

Palvelualan yrityskaupat – millaisia yrityksiä ostetaan ja mitä yrityskaupasta seuraa?



Ilkka Ylhäinen

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos
ilkka.ylhainen@etla.fi

Mika Pajarinen

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos
mika.pajarinen@etla.fi

Suosittelava lähdeviittaus:

Ylhäinen, Ilkka & Pajarinen, Mika (30.11.2023).

”Palvelualan yrityskaupat – millaisia yrityksiä ostetaan ja mitä yrityskaupasta seuraa?”.

ETLA Raportti No 143.

<https://pub.etla.fi/ETLA-Raportit-Reports-143.pdf>

Tiivistelmä

Tarkastelemme tutkimuksessa palvelualan yritys-
siin kohdistuvia yrityskauppoja ja ulkomaalaisomis-
tukseen siirtymisen vaikutuksia. Analyysi toteutettiin
1 243 palvelualan yrityskauppaa sisältävällä yritysta-
son aineistolla, joka kattaa aikavälin 2009–2018. Ulko-
maisten yrityskauppojen lukumäärät ovat suurimmat
sote-palveluissa, liike-elämän palveluissa ja kaupan
alalla; osuudet ovat suurimmat sote-alalla, IT-palve-
luissa ja viestinnässä. Ulkomaisten yrityskauppojen
kohteiksi päätyvät todennäköisimmin suuremmat ja
alhaisemman kassavirran yritykset sekä yritykset, joi-
den kasvu ja resurssit ovat epätasapainossa. Yritys-
kaupan jälkeen kohdeyritysten omavaraisuusaste ja
tulos ennen veroja laskevat, mutta vaikutukset kas-
vuun ja työllisyyteen jäävät vähäisiksi.

Abstract

Mergers and Acquisitions in the Service Sector

We examined mergers and acquisitions in the service sector and the effects of the transition to foreign ownership. We analyzed firm-level data encompassing 1,243 service sector acquisitions that occurred from 2009–2018. The most foreign acquisitions occurred in the health and social services, business services, and trade; the largest shares were noted in health and social services, IT services, and communication. Larger firms with lower levels of cash flow and firms characterized by a growth-resource imbalance were most likely to be the targets of foreign acquisitions. After an acquisition, the target company's equity ratio and profit before taxes decreased; however, effects on growth and employment remained limited.

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

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

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

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

Kiitokset: Kiitämme Palta ry:tä hankkeen rahoituksesta.

Acknowledgements: We thank Palta for funding this project.

Avainsanat: Yrityskauppa, Palveluala, Ulkomaalaisomistus, Ulkomainen yritys

Keywords: Mergers and acquisitions, Service sector, Foreign ownership, Foreign company

JEL: F23, F61, G34, L80

Sisällys

1	Johdanto.....	4
2	Aineisto	5
3	Kuvaileva tilastoanalyysi	5
4	Millaiset yritykset tulevat ulkomaisten yritysten ostamiksi?	7
5	Ulkomaiseen omistukseen siirtymisen vaikutukset.....	9
6	Johtopäätökset.....	11
	Viitteet	12
	Kirjallisuus	13

1 Johdanto

Maailmanlaajuudessa tarkastelussa rajat ylittävät yritys-kaupat ovat käsittäneet noin kolmasosan yritys-kauppojen kokonaismäärästä 1990-luvulta alkaen (Erel, Jang & Weisbach, 2022).¹ Maailmantalouden integraatio on lisännyt ulkomaisten yritys-kauppojen painoarvoa. Toisaalta kasvaneet maanosien väliset jännitteet ovat lisänneet varauksia ulkomaisista yritys-kauppoista kohtaan. Ulkomaiset investoinnit mahdollistavat uusien teknologioiden hyödyntämisen – toisaalta ne voivat myös johtaa tiedon leviämiseen muihin maihin tavalla, joka ei kansallises- ta näkökulmasta ole välttämättä tavoiteltavaa (Akcigit, Ates, Lerner, Townsend & Zhestkova, 2020). Rajat ylittäviin yritys-kauppoihin on myös usein liittynyt pelko yritystoiminnan ja työpaikkojen karkaamisesta ulkomaille, joskaan tutkimuskirjallisuuden valossa nämä huolet eivät välttämättä ole perusteltuja (Bandick, Görg & Karpaty, 2014).

Yritys-kauppojen syinä voivat olla esimerkiksi uuden teknologian hankinta, strateginen kasvu tai synergiaedut. Yritys-kaupat mahdollistavat talouden resurssien kohdentamisen tuottavampaan käyttöön ja uuden teknologian leviämisen – niillä on siten tärkeä rooli talouden uudistumisessa (Jovanovic & Rousseau, 2008). Toisaalta yritys-kaupat eivät monestikaan onnistu saavuttamaan niillä alun perin tavoiteltuja hyötyjä (Christensen, Alton, Rising & Waldeck, 2011; Roll, 1986). Yritys-kauppaa seuraa tyypillisesti kohdeyrityksen toiminnan uudelleenjärjestely, jonka seurauksena osa toimipaikoista myydään tai suljetaan ja jäljelle jääneiden tuottavuutta parannetaan (Maksimovic, Phillips & Prabhala, 2011).

Yritys-kaupat tapahtuvat aalloissa ja ryppäinä toimialoitain (Andrade, Mitchell & Stafford, 2001). Yritys-kauppa-aaltojen taustalla ovat etenkin toimialaan kohdistuvat taloudelliset, teknologiset tai sääntelyyn liittyvät sokit, jotka johtavat resurssien uudelleenkohdentamiseen rahoitusmarkkinoiden likviditeetin niin sallissa (Harford, 2005). Yritys-kauppojen motiivit voivat myös kummuta suotuisista rahoitusmarkkinaolosuhteista ja hinnoitteluvirheiden hyödyntämisestä (Rhodes-Kropf & Viswanathan, 2004; Shleifer & Vishny, 2003). Erot maiden välisissä markkina-arvostuksissa näyttäisivätkin johtavan lisääntyneeseen rajat ylittävään yritys-kauppa-aktiiviteettiin (Baker, Foley & Wurgler, 2009; Erel, Liao & Weisbach,

2012). Maantieteellinen läheisyys, läheiset kauppasuhteet ja samankaltainen kulttuuri lisäävät eri maiden välisen yritys-kauppojen todennäköisyyttä (Ahern, Damini & Fracassi, 2015; Erel ym., 2012).

