että jos vertaa moniin muihin maihin, niin suomalaiset yritykset voisivat ottaa paljon enemmän riskejä sillä saralla ja sitä kautta kasvaa.”

”Meillä olisi yrityksen sisällä ollut halukkuutta nuoremmilla ottaa vastuu yritystoiminnan jatkamisesta, mutta tällaisen sukupolvenvaihdoksen tekeminen yrityskaupoissa on nykyisellään käytännössä lähes mahdotonta. Jos yrityksellä on hyvä myyntiarvo, eivät nuoret pysty mitenkään ostamaan sitä. Mietimme tähän sopivaa mallia yli puoli vuotta, mutta se meni verotuksellisesti

ja muutoinkin niin vaikeaksi ja riskialttiiksi, että yrityksen myyminen ulkomaille oli meille yksinkertaisesti paljon helpompaa. Olen kuitenkin aivan sataprosenttisen varma, että jos tähän olisi olemassa jokin toimiva malli hieman samoin kuin maatilojen sukupolvenvaihdoksissa, niin yrityksiä myytäisiin meiltä ulkomaille vähemmän. Meidän kohdallamme se olisi ainakin toiminut.”

Toisaalta verotusjärjestelmän merkitys yrityskauppojen toteutumista vaikeuttavana tekijänä nousi haastatteluisa esiin myös ulkomaille suunnattujen yrityskauppojen kohdalla. Eräs yrityksensä myynyt taho kuvaili asiaa haastattelussa seuraavasti:

”Yrityskaupoissa osakkeissa maksettavaan kauppasummaan liitetään usein 'lock-up' -järjestelyitä, joilla rajoitetaan sitä, kuinka pian osakkeet voidaan myydä eteenpäin. Kun Suomessa veroseuraamukset määrittyvät osakkeiden haltuun saamisen ajankohdan mukaan, jää myyjän kannettavaksi 'lock-up' -järjestelyn ajaksi riski osakepääoman menetyksestä ja henkilökohtaisesta konkurssista. Tämän välttääksemme vaadimme osan kauppasummasta käteisosuutena. Vaatimus oli kuitenkin vähällä kariuttaa koko yrityskaupan toteutumisen.”

Haastatteluissa ei ilmennyt, että yrityskauppojen osapuolet olisivat nähneet yrityskauppoja millään muotoa

Case 4

Heikosti valmisteltu yrityskauppa kriisiytti yhtiön toiminnan

Yrityskaupan kohteena oli laitevalmistukseen keskittyvä kotimainen teollisuusyritys. Kaupan ostajana ollut perheyritus ei ollut tietoisesti etsimässä yrityskauppaa, vaan päätös kaupasta syntyi otollisten tilanetekijöiden kautta. Ostajatahon tietoon tuli, että kilpailijayritys olisi myytävänä, jolloin todettiin, että yritysten toiminnot sopisivat hyvin yhteen toinen toistaan tukevasti.

Ostetulle yritykselle oli jo ennen yrityskauppaa laadittu hyvä tuotekehitysohjelma, ja kehitystoimintaa jatkettiin entisellään yrityskaupan jälkeen. Ostetussa yrityksessä oli emoyhtiötä pidemmälle kehitettyä brändiajattelua, ja molemmat toimijat ovatkin yrityskaupan jälkeen jatkaneet omilla brändeillään ja tuotemerkeillään.

Koska yrityskauppa oli tullut eteen hieman yllättäen ja odottamatta, yritysjohton palkitsemista ei ollut millään tavalla sidottu yrityskaupan onnistumiseen. Näin ollen integraatiosuunnitelma jäi kaupanteon yhteydessä kokonaan tekemättä. Yrityskaupan jälkeen yritysten yhdentymisessä ilmenikin useita odottamattomia haasteita.

Konsernin johtamisjärjestelmä kriisiytyi ja hajosi täysin yrityskaupan jälkeen. Ostetun yrityksen toimitusjohtaja oli tukeutunut työssään vahvasti pääomistajiin, ja kun nämä lähtivät, hän ei osannutkaan johtaa ostettua yritystä. Koko johtamisjärjestelmä oli rakennettava täysin uudelleen hallituksesta lähtien, ja kesti melkein pari vuotta ennen kuin ostetun yrityksen johtamisjärjestelmä saatiin jälleen toimimaan. Myös emoyhtiön puolella jouduttiin miettimään asioita kokonaan uusiksi. Konsernissa oli aikaisemmin vallinnut hyvin yhtiökeskeinen maailmankatsomus, jossa koko konsernin asioita päätettiin tosiasiallisesti suurimman tytäryhtiön hallituksessa. Yritystoston myötä koko konsernin johtamisjärjestelmä meni sekaisin, eikä sitä ole tähän päivään mennessä saatu täysin kuntoon.

Eräs ostopäätöksen taustalla vaikuttanut motiivi oli ostetun yrityksen ulkomaisista tytäryhtiöistä koostuva vientiorganisaatio, jota ostajayritys suunnitteli pystyvänsä hyödyntämään kansainvälisen kasvun tukena. Kaupan jälkeen kävi kuitenkin ilmi, ettei vientiorganisaatiota todellisuudessa ollutkaan, vaan ostetun yrityksen tytäryhtiöt muodostivat todellisuudessa lähinnä rasiskeen yhtiön toiminnalle. Yrityskauppa antoi kuitenkin alkusysäyksen kansainvälistymiskehitykselle. Puuttuva vientiorganisaatio rakennettiin uudelleen, ja kansainvälistymiskehitys sai siten uutta potkua.

Vaikeuksista huolimatta yrityskauppa koettiin taloudellisena onnistumisena, sillä molemmat yksiköt ovat kyenneet sen myötä parantamaan taloudellista tulostaan. Konsernin näkemys kuitenkin on, että suurimmat synergiahätydyt ovat vielä yhä yrityskaupan osalta saavuttamatta. Niiden hyödyntämiseen yhtiössä aiotaankin paneutua seuraavaksi.

negatiivisena asiana talouden kannalta. Päinvastoin ennemminkin yrityskaupat koettiin positiivisena voimana, joka edesauttaa talouden uudistumista ja kilpailukykyä:

”Monilla ihmisillä on negatiivinen käsitys yrityskaupoista. Ajatellaan, että joku iso tulee ja ostaa sen pienen ja sitten sulkee sen, ja tulee iso joukko työttömiä ihmisiä. Mutta eihän se niin toimi. Ei kenelläkään ole niin isoa rahakukkaroa, että voisi kulkea ympäri maailmaa sulkemassa yrityksiä. Kyllä siinä yrityskaupassa aina

on joku idea ja ansainta-ajatus mukana, että miksi se kauppa tehdään.”