Ulkomaisten yritys-kauppojen kohdeyritykset voivat hyötyä ostajayritysten lähtömaan tiukemman sääntelyn tuomasta paremmasta hallintotavasta – nämä hyödyt voivat myös läikkyä kohdemaan muihin yrityksiin (Albuquerque, Brandão-Marques, Ferreira & Matos, 2018; Bris & Cabolis, 2008; Rossi & Volpin, 2004). Ostajayrityksille ulkomaiset yritys-kaupat voivat tarjota mahdollisuuden toiminnan laajentamiseen, alhaisempaa sääntelyä ja veroetuja (Frésard, Hege & Phillips, 2017; Levine, Lin & Shen, 2020; Meier & Smith, 2023). Rajat ylittävien yritys-kauppojen keskeisenä haasteena on epäsymmetrinen informaatio, johon liittyviä ongelmia pääomasijoittajien mukanaolo voi auttaa lieventämään (Humphery-Jenner, Sautner & Suchard, 2017). Kansainväliset institutionaaliset sijoittajat voivat osaltaan edistää hyvän hallintotavan noudattamista kohdeyrityksissä ja lisätä ulkomaisten yritys-kauppojen toteutumisen mahdollisuuksia (Aggarwal, Erel, Ferreira & Matos, 2011; Ferreira, Massa & Matos, 2010). Kohdemaan parempi immateriaalioikeuksien suoja puolestaan edesauttaa ulkomaisia yritys-kauppoja etenkin tietointensiivisillä aloilla (Alimov & Officer, 2017; Hasan, Khalil & Sun, 2017).

Rajat ylittävät yritys-kaupat näyttäisivät keskimäärin tuottavan arvoa ostajayrityksille osakekurssien kehityksellä mitattuna; koska ostokohteet ovat usein listaamattomia yrityksiä, on niiden kaupan jälkeisestä kehityksestä tarjolla vähemmän tutkimustietoa (Erel ym., 2022). Ali-Yrkkö, Mattila, Pajarinen ja Ylhäinen (2022) tarkastelevat suomalaisella aineistolla ostokohteeksi päätyvien yritysten ominaispiirteitä ja yritys-kauppojen vaikutuksia kohdeyrityksiin. Tutkimuksessa havaitaan, että patentoivat yritykset päätyvät muita yrityksiä todennäköisemmin ulkomaisten yritys-kauppojen kohteiksi. Ulkomaisilla yritys-kaupoilla ei kuitenkaan havaita merkittäviä vaikutuksia kohdeyritysten arvonlisän, tuottavuuden, kannattavuuden tai työllisyyden kehitykseen suhteessa verrokkiryhmään. Lehto ja Böckerman (2008) havaitsivat, että ulkomaisilla yritys-kaupoilla on negatiivinen vaikutus teollisuusalan yritysten työllisyyden – muilla aloilla työllisyysvaikutukset eivät olleet yhtä selviä. Kotimaisten yritys-kauppojen työllisyysvaikutukset sen sijaan osoittautuvat negatiivisiksi kaikilla aloilla. Ulkomaiset

yrityskaupat voivat johtaa korkeampiin palkkoihin, suurempaan palkkahajontaan sekä organisaatorakenteen muutoksiin (Bastos, Monteiro & Straume, 2018; Huttunen, 2007). Ulkomaisten yrityskauppojen vaikutukset heijastuvat etenkin korkean osaamisen työpaikkoihin (Hijzen, Martins, Schank & Upward, 2013).

Tarkastelemme tässä tutkimuksessa palvelualan yritysten ulkomaalaisomistusta ja ulkomaalaisomistukseen siirtymisen vaikutuksia. Tutkimuksessa pyritään vastaamaan seuraaviin kysymyksiin:

- Minkälaiset palvelualan yritykset päätyvät ulkomaisten (ja kotimaisten) yrityskauppojen kohteeksi?
- Miten yrityskauppojen kohdeyritykset kehittyvät yrityskaupan jälkeen suhteessa muihin yritysyrityksiin?

Reportin rakenne on seuraava: Luvussa 2 esitellään tutkimuksessa käytettävä aineisto. Luku 3 tarjoaa kuvailevan tilastoanalyysin ulkomaisista yrityskaupoista palvelualalla. Luvussa 4 analysoidaan yrityskauppojen kohteeksi päättymiseen vaikuttavia tekijöitä. Luvussa 5 tutkitaan kohdeyritysten kehitystä yrityskaupan jälkeen. Luvussa 6 esitetään tutkimuksen johtopäätökset.

2 Aineisto

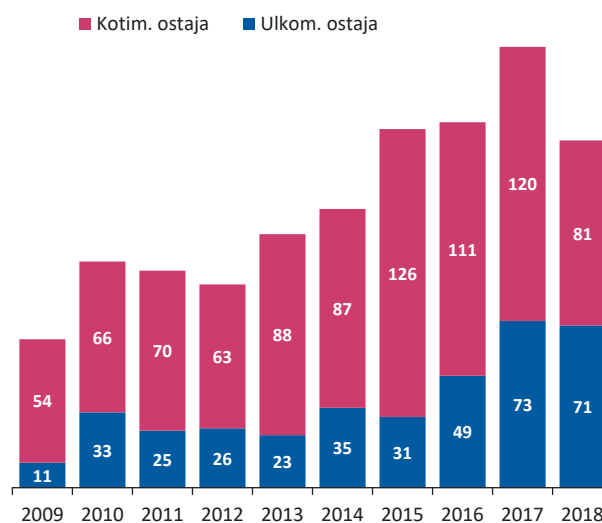
Tutkimuksen kohdejoukko ja rajaukset ovat seuraavat: Analyysissa rajaudutaan osakeyhtiöihin tilinpäätöstiетоjen saatavuuden vuoksi. Toimialoista mukana ovat Tol 2008 -toimialaluokat² 45–96, pois lukien rahoitus- ja vakuustoiminta (64–66), kiinteistöalan toiminta (68), pääkonttorien toiminta (701) ja julkishallinto (84). Nämä poistettavat toimialat jätetään tarkastelun ulkopuolelle, koska niiden toiminnan luonne ja tilinpäätöksistä laskettavat tunnusluvut eroavat huomattavasti muista palvelualoista. Lisäksi kaikkein pienimmät yritykset rajataan pois analyysistä. Yrityskauppa-aineistossa kohdeyrityksen liikevaihdon alarajana on 0,5 miljoonaa euroa. Tämän lisäksi 1–2 henkilön yritykset rajataan pois, mikäli ne eivät ole yhtenäkkään tarkasteluvuonna työllistäneet yli kahta henkilöä. Yritysten kokoon perustuvia aineistorajauksia puoltaa osaltaan se, että pienten yritysten tilinpäätöstiетоjen raportointivelvollisuus on suppeampaa kuin suuremmissa yritysyrityksissä.

Analyysissa käytetty yrityskauppa-aineisto pohjautuu Talouselämä-lehden tietoihin yrityskaupoista Suomessa vuosilta 2009–2018. Tarkastelussa keskitytään sellaisiin yrityskauppoihin, joissa ostokohteen määräysvalta vaihtuu kaupan seurauksena. Aineistossa on kaikkiaan 1 243 y-tunnuksellista määräysvallan siirtävää kauppaa. Yrityskauppa-aineisto on yhdistetty Asiakastiedon tilinpäätösaineistoon ja Tilastokeskuksen yritysrekisterin perustietoihin, jotka käsittävät yrityksen toimialan, iän ja työllisyyden. Yritysten t&k-rahoitusta koskevat tiedot pohjautuvat Business Finlandin aineistoihin. Tiedot yritysten saamista pääomasijoituksista perustuvat Pääomasijoittajat ry:n (FVCA) toimittamaan European Data Cooperative (EDC) -tietokantaan pohjautuvaan aineistoon ja Tesin aineistoon.