”Näin laajemmassa skaalassa, aina kun yritys ostetaan, niin yrittäjät, jotka ovat sen luoneet, hehän saavat siitä varallisuutta ja aika monessa tapauksessa sijoittavat sitä eteenpäin uuden yritystoiminnan luomiseen ja kasvattamiseen. Kyllä sillä varmaankin positiivisia vaikutuksia on, koska tavalla tai toisella sitä varallisuutta lähtee eteenpäin.”

Case 5 Teknologiayritys pettyi tuotekehitykseen Suomessa

Yrityskaupan kohteena oli suomalaisomisteinen kansainvälinen teknologiayritys. Koska yrityksen toimialalla ei tyypillisesti liikkunut suuria määriä riskipääomaa, yritys koki kasvupääoman rahoittamisen hyvin haastavaksi.

Yrityksen kotipaikka sijaitsi ulkomailla, eikä sillä ollut myyntiä Suomessa. Suomen julkisten innovaatorahoitustoimijoiden kanssa käytyjen keskustelujen pohjalta yhtiö päätyi siirtämään pääkonttorinsa ja tuotekehitystoimintonsa Suomeen sillä ajatuksella, että toimintaan olisi mahdollista täällä saada julkisia innovaatiotukia.

Kotipaikkavaihdoksen jälkeen yrityksen tutkimus- ja kehitystoiminta osoittautui kuitenkin Suomessa varsin kankeaksi. Koska yrityksen teknologiakehitys oli omalaatuista ja teknisesti haastava, ei julkisella toimijalla ollut siihen tarvittavaa osaamista käytännössä katsoen lainkaan. Näin ollen yritys koki hyvin haastavaksi saada julkista rahoitusta tuotekehityksensä tueksi lukuisista yrityksistä huolimatta. Yritys myös totesi, että yksityinen tutkimus- ja kehitysrahoitus ohjautui alalla täysin sen perusteella, miten julkiset toimijat osallistuivat tuotekehityshankkeiden rahoittamiseen. Koska julkista tukea kehittämiseen ei Suomessa saatu, eikä viestintä julkisten ja yksityisten sijoittajien välillä toiminut, yksityiset sijoittajat näkivät Suomen maariskinä alan julkisen osaamisen suhteen.

Ennen pitkää yritys ei nähnyt muuta vaihtoehtoa kuin siirtää toimintansa kokonaan pois Suomesta, ja yritys myytiin ulkomaiseen omistukseen. Yrityksen ostaneella yhtiöllä oli vahva tuotekehitystausta ja laaja kumppaniverkosto kyseisellä toimialalla. Ostettu yritys kasvoi voimakkaasti yrityskaupan jälkeen, ja myös tutkimus- ja kehitystoiminta laajentui selvästi. Yrityksen osaamis pohja, tuotevalikoima ja myyntikanavat paranivat. Rahoituksen saaminen helpottui, mutta rahoituskustannukset kallistuivat omistajavaihdoksen jälkeen.

Kaupan jälkeen yritys on jatkanut toimintaansa omalla brändillään ja omilla tuotemerkeillään, mutta konsernin tuoteportfolio on tullut osaksi yrityksen myyntivalikoimaa. Emoyhtiö ei ollut aiemmin myynyt omia tuotteitaan kotimaansa ulkopuolelle, joten ostetun yrityksen kansainvälinen verkosto on ollut ulkomaanmyynnissä hyödyksi. Ostetun yrityksen omien tuotteiden ristiinmyynti on vastavuoroisesti ollut kuitenkin uuden omistajan kotimaassa odotettua heikompaa.

Yrityksen toimintaan liittyy keskeisenä osana patentteja. Niitä ei kuitenkaan yrityskaupan myötä ole siirretty pois Suomesta, sillä Suomen on katsottu olevan hyvä aineettoman omaisuuden suojausmaa. Yhtenä konkreettisena erona aiempaan nähden yrityksen patentteja on kuitenkin yrityskaupan jälkeen käytetty rahoituksen vakuutena aiempaa voimakkaammin.

Yrityskauppa ulkomaille aiheutti henkilöstön osalta kulttuurisokkia ja vastakkainasettelua. Työntekijät eivät aina ymmärtäneet uusien prosessien tarkoitusta, eikä yrityksen pitkän linjan osajia aina uuden omistajan päätöksissä kuunneltu. Toimitusjohtaja kuvaili asiaa seuraavin sanakääntein: *”Jäi sellainen olo, että he ostivat vain firman, mutta eivät työntekijöitä.”*

4.7 Yhteenveto ja johtopäätökset laadullisen analyysin tuloksista

Haastatteluissa tuli selvästi ilmi, että yrityskauppoja tehdään monista eri syistä. Aiempien omistajien myyntimotiiveina nousivat esiin muun muassa sukupolvenvaihdostilanteet. Osa näistä oli tilanteita, joissa aiemmasta omistajakunnasta yksi oli halunnut luopua omistuksestaan, mutta lopulta kaikki entiset omistajat olivat päättäneet luopua omistuksestaan. Esiin tuli myös tilanteita, jossa johto tai nuorempi sukupolvi olisi halunnut tulla omistajiksi, mutta eivät sitä pystyneet tekemään yrityskaupan vaatimasta rahoituksesta johtuen.

Ulkomaisten ostajien motiivina oli usein laajentuminen uusille markkinoille. Tällöin ostaja käytti yrityskauppaa keinona tulla Suomen markkinoille. Usein ostaja osti Suomesta yrityksen, jolla oli täällä vahva markkina-asema. Käytännössä kohteiksi valikoitui yrityksiä, jotka olivat markkina-asemaltaan kahden tai kolmen parhaan joukossa. Haastatteluissa ei tullut vastaan lainkaan tilanteita, joissa ostaja olisi ostanut vaikeuksissa olevan yrityksen ja pyrkinyt omilla toimillaan nostamaan sen kuntoon.

Useimmissa haastatelluissa yrityksissä yrityskaupan vaikutukset innovaatiotoimintaan olivat jääneet vähäisiksi. Yhdessäkään tapauksessa innovaatiotoimintaa ei oltu Suomesta lopetettu. Maininnan arvoista on kuitenkin se, että joissakin tapauksissa ostaja oli aktiivisesti muuttanut kehitystoimintaa siten, että asiakasräätelöinnin sijasta panostettiin enemmän tuotteen/tuotteiden kehitykseen. Tämä mahdollistaa paremman skaalautuvuuden. Aineettomaan omaisuuteen kohdistuvat vaikutukset olivat haastatelluissa yrityksissä kahtalaisia. Yhtäältä jotkut ostajat halusivat, että kaikki konsernin yksiköt toimivat saman brändin alla. Tällöin ostokohde ei kaupan jälkeen enää käytetty sen omaa yritysnimeä tai tuotenimiä, vaan kaikki tulivat konsernibrändin alle. Toisaalta osa ostajayrityksistä teki täsmälleen päinvastoin. Ne halusivat, että ostokohde jatkaa aieman brändinsä ja tunnettutensa hyödyntämistä ilman, että omistajayrityksen brändiä hyödynnetään asiakkaiden suuntaan juuri mitenkään.

Omistusmuutosten selkein vaikutus olivat aiempaa korkeammat tavoitteet. Ostajat halusivat parempaa kannattavuutta. Tavoitteiden saavuttamista ja yritysten tilannetta seurattiin yleensä selvästi aiempaa enemmän.

Ostokohteille tämä merkitsi selvästi lisääntyneitä raportointia emoyhtiön suuntaan.

Useassa haastattelussa nousivat esiin vaikutukset johtamiskäytäntöihin ja prosesseihin. Nämä koskivat usein tilanteita, joissa ostaja oli Pohjois-Amerikasta tai joilla oli sinne selvä kytkös. Ostokohteissa koettiin, että yrityskauppa oli parantanut ja selkeyttänyt yritysten toimintatapoja. Erityisesti nämä paremmat toimintatavat koskivat henkilöstöhallintoa ja taloushallintoa.

Haastatteluissa ja yrityskauppa-caseissa tuli selvästi ilmi kaksi erilaista omistajastrategiaa koskien ostokohteiden integroimista ostajayrityksen toimintaan. Jotkut ostajat haluavat nopeasti yhdistää ostetun yrityksen osaksi konsernia ja häivyttää sen paikallisen brändin ja toimintatavat. Jos kyseisellä konsernilla on Suomessa useampia yrityksiä, niiden aiemmat y-tunnukset yleensä häviävät, kun nämä sulautetaan yhteen.

5 Yhteenveto ja johtopäätökset

Tässä tutkimuksessa tarkastelimme, millaiset taustatekijät ovat vaikuttaneet siihen, että yritys päättyy yrityskaupan kohteeksi, ja millaisia vaikutuksia yrityskaupoilla on ollut kohdeyritysten taloudelliseen kehitykseen. Tilastollisen aineiston tutkimusotoksessa oli vuosilta 2009–2018 kaikkiaan lähes 2 000 yrityskauppaa, joista ulkomaisten ostajien osuus oli hieman yli neljännes. Laadullinen tarkastelu puolestaan sisälsi 19 haastattelua, joista 16 oli myyjäpuolen ja kolme ostajatahojen haastatteluita.

Innovatiivisuus houkuttaa ulkomaisia ostajia

Etenkin ulkomaisten ostajien kohdalla havaitsimme, että kohdeyrityksen innovaatiotoiminnalla on ollut selkeä yhteys yrityskaupan todennäköisyyteen. Ulkomaiset ostajat ovat siis olleet kiinnostuneita suomalaisten yritysten kehittämästä teknologiasta ja osaamisesta.

Myös pääomasijoitusten ja yrityskauppojen välillä oli positiivinen yhteys sekä kotimaisten että ulkomaisten ostajien tapauksissa. Tämä on varsin luonnollista, koska

pääomasijoittajat irtautuvat jossain vaiheessa sijoituskohteistaan, ja yksi tapa irtautua on kohdeyrityksen myynti esimerkiksi toiselle samalla alalla toimivalle yritykselle.

Ulkomaisilla yrityskaupoilla ei vaikutusta ostokohteiden tuottavuuteen eikä arvonlisään

Yrityskaupan jälkeen ulkomaiseen omistukseen siirtyneissä yrityksissä ei havaittu merkittäviä muutoksia niiden taloudellisessa kehityksessä arvonlisäyksen suhteen verrattuna samankaltaisiin yrityksiin, joissa yrityskaupaa ei ollut tapahtunut. Arvonlisäyksen kasvu olisi ollut kansantalouden kannalta tärkeää, sillä yritystasolla laskettu arvonlisä vastaa käsitteellisesti bruttokansantuetta kansantalouden tasolla.

Samansuuntainen tulos koski myös tuottavuutta ja vakavaraisuutta. Ulkomaalaisomistukseen siirtyminen ei keskimäärin johtanut ostokohteiden tuottavuuden kasvuun eikä vakavaraisuuden paranemiseen. On syytä korostaa, että nämä tulokset perustuvat laajalla aineistolla saatuihin analyysiin. Ne kuvaavat sitä, mitä keskimäärin on tapahtunut yrityskaupan jälkeen. Yksittäisissä tapauksissa tuottavuus voi olla kasvanut selvästikin, kuten tässä tutkimuksessa tehdyissä haastatteluissakin tuli ilmi. Näin ei kuitenkaan keskimäärin ole tapahtunut.

Palveluvienti ja -tuonti kasvoivat ulkomaalaisomistukseen siirtymisen jälkeen, mutta niiden rooli jää pieneksi

Sen sijaan palveluiden ulkomaankauppa EU-maihin kasvoi yrityskauppaa seuraavina vuosina sekä viennin että tuonnin osalta. Palveluiden tuonti lisääntyi etenkin innovaatiotoimintaa ennen yrityskauppaa harjoittamattomissa kohdeyrityksissä. Palveluvienti puolestaan lisääntyi selkeämmin innovaatiotoimintaa harjoittaneissa yrityksissä. Palveluviennin osuus kohdeyritysten liikevaihdosta oli kuitenkin keskimäärin alhainen, vain noin 1–2 prosentin luokkaa, ja sen kasvulla ei näyttäisi olleen merkittävää vaikutusta koko liikevaihdon kehitykseen. Lisäksi palveluviennin ja -tuonnin arvot ennen yrityskauppaa ja niiden muutokset yrityskaupan jälkeisinä vuosina olivat keskimäärin varsin lähellä toisiaan, joten niiden nettovaikutus yritysten liiketoimintaan ei ollut merkittävää. Palveluviennin kasvua havaittiin myös kotimais-

ten ostajien kohdeyrityksissä kaupan jälkeisinä vuosina, mutta niissäkin sen merkitys koko liikevaihtoon oli keskimäärin vähäinen.