3 Kuvaileva tilastoanalyysi

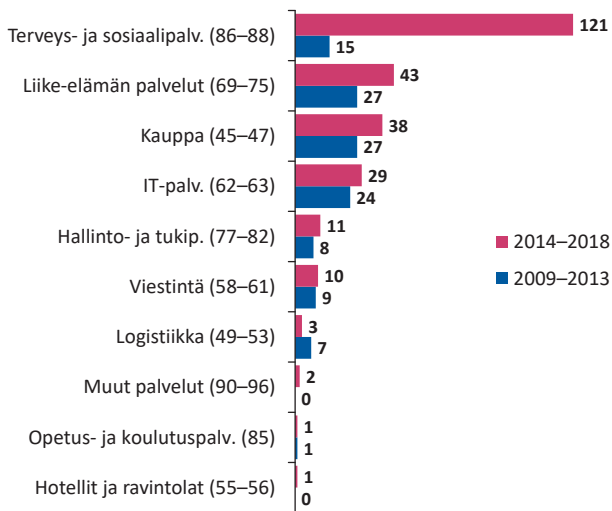
Kuviossa 1 on esitetty palvelualojen yrityskauppojen lukumäärä tutkimusaineistossa vuosina 2009–2018. Palvelualan yrityskauppojen lukumäärä on vaihdellut vuosittain 65 ja 193 yrityskaupan välillä tarkasteluaikajaksolla. Koko aineistoa tarkasteltaessa vuosina 2009–2018 tapahtui yhteensä 1 243 määräysvallan siirtävää palvelualan yrityskauppaa, joista 377:ssä (30 %:ssa) ostaja tuli ul-

Kuvio 1 Palvelualojen yrityskauppojen lukumäärä vuosittain



Aineistolähteet: Talouselämä-lehden yrityskauppadata ja Tilastokeskuksen yritysrekisteri. Kirjoittajien laskelmat. (n = 1 243)

Kuvio 2 Ulkomaisten ostajien yrityskauppojen lukumäärät toimialoittain



Huom. Suluissa Tol 2008 -toimialakoodit.

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

komailta. Vuonna 2018 palvelualojen yrityskauppoja oli kaikkiaan 152, joista ulkomaisten ostajien osuus oli 47 % ja kotimaisten 53 %.

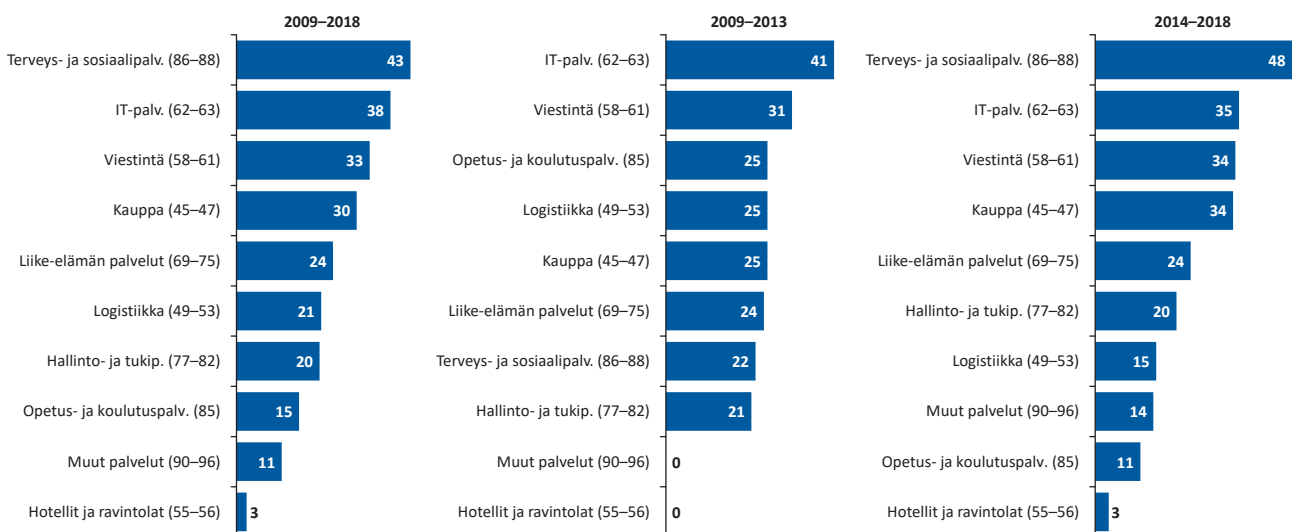
Ulkomaisten yrityskauppojen lukumäärät on raportoitu toimialoittain kuviossa 2. Vuosina 2014–2018 ulkomaisten ostajien lukumäärä on ollut suurin terveys- ja sosiaa-

lipalveluissa (sote). Ulkomaisten yrityskauppojen osalta muita merkittäviä toimialoja olivat liike-elämän palvelut, kaupan ala ja IT-palvelut. Vuosina 2009–2013 kyseiset toimialat olivat kolme merkittävintä toimialaa ulkomaisten yrityskauppojen lukumäärällä mitattuna – sote-palvelut olivat tuolloin neljännellä sijalla.

Ulkomaisten yrityskauppojen osuudet toimialoittain on esitetty kuviossa 3. Koko tarkasteluajanjaksolla 2009–2018 ja aineiston jälkimmäisellä puoliskolla 2014–2018 ulkomaisten yrityskauppojen osuudet olivat suurimmat sote-palveluissa, IT-palveluissa, viestinnässä ja kaupan alalla. Vuosina 2009–2013 ulkomaisten yrityskauppojen osuudet olivat suurimmat IT-palveluissa, viestinnässä, opetus- ja koulutuspalveluissa, logistiikassa ja kaupan alalla.

Yrityskauppojen kohdeyritysten taustaominaisuuksia yrityskauppuvuodelta on raportoitu taulukossa 1. Ulkomaisten yrityskauppojen kohdeyritykset ovat kotimaisten yrityskauppojen kohdeyrityksiä suurempia ja vakava-raisempia sekä saaneet suuremmalla todennäköisyydellä pääomasijoituksia ja Business Finland -rahoitusta. Ulkomaisten ostajien kohdeyrityksillä on pienemmällä todennäköisyydellä ulkomaisia tytäryrityksiä kuin kotimaisten ostajien kohdeyrityksillä. Muut erot kotimaisten ja ulkomaisten ostajien kohdeyritysten välillä eivät ole tilastollisesti merkitseviä.

Kuvio 3 Ulkomaisten ostajien osuudet yrityskaupoista toimialoittain (%-osuus kauppojen lukumäärästä)



Huom. Suluissa Tol 2008 -toimialakoodit.