Kotimaisten yrityskauppojen jälkeen vakavaraisuus heikkeni hieman

Lisäksi kotimaisten ostajien kohdeyrityksissä tapahtui kaupan jälkeisinä vuosina vakavaraisuuden heikkenemistä. Kotimaisten ostajien innovaatiotoimintaa harjoittaneiden kohdeyritysten työllisyyden, arvonlisäyksen ja kannattavuuden osalta saatiin jonkin verran negatiivisia signaaleja yrityskauppaa seuranneina vuosina. Näitä havaintoja saattavat selittää yrityskaupan jälkeen tehdyt toimintojen yhdistämiseen liittyvät saneeraustoimet, joilla on voitu esimerkiksi purkaa päällekkäisiä toimintoja tai järjestellä liiketoimintoja uudelleen.

Yrityskauppojen vaikutuksia t&k-toimintaan ja aineettomaan omaisuuteen

Haastattelujen perusteella yrityskaupoilla ei useimmissa tapauksissa ollut merkittävää vaikutusta t&k-toiminnan laajuuteen. T&k-toimintaa harjoitettiin yrityksissä yleensä suurin piirtein samassa mitassa kuin aiemminkin. Sen sijaan yrityskaupoilla oli useissa haastatelluissa yrityksissä ollut vaikutusta t&k-toiminnan sisältöön. Ennen yrityskauppaa näissä yrityksissä oli usein tehty asiakaskohtaista räätälöintiä. Kun yritys oli ostettu, voimavaroja suunnattiin enemmän varsinaisen tuotteen tai palvelun kehitykseen kuin räätälöintiin. Tarjontaa pyrittiin siis tuotteistamaan aiempaa enemmän.

Aineettomaan omaisuuteen liittyvät yrityskauppavaikutukset koskivat haastatelluissa yrityksissä yleensä brändiä ja tuotemerkkejä. Näissä vaikutuksissa oli selvä kah-tiajakaisuus. Osa ostajista haluaa yhdistää konserninosat mahdollisimman tiiviisti toisiinsa, mikä merkitsee myös brändin yhtenäistämistä. Tällöin yrityskauppakohteiden vanha brändi ajettiin alas ja alettiin käyttää vain konserninlaajuisia brändejä ja tuotemerkkejä. Sen sijaan joillakin toisilla konserneilla on päinvastainen strategia. Ne pyrkivät hyötymään ostokohteiden tunnettuudesta ja niiden brändistä. Nämä kaksi päinvastaista lähestymistapaa liittyivät konsernitasoihin strategioihin koskien sitä, miten tiiviisti konserninosat halutaan muokata yhdenmukaisiksi.

Yrityskauppojen osaamisvaikutukset

Useissa haastatelluissa yrityksissä tuli esiin se, että yrityskaupan myötä ostettavan yrityksen osaaminen oli kasvanut koskien johtamista. Lisäksi kaupan myötä toimintatavat olivat parantuneet. Johtamisen parantuminen koski yleensä henkilöstöhallintoa, johon oli saatu konsernin muilta yksiköiltä sekä apua että tietojärjestelmiä. Myös tavoitteenasetannan koettiin yrityskaupan jälkeen selkeytyneen. Usein tämä oli merkinnyt myös aiempaa korkeampia kannattavuustavoitteita ja niiden seuranta.

Yksikään haastatelluista yrityksistä ei maininnut, että he olisivat saaneet yrityskaupan jälkeen teknistä osaamista lisää. Osaamisen kasvu koski siis muuta kuin teknistä osaamista.

Tuoko yrityskauppa pääsyn kansainvälisiin verkostoihin ja ekosysteemeihin?

Yrityksen tuleminen osaksi suurempaa konsernia voi vaikuttaa siihen, että yritys pääsee hyötymään konsernin myynti- ja markkinointikanavista. Haastatelluissa yrityksissä tämä potentiaali ei useimmissa tapauksissa ollut realisoitunut. Hyvin monessa tapauksessa tämä mahdollisuus oli tunnistettu ja toivottu, mutta käytännössä näin ei ollut tapahtunut.

Muutamissa haastatelluissa tuli ilmi yritys-koon merkitys. Tällöin itsenäisenä toimineen pienehkön yrityksen oli aiemmin ollut vaikea saada myytyä tuotteitaan tai palvelujaan suurille, monikansallisille yrityksille. Yrityskaupan jälkeen näiden yritysten uskottavuus oli kasvanut. Näin ne pystyivät osallistumaan suurten yritysten järjestämiin tarjouskilpailuihin ja pärjäämään niissä. Ilman suurempaa yrityskokoa ne eivät omien näkemystensä mukaan olisi pystyneet sitä tekemään.

Usein yrityskauppa oli merkinnyt sitä, että joitain tukitoimintoja ostetaan konsernin tai emoyhtiön määräämillä tahoilta. Yleisimmin tämä koski IT-tukea. Konsernilla oli tällöin sopimus jonkin IT-yrityksen kanssa tämän tuen antamisesta ja kaikkien konsernin osien tuli käyttää tätä toimittajaa. Joissain tapauksissa vastaava käytäntö koski rahteja ja kuljetusta. Nämä palvelut tuli ostaa tahoilta, joiden kanssa konsernilla oli sopimus.

Miltä yrityskaupat näyttävät kilpailupolitiikan näkökulmasta?

Tulosten perusteella yrityskaupoilla ei ollut vaikutusta ostokohteiden tulevaan kannattavuuteen. Mikäli yrityskauppa olisi johtanut kannattavuuden kasvuun, se olisi voinut johtua hinnoitteluvoiman kasvusta, mikä puolestaan olisi johtanut parempaan kannattavuuteen. Laajaan yritysaineistoon pohjautuvat tulokset kuitenkin osoittavat, että keskimäärin yrityskaupat eivät johda kauppakohteen kannattavuuden paranemiseen. Tällöin tulokset eivät siis anna viitettä kilpailun vähenemisestä. Toki on niin, että yksittäisissä yrityskaupoissa kilpailuvaikutuksia varmasti voi olla, mutta keskimäärin näin ei ole.

Lopuksi

Kun yrityksiä oli siirtynyt ulkomaiseen omistukseen, sillä ei keskimäärin ollut vaikutusta ostokohteiden arvonlisän, henkilöstömäärän eikä tuottavuuden kehitykseen. Periaatteessa vaikutuksia olisi voinut olla kumpaan suuntaan tahansa. Ulkomaiseen omistukseen siirtyneiden yritysten kehitys yrityskaupan jälkeen oli tulostemme mukaan siis samanlaista kuin vertailuryhmässä – ei parempaa, mutta ei huonompaakaan.

On mahdollista, että rahoitusmarkkinoiden epätäydellisydet vaikuttavat siihen, mistä ostaja löytyy. Mikäli kotimaasta ei olisi saatavilla rahoitusta yrityskaupan toteutumiseen, johtaisi tämä ulkomaisten ostajien painoarvon nousuun. Tämä kysymys oli kuitenkin tämän tutkimuksen ydinalueen ulkopuolella. Tässä tutkimuksessa ei myöskään pyritty tutkimaan sitä, missä määrin yrityksen myyneet entiset omistajat sijoittavat rahojaan uusien yritysten perustamiseen.

Liite

Tilastollisessa analyysissä käytettyjä tausta- ja tilinpäätösmuuttujia

Muuttuja	Selite
Liikevaihto	Liikevaihto (deflatoitu, 2019=100)
Henkilöstön määrä	Yrityksen henkilöstömäärä (kokoaikatyöllisiksi muutettuna)
Arvonlisäys	Arvonlisäys (defl. 2019=100), laskettu kaavalla: liiketulos + poistot + arvonalentumiset + henkilöstökulut
Työn tuottavuus	Arvonlisäys / henkilöstömäärä
Koko vienti	Tavaroiden ja palveluiden viennin arvo yhteensä (defl. 2019=100)
EU vienti yht.	Tavaroiden ja palveluiden viennin arvo EU-alueelle (defl. 2019=100)
Vienti EU:n ulkopuolelle	Tavaroiden ja palveluiden viennin arvo EU-alueen ulkopuolelle (defl. 2019=100)
EU vienti tavarat	Tavaroiden viennin arvo EU-alueelle (defl. 2019=100)
EU vienti palvelut	Palveluiden viennin arvo EU-alueelle (defl. 2019=100)
EU tuonti palvelut	Palveluiden tuonnin arvo EU-alueelle (defl. 2019=100)
Vienti/liikevaihto	Koko viennin osuus liikevaihdosta (%)
Yrityksen ikä	Yrityksen ikä (vuotta)
Liikevoitto-%	Liikevoitto / liikevaihto (%)
Sijoitetun pääoman tuotto	(Tulos ennen satunnaisia eriä + vieraan pääoman kulut) / ((Tuoreimman taseen loppusumma - korottomat velat) + (Edellisen taseen loppusumma - korottomat velat) / 2)
Vientiyritys	Saa arvon 1, mikäli yritys harjoittaa tavaravientiä, muuten 0
On ulkomailla tytäryrityksiä	Saa arvon 1, mikäli yrityksellä on ulkomailla tytäryrityksiä, muuten 0
Toimialaryhmittely	Toimialaluokka (Tol-2008)
ELY	ELY-keskusten alueluokitus
Saanut pääomasijoituksia	Saa arvon 1, mikäli yritys on saanut pääomasijoituksia ennen yrityskauppaa (tietoja vuodesta 2007 alkaen), muuten saa arvon 0
Saanut julkisia pääomasij.	Saa arvon 1, mikäli yritys on saanut julkisia pääomasijoituksia ennen yrityskauppaa (tietoja vuodesta 2007 alkaen), muuten saa arvon 0
Saanut yksityisiä pääomasij.	Saa arvon 1, mikäli yritys on saanut yksityisiä pääomasijoituksia ennen yrityskauppaa (tietoja vuodesta 2007 alkaen), muuten saa arvon 0
Tesi-sijoitus	Saa arvon 1, mikäli yritys on saanut Tesin sijoituksia ennen yrityskauppaa (tietoja vuodesta 1996 alkaen), muuten saa arvon 0
On patenttihakemuksia	Saa arvon 1, mikäli yritys on tehnyt patenttihakemuksia (EPO, US, FIN, PCT) ennen yrityskauppaa (tietoja vuodesta 2000 alkaen), muuten saa arvon 0
Kum. pat. hak. lkm	Kumulatiivinen patenttihakemusten summa patenttiperhekorjattuna (EPO, US, FIN, PCT)
BF-rahoitus, euroa	Saa arvon 1, mikäli yritykselle on myönnetty jonakin vuonna Business Finlandin avustuksia tai lainoja väh. 1000 euroa ennen yrityskauppaa (tietoja vuodesta 2008 alkaen), muuten saa arvon 0
Kum. BF-rahoitus	Kumulatiivinen BF-rahoitus vuodesta 2008 (defl. 2019=100)
Aineellinen om./tase	Aineellinen omaisuus / taseen loppusumma
Pääomaintensiteetti	Aineellinen omaisuus / henkilöstömäärä
Omavaraisuusaste	(oma pääoma + varaukset) / (taseen loppusumma - saadut ennakot)
Kassavirta/tase	(liiketulos + poistot - rahoituskulut - verot - osingot) / taseen loppusumma
Alhainen kasvu - runsaat voimavarat	Saa arvon 1, mikäli yrityksen liikevaihdon vuosikasvu on alle aineiston yritysten keskimääräisen liikevaihdon vuosikasvun ja taseen rahavarat/tase ylittää aineiston keskiarvon ja pitkäaikaiset velat/tase alittaa aineiston keskiarvon, muuten 0.
Nopea kasvu - alhaiset voimavarat	Saa arvon 1, mikäli yrityksen liikevaihdon vuosikasvu on yli aineiston yritysten keskimääräisen liikevaihdon vuosikasvun ja taseen rahavarat/tase alittaa aineiston keskiarvon ja pitkäaikaiset velat/tase ylittää aineiston keskiarvon, muuten 0.

Deflaattorina on käytetty bkt:n hinnan muutoksista muodostettua indeksiä, jossa perusvuotena on 2019.