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

Taulukko 1 Yrityskauppojen kohdeyritysten tunnuslukuja yrityskauppavuodelta 2009–2018

	Ulkom.	Kotim.	T-testin p-arvo	Lkm, ulkom.	Lkm, kotim.
Henkilöstön määrä (henkilötyövuosina)	61,870	39,026	0,076 *	377	866
Liikevoitto-%	3,733	3,470	0,849	349	767
Sij. pääoman tuotto-%	18,651	20,004	0,634	344	757
Omavaraisuusaste, %	42,109	34,480	0,012 **	352	770
Työn tuottavuus, 1 000 euroa	77,015	77,859	0,835	345	765
Asiakastiedon rating (1–100), 1 = paras	24,118	22,552	0,266	306	686
Tase, milj. euroa	9,173	9,744	0,860	352	770
Kassavirta/tase	-0,003	-0,024	0,428	352	770
Saanut pääomasijoituksia	0,058	0,030	0,035 **	377	866
Saanut Business Finlandin rahoitusta	0,172	0,106	0,003 ***	377	866
On ulkomaisia tytäryrityksiä	0,056	0,252	0,000 ***	377	866

Taulukossa on raportoitu muuttujien keskiarvot, t-testien p-arvot sekä yritysten lukumäärät. P-arvojen tähditykset: * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Aineistolähteet: Asiakastieto, Business Finland, FVCA/EDC, Talouselämä-lehden yrityskauppadata, Tesi ja Tilastokeskuksen yritysrekisteri. Kirjoittajien laskelmat.

4 Millaiset yritykset tulevat ulkomaisten yritysten ostamiksi?

Seuraavaksi tarkastelemme, millaiset palvelualan yritykset päätyvät yrityskaupan kohteeksi. Keskitymme tarkastelussa analysoimaan, mitkä yritysten ominaispiirteet ovat yhteydessä todennäköisyyteen päätyä ulkomaisen tai kotimaisen yritysoston kohteeksi. Toteutamme analyysin relevantissa viiteryhmissä, jossa on sama määrä yrityskauppojen kohdeyrityksiä ja niiden kanssa samankaltaisia verrokkiyrityksiä.

Analyysi on kaksivaiheinen. Ensimmäisessä vaiheessa haetaan palvelualojen yritys populaatiosta saman verran verrokkiyrityksiä kuin yrityskaupan kohteita käyttäen CEM-menetelmää (Coarsened Exact Matching). Tämän vertaistamisen avulla pyritään samankaltaistamaan verrattavaa yritysjoukkoa. Tämä vähentää yrityskauppoihin liittyvää valikoitumisharhaa eli sitä, että yritysoston kohteeksi päätyvät yritykset eivät ole satunnaisesti valikoituneita. Verrokkiyritysten valinnassa käytettävät muuttujat ovat seuraavat: työllisyys Suomessa, toimiala, ikä ja toimipaikkojen lukumäärän indikaattori (yksi- vs. monitoimipaikkainen). Toisessa vaiheessa käytetään multinomial logit -estimointia, jossa selitettävä saa

arvon 1, jos ostaja on ulkomaalainen, 2, jos ostaja on kotimainen, ja 0, jos yritys ei ole ollut yrityskaupan kohde tarkasteluvuosina (viiteryhmä).

Yrityskauppojen taustasyistä on olemassa useita vaihtoehtoisia hypoteeseja (Palepu, 1986; Powell, 1997), joita hyödynnämme taustamuuttujien valinnassa:

- Yrityskaupat mahdollistavat tehottomasti toimivan yritysjohtoon vaihtaminen uuteen (Grossman & Hart, 1980; Manne, 1965).
- Liiallinen vapaa kassavirta voi johtaa tehottomaan rahankäyttöön ja tehdä yrityksestä potentiaalisen yrityskaupan kohteen (Jensen, 1986).
- Runsas määrä kiinteää omaisuutta ja vapaata velkakapasiteettia voi lisätä yrityskaupan kohteeksi päättymisen todennäköisyyttä (Ambrose & Megginson, 1992), sillä kohdeyrityksen omaisuutta voidaan käyttää yrityskaupan rahoitusjärjestelyjen vakuutena.
- Yrityksen kasvun ja taloudellisten resurssien epätasapaino voi lisätä yrityksen todennäköisyyttä päätyä yrityskaupan kohteeksi (Myers & Majluf, 1984; Palepu, 1986).
- Yrityskaupat kohdistuvat toimialoihin, jotka kohtaavat teknologiaan, toimialarakenteeseen tai sääntely-ympäristöön liittyviä sokkeja (Andrade ym., 2001).

Taulukko 2 Millaiset yritykset päätyvät yrityskaupan kohteeksi?

	(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.
Sij. pääoman tuotto	0,503 * (0,279)	0,067 (0,194)	0,507 (0,502)	0,209 (0,346)	0,515 (0,345)	-0,003 (0,235)
Kassavirta/tase	-0,995 *** (0,382)	-0,638 ** (0,274)	-1,167 * (0,609)	-0,567 (0,495)	-0,796 * (0,471)	-0,677 ** (0,329)
Tase (log)	0,277 *** (0,044)	0,134 *** (0,033)	0,258 *** (0,070)	0,101 * (0,053)	0,278 *** (0,058)	0,161 *** (0,043)
Aineellinen om./tase	-0,144 (0,351)	-0,307 (0,267)	-1,212 * (0,698)	-0,355 (0,433)	0,365 (0,424)	-0,316 (0,342)
Alh. kasvu – runsaat voimavarat	0,456 *** (0,154)	0,243 ** (0,116)	-0,173 (0,298)	0,227 (0,197)	0,723 *** (0,183)	0,237 (0,145)
Nopea kasvu – alh. voimavarat	0,167 (0,595)	0,021 (0,377)	0,971 (0,861)	0,423 (0,761)	-0,855 (1,072)	-0,164 (0,442)
Saanut pääomasijoituksia	0,785 * (0,473)	0,380 (0,372)	0,791 (0,964)	0,753 (0,726)	0,870 (0,572)	0,163 (0,437)
Saanut BF-rahoitusta	0,002 (0,279)	-0,192 (0,240)	0,333 (0,639)	0,009 (0,634)	0,104 (0,325)	-0,311 (0,269)
Logistiikka (49–53)	-0,382 (0,434)	0,168 (0,282)	0,124 (0,544)	0,138 (0,373)	-0,885 (0,797)	0,250 (0,437)
Viestintä (58–61)	0,103 (0,327)	-0,127 (0,265)	0,300 (0,481)	-0,117 (0,394)	-0,140 (0,445)	-0,139 (0,364)
IT-palv. (62–63)	0,068 (0,261)	-0,011 (0,206)	0,409 (0,393)	-0,220 (0,305)	-0,256 (0,347)	0,186 (0,279)
Liike-elämän palvelut (69–75)	-0,334 (0,237)	0,227 (0,166)	0,050 (0,394)	0,081 (0,266)	-0,549 * (0,300)	0,321 (0,218)
Terveys- ja sosiaalipalvelut (86–88)	0,556 *** (0,214)	-0,008 (0,175)	0,323 (0,460)	0,221 (0,300)	0,464 * (0,257)	-0,053 (0,221)
Muut p. (55–56, 77–82, 85, 90–96)	-0,614 ** (0,298)	0,270 (0,187)	0,018 (0,479)	0,106 (0,317)	-0,967 ** (0,380)	0,374 (0,239)
Vakio	-5,204 *** (0,702)	-2,416 *** (0,538)	-4,715 *** (1,106)	-1,905 ** (0,842)	-5,553 *** (0,880)	-2,682 *** (0,671)
Kalenterivuodet	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
N(Koko otos)	1 926		672		1 254	
N(Ulkom. ostaja)	292		90		202	
N(Kotim. ostaja)	671		246		425	
Wald (Chi²)	150,721 ***		39,236		136,175 ***	
Log pseudolikelihood	-1 848,883		-639,145		-1 192,844	
R²(pseudo)	0,040		0,033		0,056	