Viitteet

- 1 Kirjallisuuskatsauksessa keskitytään ensisijaisesti parhaimmissa taloustieteen ja rahoituksen aikakauslehdissä noin viimeisen kymmenen vuoden aikana julkaistuihin, pääosin ekonometrisiin menetelmiin pohjautuviin tutkimuksiin. Tarkastelussa viitataan soveltuvien osien lisäksi viimeaikaisiin työpapereihin ja muuhun relevanttiin kirjallisuuteen.
- 2 Kaiken kaikkiaan yrityskaupat käsittävät noin 79 %, ensilistautumisannit (IPO:t) 6 % ja epäonnistumiset (alaskirjaukset) 15 % kaikista irtautumisista, kun tarkastellaan kaikkia venture capital, growth capital ja buyout-diilejä (Lerner ym., 2012; Lerner ym., 2009).
- 3 Finnveran pääomasijoitustoiminta väheni vuonna 2016, kun se myi 80 prosenttia Aloitusrahas-to Verasta Innovestorille (<https://www.finnvera.fi/finnvera/uutishuone/tiedotteet/finnvera-myy-suurimman-osan-omistuksestaan-aloitusrahasto-ve-ra-oyssa>). Vuonna 2021 Finnveran koko pääomasijoitustoiminta siirtyi Tesille (<https://www.finnvera.fi/finnvera/uutishuone/uutiset/finnveran-paaomasijoitustoiminta-siirtyy-tesille>). Business Finland Venture Capital Oy on puolestaan tehnyt vuodesta 2014 lähtien epäsuorasti sijoituksia startup-yrityksiin pääomasijoitusrahastojen kautta. Nämä rahastot olivat vuoteen 2021 mennessä tehneet sijoituksia noin 300 yritykseen (<https://www.businessfinland.fi/ajankoh-taista/uutiset/2021/julkinen-paaomasijoittaja-suoma-laisten-startupien-kilpailukyvyyn-edistajana2>).
- 4 Lisäksi yrityskaupan kohteiden kehityksen tarkaste-lussa mukana ovat vain yritykset, joiden y-tunnus ei vaihdu kaupan jälkeen. Käytettävissä olleessa tilas-toaineistossa ei pysty muiden yritysten osalta erot-telemaan, mitkä kohdeyritykset on sulautettu osta-jan liiketoimintoihin (ts. yritys katoaa oikeudellisena yksikkönä), mitkä on lopetettu kaupan jälkeen koko-naan ja mahdollisesti siirretty liiketoiminta ulkomail-le, ja mitkä ovat jatkaneet toimintaansa toisella y-tun-nuksella yrityskaupan jälkeen.
- 5 Aineistolähteessä vienti on laskettu EU-myyntiin ja 0-alv-myyntiin pohjalta. Aineistoon oli valmiiksi koo-dattu indikaattorimuuttuja siitä, onko vientitieto to-dennäköisesti vientiä vai kotimaan myyntiä perus-tuen yrityksen toimialaan (huomioiden siten esim. terveys- ja sosiaalipalvelujen verottomat myynnit ja kustannusalalta jäsenlehtien painosten veroton myyn-ti yleishyödyllisille yhteisöille). Käytimme analyysissä vain niitä tietoja, jotka oli indikoitu luotettaviksi. Li-säksi huomioimme vain vähintään 10 000 euron vuo-sitason tiedot, jotta satunnaiset tai arvoltaan vähäiset transaktiot eivät vääristäisi tulosten tulkintaa.
- 6 Teimme myös lisätarkastelun, jossa vertasimme ul-komaisten ja kotimaisten yrityskauppojen kohdeyri-tysten sekä verrokkiyritysten tuottavuuden kehitystä yrityskaupan jälkeisinä viitenä vuotena. Tämän tarkas-telun valossa kohdeyritysten tuottavuuskehityksessä on enemmän keskiarvosta poikkeavia suuria positiivisia ja negatiivisia muutoksia kuin verrokkiyrityksillä.
- 7 Innovaatioindikaattorimme ulkopuolelle jää aineisto-puutteista johtuen sellainen innovaatiotoiminta, jota ei ole voitu patentoida, kuten esim. tietokoneohjel-mistot ja useat muut palveluihin liittyvät innovaati-ot. Lisäksi yritykset voivat jättää tietoisesti patentoi-matta innovaatiotoimintansa tuloksia mm. siksi, että patentointi paljastaa yrityksen osaamista ja teknolo-giaa kilpailijoille (OECD, 2009). Näistä syistä johtu-en osalla ei-innovatiivisiksi luokitelluista yrityksistä saattaa todellisuudessa olla innovaatiotoimintaa.
- 8 Teimme vientianalyysien osalta kaksi toimialoihin liittyvää lisätarkastelua. Ensimmäisessä tarkastelus-sa poistimme estimointitoksesta kaikki sosiaali- ja terveysalan yritykset. Tämän toimialan poistaminen ei kuitenkaan oleellisesti muuttanut taulukoiden 3.6 ja 3.8 tuloksia. Toisessa lisäanalyysissä tarkastelim-me pelkästään ICT-alan yrityksiä. Tähän otokseen jäi varsin vähän yrityksiä, kaikkiaan ulkomaisten osta-mia oli 35 yritystä ja kotimaisten ostamia 54 yritys-tä. Ulkomaiseen omistukseen siirtyneissä yrityksissä sekä EU-palveluvienti että -tuonti lisääntyivät yritys-kaupan jälkeen, kuten koko aineiston estimoinneis-sakin. Tosin tulosten tilastollinen merkitsevyys oli heikompa. Lisäksi vienti-intensiteetin osalta saa-ttiin tilastollisesti heikkoja ($p < 0,10$) merkkejä nega-tiivisesta kehityksestä, samoin kuin EU-tavaravien-nin kehityksestä. Kotimaisten ostajien tapauksessa emme havainneet tilastollisesti merkitseviä muutok-sia vientimuuttujien osalta. Teimme näiden lisäksi vielä kolmannen lisätarkastelun, jossa analysoimme

ICT-alan osalta yrityskauppojen vaikutuksia kohdeyritysten työllisyyteen, liikevaihtoon, tuottavuuteen ja kannattavuuteen. Näissä analyyseissä ei havaittu tilastollisesti merkitseviä muutostrendejä kummankaan ostajatyypin osalta.

- ⁹ Peltopakka ym. (2016) tarkastelivat pienten ja keski suurten osaamisintensiivisten yritysten kehitystä yrityskaupan jälkeen. Mukana oli sekä kotimaisia kaupoja että sellaisia, joissa ostaja oli ulkomainen yritys. Tulosten mukaan ostetun yrityksen liikevaihto oli seuraavien kolmen vuoden aikana kasvanut peräti 60 % korkeammaksi kuin lähtötilanteessa. Kun ostaja oli ulkomainen yritys, vastaava luku oli runsaat 30 %. Sen sijaan mediaaneja tarkastellessa ero oli toisin päin eli ulkomaisten ostajien kohdalla liikevaihdon kasvuluvut olivat korkeampia. Kirjoittajat kuitenkin toteavat, että kyse ei ole välttämättä syy-seuraussuhteesta, koska varsinaista vertailuryhmää ei muodostettu. Juuri tähän puutteeseen olemme kiinnittäneet erityistä huomiota: pyrimme tässä tutkimuksessa nimenomaan tarkastelemaan yrityskauppojen syy-seuraussuhteita.

Kirjallisuus

Aghion, P., Bloom, N., Blundell, R., Griffith, R. & Howitt, P. (2005). Competition and Innovation: an Inverted-U Relationship. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(2), 701–728. doi: 10.1093/qje/120.2.701

Aghion, P., Van Reenen, J. & Zingales, L. (2013). Innovation and Institutional Ownership. *American Economic Review*, 103(1), 277–304. doi: 10.1257/aer.103.1.277

Ali-Yrkkö, J. (2007). *Ulkomaalaisomistuksen vaikutus yritysten kasvuun*. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos, Keskusteluaiheita – Discussion papers No. 1081.

Ali-Yrkkö, J., Hyytinen, A. & Liukkonen, J. (2003). Exiting Venture Capital Investments: Lessons from Finland. In A. Hyytinen & M. Pajarinen (Eds.), *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives*, 135–176. Helsinki: Taloustieto Ltd.

Andrade, G., Mitchell, M. & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103–120. doi: 10.1257/jep.15.2.103

Balsvik, R. & Haller, S. A. (2010). Picking ‘Lemons’ or Picking ‘Cherries’? Domestic and Foreign Acquisitions in Norwegian Manufacturing. *Scandinavian Journal of Economics*, 112(2), 361–387. doi: 10.1111/j.1467-9442.2010.01606.x

Bandick, R., Görg, H. & Karpaty, P. (2014). Foreign Acquisitions, Domestic Multinationals, and R&D. *The Scandinavian Journal of Economics*, 116(4), 1091–1115. doi: <https://doi.org/10.1111/sjoe.12071>

Bandick, R. & Karpaty, P. (2011). Employment Effects of Foreign Acquisition. *International Review of Economics and Finance*, 20(2), 211–224. Retrieved from 10.1016/j.iref.2010.06.001

Bastos, P., Monteiro, N. P. & Straume, O. R. (2018). Foreign acquisition and internal organization. *Journal of International Economics*, 114, 143–163. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2018.06.003>

- Bena, J. & Li, K.** (2014). Corporate Innovations and Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 69(5), 1923–1960. doi: <https://doi.org/10.1111/jofi.12059>
- Bertrand, O.** (2009). Effects of foreign acquisitions on R&D activity: Evidence from firm-level data for France. *Research Policy*, 38(6), 1021–1031. doi: <https://doi.org/10.1016/j.respol.2009.03.001>
- Blackwell, M., Iacus, S., King, G. & Porro, G.** (2009). Cem: Coarsened Exact Matching in Stata. *The Stata Journal*, 9(4), 524–546. doi: [10.1177/1536867X0900900402](https://doi.org/10.1177/1536867X0900900402)
- Cabral, L.** (2021). Merger policy in digital industries. *Information Economics and Policy*, 54, 100866. doi: <https://doi.org/10.1016/j.infoecopol.2020.100866>
- Criscuolo, C. & Martin, R.** (2009). Multinationals and U.S. Productivity Leadership: Evidence from Great Britain. *Review of Economics and Statistics*, 91(2), 263–281. doi: <http://www.mitpressjournals.org/loi/rest>
- Cunningham, C., Ederer, F. & Ma, S.** (2021). Killer Acquisitions. *Journal of Political Economy*, 129(3), 649–702. doi: [10.1086/712506](https://doi.org/10.1086/712506)
- Davis, S. J., Haltiwanger, J., Handley, K., Jarmin, R., Lerner, J. & Miranda, J.** (2014). Private Equity, Jobs, and Productivity. *American Economic Review*, 104(12), 3956–3990. doi: [10.1257/aer.104.12.3956](https://doi.org/10.1257/aer.104.12.3956)
- Davis, S. J., Haltiwanger, J., Handley, K., Lipsius, B., Lerner, J. & Miranda, J.** (2019). The Economic Effects of Private Equity Buyouts. *Working Papers – Harvard Business School Division of Research*, 1–66.
- Desyllas, P. & Hughes, A.** (2010). Do high technology acquirers become more innovative? *Research Policy*, 39(8), 1105–1121. doi: <https://doi.org/10.1016/j.respol.2010.05.005>
- Erel, I., Liao, R. C. & Weisbach, M. S.** (2012). Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 67(3), 1045–1082. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/23261333>
- Falk, M.** (2008). Effects of Foreign Ownership On Innovation Activities: Empirical Evidence for Twelve European Countries. *National Institute Economic Review*, 204(1), 85–97. doi: [10.1177/00279501082040011001](https://doi.org/10.1177/00279501082040011001)
- Ferreira, M. A., Massa, M. & Matos, P.** (2009). Shareholders at the Gate? Institutional Investors and Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Review of Financial Studies*, 23(2), 601–644. doi: [10.1093/rfs/hhp070](https://doi.org/10.1093/rfs/hhp070)
- Guadalupe, M., Kuzmina, O. & Thomas, C.** (2012). Innovation and Foreign Ownership. *The American Economic Review*, 102(7), 3594–3627. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/41724647>
- Harris, R. & Robinson, C.** (2002). The Effect of Foreign Acquisitions on Total Factor Productivity: Plant-Level Evidence from U.K. Manufacturing, 1987–1992. *The Review of Economics and Statistics*, 84(3), 562–568. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/3211572>
- Haucap, J., Rasch, A. & Stiebale, J.** (2019). How mergers affect innovation: Theory and evidence. *International Journal of Industrial Organization*, 63, 283–325. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ijindorg.2018.10.003>
- Huttunen, K.** (2007). The Effect of Foreign Acquisition on Employment and Wages: Evidence from Finnish Establishments. *The Review of Economics and Statistics*, 89(3), 497–509. doi: [10.1162/rest.89.3.497](https://doi.org/10.1162/rest.89.3.497)
- Hyytinen, A., Ali-Yrkkö, J. & Pajarinen, M.** (2005). Does patenting increase the probability of being acquired? Evidence from cross-border and domestic acquisitions. *Applied Financial Economics*, 15, 1007–1017. doi: [10.1080/09603100500186978](https://doi.org/10.1080/09603100500186978)
- Iacus, S. M., King, G. & Porro, G.** (2011). Multivariate Matching Methods That Are Monotonic Imbalance Bounding. *Journal of the American Statistical Association*, 106(493), 345–361. doi: [10.1198/jasa.2011.tm09599](https://doi.org/10.1198/jasa.2011.tm09599)
- Iacus, S. M., King, G. & Porro, G.** (2012). Causal Inference without Balance Checking: Coarsened Exact Matching. *Political Analysis*, 20(1), 1–24. doi: [10.1093/pan/mpr013](https://doi.org/10.1093/pan/mpr013)