Taulukossa on raportoitu multinomial logit -estimointien kertoimet ja niiden heteroskedastisuuskorjatut keskivirheet. Viiteryhmän muodostavat yritykset, jotka eivät ole olleet yrityskaupan kohteena. * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Aineistolähteet: Asiakastieto, Business Finland, FVCA/EDC, Talouselämä-lehden yrityskauppadata, Tesi ja Tilastokeskuksen yritysrekisteri. Kirjoittajien laskelmat.

Keskityimme tarkastelussa seuraaviin taustamuuttujiin: *Sijoitetun pääoman tuotto* toimii mittarina yritysjohdon suoriutumiselle. *Kassavirta/tase* toimii proxy-muuttujana vapaalle kassavirralle. *Tase (log)* mittaa yrityksen kokoa. *Aineellinen omaisuus/tase* toimii mittarina yrityksen vakuuskelpoiselle omaisuudelle ja velkakapasiteetille. Kasvun ja taloudellisten resurssien välistä epäsuhtaa mitataan kahdella vaihtoehdoisella indikaattorimuuttujalla: *Alhainen kasvu – runsaat voimavarat* on indikaattori yrityksille, joiden kasvu on vähäistä, mutta joilla on vähän velkaa ja runsaasti kassavaroja. *Nopea kasvu – alhaiset voimavarat* on indikaattori yrityksille, joiden kasvu on nopeaa, mutta joilla on runsaasti velkaa ja niukasti kassavaroja. Tarkastelemme myös yritysten saamia pääomasijoituksia ja t&k-tukia, jotka voivat toimia signaaleina yritysten laadusta (Lerner, 2002; Megginson & Weiss, 1991). *Saanut pääomasijoituksia* on indikaattori yrityksille, jotka ovat saaneet pääomasijoituksia ainakin yhtenä vuonna ennen yrityskauppavuotta. *Saanut BF-rahoitusta* on indikaattori yrityksille, jotka ovat saaneet Business Finlandin t&k-tukea ainakin yhtenä vuonna ennen yrityskauppavuotta. Näiden muuttujien lisäksi kontrolloimme yritysten toimialan ja kalenterivuodet.

Taulukossa 2 tarkastellaan, millaiset yritykset päätyvät ulkomaisten ja kotimaisten yrityskauppojen kohteiksi. Sijoitetun pääoman tuotto on positiivisesti, joskin tilastollisesti vain heikosti merkitsevästi, yhteydessä ulkomaisen yrityskaupan todennäköisyyteen. Kassavirta suhteessa taseeseen on negatiivisesti ja merkitsevästi tai erittäin merkitsevästi yhteydessä siihen, että yritys päättyy kotimaisen tai ulkomaisen yrityskaupan kohteeksi. Yrityskoko taseella mitattuna on positiivisesti ja erittäin merkitsevästi yhteydessä yrityskauppojen todennäköisyyteen. Aineellisen omaisuuden osuus taseessa ei ole tilastollisesti merkitsevä koko aineistoa koskevassa tarkastelussa. Alhaista kasvua mutta runsaita voimavaroja kuvaava indikaattori on positiivisesti ja merkitsevästi tai erittäin merkitsevästi yhteydessä todennäköisyyteen päätyä kotimaisen tai ulkomaisen yritysoston kohteeksi. Nopeaa kasvua ja alhaisia voimavaroja kuvaava indikaattori ei ole tilastollisesti merkitsevä. Pääomasijoitusten saanti on positiivisesti mutta vain heikosti merkitsevästi yhteydessä ulkomaisten yrityskauppojen todennäköisyyteen. Business Finlandin rahoitusta koskeva indikaattori ei ole tilastollisesti merkitsevä. Toimialaindikaattoreiden osalta sote-alan yritysten todennäköisyys päätyä ulkomaisen yrityskaupan kohteeksi on suurempi tilastollisesti erittäin

merkitsevällä tasolla koko aineistoa tarkasteltaessa. Muut palvelualat -indikaattori (toimialaluokat: 55–56, 77–82, 85 ja 90–96) on negatiivisesti ja merkitsevästi yhteydessä ulkomaisten yrityskauppojen todennäköisyyteen.

Kun aineisto jaetaan puoliksi kahteen ajanjaksoon, säilyy kokomuuttuja edelleen positiivisena ja erittäin merkitsevästi ulkomaisten yrityskauppojen osalta kummallakin aikavälillä 2009–2013 ja 2014–2018. Kassavirtamuuttujan tilastollinen merkitsevyys heikkenee. Ulkomaisten yrityskauppojen kohdeyritysten tyyppi poikkeaa eri ajanjaksoina: Aineellinen omaisuus suhteessa taseeseen on negatiivinen ja heikosti merkitsevä 2009–2013, mutta positiivinen ja ei-merkitsevä 2014–2018. Alhainen kasvu – runsaat voimavarat -muuttuja on positiivinen ja erittäin merkitsevä 2014–2018, mutta negatiivinen ja ei-merkitsevä 2009–2013. Sote-alan toimialaindikaattori on ulkomaisten yrityskauppojen osalta positiivinen molemmilla ajanjaksoilla, mutta heikosti merkitsevä vain jälkimmäisellä puoliskolla. Liike-elämän palvelut -toimialaindikaattori on negatiivinen ja heikosti merkitsevä ulkomaisten yrityskauppojen kohdalla jälkimmäisellä tarkasteluajanjaksolla.

5 Ulkomaiseen omistukseen siirtymisen vaikutukset

Lopuksi tutkimme, miten ulkomaalaisomistukseen siirtyminen on vaikuttanut suomalaisten palveluyritysten taloudelliseen kehitykseen. Tutkittaessa yrityskauppojen vaikutuksia on tärkeä huomioida, että kohdeyritykset eivät ole satunnaisesti valikoituneita. Tämän vuoksi on olennaista verrata kohdeyritysten kehitystä relevanttiin viiteryhmään. Vertaistamisen avulla pyrimme löytämään kohdeyrityksille mahdollisimman samankaltaisen vertailuryhmän yrityksistä, jotka eivät ole olleet yrityskaupan kohteena.