- Iacus, S. M., King, G. & Porro, G.** (2019). A Theory of Statistical Inference for Matching Methods in Causal Research. *Political Analysis*, 27(1), 46–68. doi: 10.1017/pan.2018.29
- Imbens, G. W. & Wooldridge, J. M.** (2009). Recent Developments in the Econometrics of Program Evaluation. *Journal of Economic Literature*, 47(1), 5–86. doi: 10.1257/jel.47.1.5
- Jensen, M. C.** (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323.
- Jovanovic, B. & Rousseau, P. L.** (2008). Mergers as Reallocation. *The Review of Economics and Statistics*, 90(4), 765–776. doi: 10.1162/rest.90.4.765
- Kaitila, V.** (2012). *Miten Suomessa toimivat ulkomaiset yritykset eroavat suomalaisessa omistuksessa olevista yritysistä?* Elinkeinoelämän tutkimuslaitos, Keskusteluaiheita – Discussion Papers, No. 1279.
- Kamepalli, S. K., Rajan, R. & Zingales, L.** (2021). *Kill Zone*. National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 27146. doi: 10.3386/w27146
- Kang, N.-H. & Johansson, S.** (2000). *Cross-Border Mergers and Acquisitions*. OECD Science, Technology and Industry Working Papers 2000/01. Retrieved from <https://www.oecd-ilibrary.org/content/paper/137157251088>
- Karpaty, P.** (2007). Productivity Effects of Foreign Acquisitions in Swedish Manufacturing: The FDI Productivity Issue Revisited. *International Journal of the Economics of Business*, 14(2), 241–260. doi: 10.1080/13571510701344038
- Koski, H., Kässi, O. & Braesemann, F.** (2020). *Killers on the road of emerging start-ups: implications for market entry and venture capital financing*. ETLA Working Papers No 81. <http://pub.etla.fi/ETLA-Working-Papers-81.pdf>.
- Lehto, E. & Böckerman, P.** (2008). Analysing the employment effects of mergers and acquisitions. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 68(1), 112–124. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2008.03.002>
- Lerner, J., Leamon, A. & Hardyman, F.** (2012). *Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship*. John Wiley & Sons, Inc.
- Lerner, J., Sorensen, M. & Strömberg, P.** (2009). *What Drives Private Equity Activity and Success Globally?* Globalization of Alternative Investments Working Papers Volume 2: The Global Economic Impact of Private Equity Report. The World Economic Forum USA, 2009. New York.
- Luong, H., Moshirian, F., Nguyen, L., Tian, X. & Zhang, B.** (2017). How Do Foreign Institutional Investors Enhance Firm Innovation? *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 52(4), 1449–1490. doi: 10.1017/S0022109017000497
- Maksimovic, V., Phillips, G. & Prabhala, N. R.** (2011). Post-merger restructuring and the boundaries of the firm. *Journal of Financial Economics*, 102(2), 317–343. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.05.013>
- OECD** (2009). *OECD Patent Statistics Manual*.
- Ornaghi, C.** (2009). Mergers and innovation in big pharma. *International Journal of Industrial Organization*, 27(1), 70–79. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ijindorg.2008.04.003>
- Peltopakka, J., Lahtinen, N., Voipio, A., Ilmari, M., Landowski, E. & Kajala, J.** (2016). *Teknologia- ja osaaamisintensiivisten yritysten kaupat Suomessa. Kuka syö rusinat pullasta?* Tekes.
- Phillips, G. M. & Zhdanov, A.** (2013). R&D and the Incentives from Merger and Acquisition Activity. *The Review of Financial Studies*, 26(1), 34–78. doi: 10.1093/rfs/hhs109
- Phillips, G. M. & Zhdanov, A.** (2017). *Venture Capital Investments and Merger and Acquisition Activity Around the World*. NBER Working Paper No. 24082.
- Rossi, S. & Volpin, P. F.** (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277–304. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.10.001>

Siedschlag, I., Kaitila, V., Quinn, J. M. & Zhang, X.

(2014). International Investment and Firm Performance: Empirical Evidence from Small Open Economies. *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik / Journal of Economics and Statistics*, 234(6), 662–687. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/24614882>

Stiebale, J. (2013). The impact of cross-border mergers and acquisitions on the acquirers' R&D – Firm-level evidence. *International Journal of Industrial Organization*, 31(4), 307–321. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ijindorg.2013.04.005>

Stiebale, J. (2016). Cross-border M&As and innovative activity of acquiring and target firms. *Journal of International Economics*, 99, 1–15. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2015.12.005>

Stiebale, J. & Reize, F. (2011). The impact of FDI through mergers and acquisitions on innovation in target firms. *International Journal of Industrial Organization*, 29(2), 155–167. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ijindorg.2010.06.003>

Stiebale, J. & Trax, M. (2011). The effects of cross-border M&As on the acquirers' domestic performance: firm-level evidence. *The Canadian Journal of Economics / Revue canadienne d'Économie*, 44(3), 957–990. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/41336394>

Szücs, F. (2014). M&A and R&D: Asymmetric Effects on acquirers and targets? *Research Policy*, 43(7), 1264–1273. doi: <https://doi.org/10.1016/j.respol.2014.03.007>

Wooldridge, J. M. (2013). *Introductory Econometrics: A Modern Approach, 5th edition*. South-Western.

ETLA



Elinkeinoelämän tutkimuslaitos

ETLA Economic Research

ISSN-L 2323-2447,
ISSN 2323-2447,
ISSN 2323-2455 (Pdf)

Kustantaja: Taloustieto Oy

Puh. 09-609 900
www.etla.fi
etunimi.sukunimi@etla.fi

Arkadiankatu 23 B
00100 Helsinki