Yrityskaupan vaikutuksia mittaava analyysi on kaksivaiheinen: Ensimmäisessä vaiheessa haetaan yrityspopulaatiosta yrityskauppavuositain verrokkiyrityksiä saman veran kuin yrityskaupan kohteita CEM-menetelmän avulla. Kriteereinä ovat työllisyys Suomessa, toimiala, ikä ja toimipaikkojen lukumäärä – kuten edellä. Toisessa vaiheessa tehdään ns. erotukset-erotuksissa-estimoinnit (*differences-in-differences*) yritys-vuosi-paneelaineistolla. Menetel-

mä auttaa vakioimaan sellaisia ajassa muuttumattomia ja havaitsemattomia eroja yritysten välillä, jotka voisivat muutoin vääristää tuloksia. Yhdessä nämä menetelmät auttavat vähentämään valikoitumisharhaa eli sitä, että yritykset eivät valikoidu yrityskaupan kohteeksi satunnaisesti. Tarkastelemme yrityskaupan vaikutuksia kohdeyrityksiin enintään viiden vuoden ajanjaksolla. Tarkasteltavat muuttujat ovat seuraavat: työntekijämäärä, liikevaihto, arvonlisäys, tuottavuus, liikevoittoprosentti, omavaraisuusaste ja tulos ennen veroja suhteessa liikevaihtoon.

Kotimaisten ja ulkomaisten yrityskauppojen vaikutuksia koskevat tulokset on raportoitu taulukossa 3. Tulosten mukaan yrityskaupoilla ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta kohdeyritysten työllisyyteen tai liikevaihtoon. Tulokset antavat viitteitä negatiivisesta tuottavuuskehityksestä kotimaisten yrityskauppojen kohdalla. Lisäk-

si voidaan havaita viitteitä negatiivisesta liikevoittoprosentin kehityksestä yrityskauppavuonna tai myöhempinä vuosina kotimaisten ja ulkomaisten yrityskauppojen kohdalla. Yrityskaupoilla on negatiivinen vaikutus kohdeyritysten omavaraisuusasteeseen. Kotimaisten yrityskauppojen kohdalla tämä vaikutus on tilastollisesti erittäin merkitsevä jokaisena tarkasteluajankohtana; ulkomaisten yrityskauppojen kohdalla vaikutus vaihtelee heikosti merkitsevän ja merkitsevän välillä. Kohdeyritysten tulos ennen veroja suhteessa liikevaihtoon laskee tilastollisesti merkitsevästi yrityskaupan jälkeen sekä ulkomaisten että kotimaisten yrityskauppojen kohdalla.

Taulukossa 4 on raportoitu yrityskauppojen vaikutuksia koskevat tulokset erottelematta kotimaisia ja ulkomaisia kauppvoja. Yrityskaupoilla ei havaita tilastollisesti merkitsevää vaikutusta kohdeyritysten työllisyyteen tai liike-

Taulukko 3 Yrityskauppojen vaikutukset kohdeyritysten kehitykseen 2009–2018 (ostajatyypeittäin)

	(1) Työllisyys (log) Kerroin	(2) Liikevaihto (log) Kerroin	(3) Arvonlisäys (log) Kerroin	(4) Tuottavuus (log) Kerroin	(5) Liikevoitto /lv Kerroin	(6) Omavar. aste Kerroin	(7) Tulos ennen veroja/lv Kerroin
Ulkom.: t+0	0,035	0,015	-0,050	-0,054	-0,025 **	-0,006	-0,016
Ulkom.: t+1	-0,006	0,027	-0,051	-0,004	-0,005	-0,030	-0,048 ***
Ulkom.: t+2	-0,000	0,030	-0,112	-0,070	-0,012	-0,052 *	-0,043 **
Ulkom.: t+3	-0,020	0,017	-0,078	-0,032	-0,024	-0,060 *	-0,044 *
Ulkom.: t+4	-0,016	0,041	-0,095	-0,065	-0,043 *	-0,089 **	-0,057 **
Ulkom.: t+5	-0,036	0,064	-0,044	-0,016	-0,025	-0,099 *	-0,020
Kotim.: t+0	0,002	0,001	-0,043	-0,046 *	-0,015 *	-0,056 ***	-0,007
Kotim.: t+1	-0,035	-0,016	-0,084 *	-0,057	-0,016	-0,089 ***	-0,034 **
Kotim.: t+2	-0,031	-0,013	-0,093	-0,091 **	-0,024	-0,115 ***	-0,048 ***
Kotim.: t+3	0,001	-0,001	-0,115	-0,133 **	-0,044 **	-0,111 ***	-0,062 ***
Kotim.: t+4	-0,011	0,029	-0,029	-0,065	-0,030	-0,099 ***	-0,034
Kotim.: t+5	0,006	-0,035	-0,049	-0,113	-0,035	-0,093 ***	-0,049 *
Havaintoja	12 505	12 505	12 388	12 388	12 502	12505	12503
Yrityksiä	1 484	1 484	1 483	1 483	1 484	1484	1484
Yr.lkm (Ulkom. ostaja)	232	232	232	232	232	232	232
Yr.lkm (Kotim. ostaja)	514	514	514	514	514	514	514
R ² (within)	0,566	0,270	0,282	0,071	0,019	0,056	0,022

Taulukossa on raportoitu erotukset-erotuksissa-estimointien (difference-in-differences) kertoimet. Vaikutukset on estimoitu yrityskauppavuodesta laskettuna 0–5 vuoden päähän. Estimoinneissa on kontrolloitu seuraavat yrityskohtaiset taustatekijät: koko, ikä, pääomaintensiteetti, BF-rahoitus, pääomasijoitukset, toimiala ja maantieteellinen sijainti. Lisäksi on kontrolloitu makrotaloudelliset muutokset ja yrityskaupan ajankohta sekä kohdeyritysryhmittäin selitettävien muuttujien lineaariset aikatrendit. Viiteryhmän muodostavat yritykset, jotka eivät ole olleet yrityskaupan kohteena. Tilastollisen merkitsevyyden laskennassa on käytetty yritysittäin klusteroituja keskivirheitä. * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Aineistolähteet: Asiakastieto, Business Finland, FVCA/EDC, Talouselämä-lehden yrityskauppadata, Tesi ja Tilastokeskuksen yritysrekisteri. Kirjoittajien laskelmat.

vaihtoon. Vaikutukset arvonlisäykseen ovat negatiivisia, mutta tilastollisesti korkeintaan heikosti merkitseviä. Yrityskaupoilla havaitaan negatiivinen vaikutus tuottavuuteen yrityskauppavuonna ja joinakin vuosina kaupan jälkeen. Myös yritysten kannattavuudessa ilmenee laskua kauppavuonna ja myöhempinä vuosina. Yrityskaupoilla on negatiivinen ja tilastollisesti erittäin merkitsevä vaikutus kohdeyritysten omavaraisuuteen kaikkina tarkasteluajankohtina. Myös vaikutukset tulokseen ennen veroja ovat negatiivisia ja erittäin merkitseviä yrityskauppavuoden jälkeisinä kolmena seuraavana vuonna. Vaikutusten etumerkki säilyy negatiivisena, mutta tilastollinen merkitsevyys heikkenee myöhempinä vuosina.

Kokonaisuudessaan havainnot viittaavat siihen, että lyhyellä aikavälillä yrityskaupat johtavat kohdeyritysten toiminnan uudelleenjärjestelyyn, mikä voi selittää havaittuja negatiivisia vaikutuksia arvonlisään, tuottavuuteen ja kannattavuuteen. Tuottavuuden lasku voi selittyä esimerkiksi vaikeuksilla sulattaa ostettu yritystoiminta uuteen organisaatioon (Harris & Robinson, 2002). Selkeimmin yrityskauppojen vaikutukset näkyvät kaupan jälkeisinä vuosina laskevassa omavaraisuusasteessa ja tuloksessa

ennen veroja. Nämä havainnot viittaavat siihen, että yrityskaupat johtavat pääomarakenteen ja verotuksen optimointiin: Yrityskauppoihin yleisesti liittyvissä ns. debt pushdown -järjestelyissä pyritään ”vyöryttämään” yrityskaupan vaatima velkarahoitus kohdeyrityksen maksettavaksi ja minimoidaan maksettavat verot hyödyntämällä korkomenojen verovähennysoikeutta sekä mahdollisia konserniavustuksia. Tämänkaltainen järjestely mahdollistaa myös rahoituksen tehokkaamman järjestämisen sekä riskien ja vastuiden rajaamisen. Toisaalta on myös mahdollista, että omistusmuutos johtaa aidosti kannattavuuden heikkenemiseen ja alhaisempaan tehokkuuteen (Ravenscraft & Scherer, 1987, 1989).

6 Johtopäätökset

Tässä analyysissä tarkastelimme palvelualan yrityksiin kohdistuvia yrityskauppoja ja ulkomaalaisomistukseen siirtymisen vaikutuksia. Vuosina 2009–2018 Suomesta ostettiin kaikkiaan lähes 1 250 palvelualan yritystä. Palvelualan yrityskaupoista vajaassa kolmasosassa ostajana oli

Taulukko 4 Yrityskauppojen vaikutukset kohdeyritysten kehitykseen 2009–2018 (ostajatyypit yhdistetty)

	(1) Työllisyys (log) Kerroin	(2) Liikevaihto (log) Kerroin	(3) Arvonlisäys (log) Kerroin	(4) Tuottavuus (log) Kerroin	(5) Liikevoitto /lv Kerroin	(6) Omavar. aste Kerroin	(7) Tulos ennen veroja, % Kerroin
Yrityskauppa: t+0	0,012	0,006	-0,045	-0,048 **	-0,018 **	-0,040 ***	-0,009
Yrityskauppa: t+1	-0,026	-0,003	-0,074 *	-0,040	-0,013	-0,071 ***	-0,038 ***
Yrityskauppa: t+2	-0,021	0,000	-0,099 *	-0,085 **	-0,020	-0,095 ***	-0,046 ***
Yrityskauppa: t+3	-0,006	0,004	-0,103	-0,099 **	-0,037 **	-0,095 ***	-0,056 ***
Yrityskauppa: t+4	-0,012	0,031	-0,051	-0,065	-0,034 *	-0,097 ***	-0,041 *
Yrityskauppa: t+5	-0,006	-0,006	-0,048	-0,083	-0,031	-0,097 ***	-0,040 *
Havaintoja	12 505	12 505	12 388	12 388	12 502	12 505	12 503
Yrityksiä	1 484	1 484	1 483	1 483	1 484	1 484	1 484
Yr.lkm (kohteet)	746	746	746	746	746	746	746
R ² (within)	0,566	0,269	0,282	0,070	0,019	0,050	0,021

Taulukossa on raportoitu erotukset-erotuksissa-estimointien (difference-in-differences) kertoimet. Vaikutukset on estimoitu yrityskauppavuodesta laskettuna 0–5 vuoden päähän. Estimoinneissa on kontrolloitu seuraavat yritysmaat taustatekijät: koko, ikä, pääomaintensiteetti, BF-rahoitus, pääomasijoitukset, toimiala ja maantieteellinen sijainti. Lisäksi on kontrolloitu makrotaloudelliset muutokset ja yrityskaupan ajankohta sekä kohdeyrityksryhmittäin selitettävien muuttujien lineaariset aikatarendit. Viiteryhmän muodostavat yritykset, jotka eivät ole olleet yrityskaupan kohteena. Tilastollisen merkitsevyyden laskennassa on käytetty yritysittäin klusteroituja keskivirheitä. * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Aineistolähteet: Asiakastieto, Business Finland, FVCA/EDC, Talouselämä-lehden yrityskauppadata, Tesi ja Tilastokeskuksen yritysrekisteri. Kirjoittajien laskelmat.

ulkomainen yritys. Ulkomaisten yrityskauppojen lukumäärät olivat suurimmat sote-palveluissa, liike-elämän palveluissa ja kaupan alalla. Ulkomaisten ostajien osuudet olivat suurimmat sote-alalla, IT-palveluissa ja viestinnässä.

Yrityskauppojen kohteiksi päätyvät todennäköisimmin suuremmat ja alhaisemman kassavirran yritykset. Myös kasvun ja resurssien välinen epäsuhta lisää yrityskaupan kohteeksi päätyvän todennäköisyyttä: yrityskaupan kohteeksi on päätyneet etenkin hitaasti kasvaneita yrityksiä, joilla on runsaasti taloudellisia resursseja. Kannattavuuden ja pääomasijoitusten yhteys yrityskaupan todennäköisyyteen oli positiivinen, mutta tilastollisesti heikosti merkitsevä ainoastaan ulkomaisten ostajien tapauksessa.

Tarkastelimme myös yrityskauppojen kohteena olevien palvelualan yritysten kehitystä omistajavaihdojen jälkeen. Tulosten mukaan kohdeyritysten omavaraisuusaste ja tulos ennen veroja laskevat yrityskaupan jälkeen, mikä viittaa pääomarakenteen ja verotuksen optimointiin. Yrityskauppojen vaikutukset kohdeyritysten toimintaan muiden tarkasteltujen tekijöiden osalta jäävät vähäisiksi. Ostettujen yritysten työllisyys ja liikevaihto kehittyvät keskimäärin samalla tavoin kuin muissa vastaavanlaisissa yrityksissä, jotka eivät ole olleet yrityskaupan kohteena. Havainnot antavat joitakin viitteitä negatiivisista tuottavuus- ja kannattavuusvaikutuksista, mikä voi viitata ostokohteen toiminnan uudelleenjärjestelyyn. Toisaalta on myös mahdollista, että omistajanvaihdos itsessään johtaa kannattavuuden tai tehokkuuden alenemiseen – ainakin lyhyellä aikavälillä (Harris & Robinson, 2002; Ravenscraft & Scherer, 1987, 1989).

Yrityskaupoilla on keskeinen rooli taloudessa. Niiden kautta aiemmat yritysten omistajat voivat irtautua omistuksestaan siten, että yrityksen toiminta jatkuu. Ostajan kannalta yrityskauppa mahdollistaa toiminnan laajentamisen, uuden teknologian hankinnan tai siirtymisen uudelle toimialalle. Uusien omistajien myötä yritys voi saada käyttöönsä uusia resursseja markkinoilla menestymiseen. Tulostemme mukaan näin ei kuitenkaan näyttäisi yleensä käyvän, mikäli mittarina käytetään kohdeyritysten kasvua tai kannattavuutta. Koko talouden näkökulmasta yrityskaupat mahdollistavat myös uuden teknologian leviämisen. Koko talouden kannalta tärkeää on myös se, mitä käy kilpailulle. Tulevaisuudessa olisikin kiinnostavaa tutkia, millaisia kilpailuvaikutuksia yrityskaupoilla on ollut eri aloille.

Viitteet

- ¹ Erelin ym. (2022) aineiston mukaan ulkomaiset yrityskaupat ovat Suomessa käsittäneet noin 40 % yrityskaupoista aikavälillä 1991–2020.
- ² Ks. <https://www.stat.fi/fi/luokitukset/toimiala/>

Kirjallisuus

- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M. & Matos, P.** (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154–181. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.018>
- Ahern, K. R., Daminelli, D. & Fracassi, C.** (2015). Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 165–189. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.08.006>
- Akcigit, U., Ates, S. T., Lerner, J., Townsend, R. R. & Zhestkova, Y.** (2020). Fencing Off Silicon Valley: Cross-Border Venture Capital and Technology Spillovers. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, No. 27828. <https://doi.org/10.3386/w27828>
- Albuquerque, R., Brandão-Marques, L., Ferreira, M. A. & Matos, P.** (2018). International Corporate Governance Spillovers: Evidence from Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Review of Financial Studies*, 32(2), 738–770. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy053>
- Ali-Yrkkö, J., Mattila, J., Pajarinen, M. & Ylhäinen, I.** (2022). *Yrityskaupat ja niiden vaikutukset kohdeyrityksiin*. ETLA Raportti nro 125. <https://pub.etla.fi/ETLA-Raportit-Reports-125.pdf>
- Alimov, A. & Officer, M. S.** (2017). Intellectual property rights and cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 45, 360–377. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.05.015>
- Ambrose, B. W. & Megginson, W. L.** (1992). The Role of Asset Structure, Ownership Structure, and Takeover Defenses in Determining Acquisition Likelihood. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(4), 575–589. <https://doi.org/10.2307/2331141>
- Andrade, G., Mitchell, M. & Stafford, E.** (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103–120. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.103>
- Baker, M., Foley, C. F. & Wurgler, J.** (2009). Multinationals as Arbitrageurs: The Effect of Stock Market Valuations on Foreign Direct Investment. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 337–369. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/40056913>
- Bandick, R., Görg, H. & Karpaty, P.** (2014). Foreign Acquisitions, Domestic Multinationals, and R&D. *The Scandinavian Journal of Economics*, 116(4), 1091–1115. <https://doi.org/10.1111/sjoe.12071>
- Bastos, P., Monteiro, N. P. & Straume, O. R.** (2018). Foreign acquisition and internal organization. *Journal of International Economics*, 114, 143–163. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2018.06.003>
- Bris, A. & Cabolis, C.** (2008). The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 605–648. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm089>
- Christensen, C. M., Alton, R., Rising, C. & Waldeck, A.** (2011). The New M&A Playbook. *Harvard Business Review*, 89(3), 48–57.
- Erel, I., Jang, Y. & Weisbach, M. S.** (2022). Cross-Border Mergers and Acquisitions. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, No. 30597. <https://www.nber.org/papers/w30597>
- 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>
- Ferreira, M. A., Massa, M. & Matos, P.** (2010). Shareholders at the Gate? Institutional Investors and Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Review of Financial Studies*, 23(2), 601–644. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/40468322>
- Frésard, L., Hege, U. & Phillips, G.** (2017). Extending Industry Specialization through Cross-Border Acquisitions. *The Review of Financial Studies*, 30(5), 1539–1582. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx008>

- Grossman, S. J. & Hart, O. D.** (1980). Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11(1), 42–64. <https://doi.org/10.2307/3003400>
- Harford, J.** (2005). What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, 77(3), 529–560. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.05.004>
- 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>
- Hasan, I., Khalil, F. & Sun, X.** (2017). The Impacts of Intellectual Property Rights Protection on Cross-Border M&As. *The Quarterly Journal of Finance*, 07(03), 1750005. <https://doi.org/10.1142/s2010139217500057>
- Hijzen, A., Martins, P. S., Schank, T. & Upward, R.** (2013). Foreign-owned firms around the world: A comparative analysis of wages and employment at the micro-level. *European Economic Review*, 60, 170–188. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2013.02.001>
- Humphery-Jenner, M., Sautner, Z. & Suchard, J.-A.** (2017). Cross-border mergers and acquisitions: The role of private equity firms. *Strategic Management Journal*, 38(8), 1688–1700. <https://doi.org/10.1002/smj.2623>
- 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. <https://doi.org/10.1162/rest.89.3.497>
- 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. <https://doi.org/10.1162/rest.90.4.765>
- Lehto, E. & Böckerman, P.** (2008). Analysing the employment effects of mergers and acquisitions. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 68(1), 112–124. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2008.03.002>
- Lerner, J.** (2002). When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective ‘Public Venture Capital’ Programmes. *Economic Journal*, 112(477), F73.
- Levine, R., Lin, C. & Shen, B.** (2020). Cross-border acquisitions: Do labor regulations affect acquirer returns? *Journal of International Business Studies*, 51(2), 194–217. <https://doi.org/10.1057/s41267-019-00281-1>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.05.013>
- Manne, H. G.** (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 73(2), 110–120. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1829527>
- Meggison, W. L. & Weiss, K. A.** (1991). Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 46(3), 879–903. <http://onlinelibrary.wiley.com/journal/10.1111/%28ISSN%291540-6261/issues>
- Meier, J.-M. & Smith, J.** (2023). *Tax avoidance through cross-border mergers and acquisitions*. Working paper. Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3639640>
- Myers, S. C. & Majluf, N. S.** (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Palepu, K. G.** (1986). Predicting takeover targets: A methodological and empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 8(1), 3–35. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(86\)90008-X](https://doi.org/10.1016/0165-4101(86)90008-X)
- Powell, R. G.** (1997). Modelling Takeover Likelihood. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(7–8), 1009–1030. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00148>
- Ravenscraft, D. J. & Scherer, F. M.** (1987). *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*. Washington, D.C.: Brookings Institution.

Ravenscraft, D. J. & Scherer, F. M. (1989). The profitability of mergers. *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 101–116. [https://doi.org/10.1016/0167-7187\(89\)90048-9](https://doi.org/10.1016/0167-7187(89)90048-9)

Rhodes-Kropf, M. & Viswanathan, S. (2004). Market Valuation and Merger Waves. *The Journal of Finance*, 59(6), 2685–2718. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00713.x>

Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), 197–216. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2353017>

Rossi, S. & Volpin, P. F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277–304. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.10.001>

Shleifer, A. & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295–311. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00211-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00211-3)

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
