

Millaiset yritykset Suomessa kasvavat?



Jyrki Ali-Yrkkö

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos
jyrki.ali-yrkko@etla.fi

Mika Pajarinen

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos
mika.pajarinen@etla.fi

Petri Rouvinen

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos
petri.rouvinen@etla.fi

Ilkka Ylhäinen

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos
ilkka.ylhainen@etla.fi

Suosittelava lähdeviittaus:

Ali-Yrkkö, Jyrki, Pajarinen, Mika, Rouvinen, Petri & Ylhäinen, Ilkka (10.11.2025). ”Millaiset yritykset Suomessa kasvavat?”.

Etna Raportti nro 168.

<https://pub.etla.fi/ETLA-Raportit-Reports-168.pdf>

Tiivistelmä

Työllisyyden ja tuottavuuden kasvu keskittyy pääomasijoitteisiin ja hieman vähäisemmässä määrin ulkomaalaisomisteisiin konserneihin. Muilla kotimaisilla omistajilla ei havaita olevan vastaavaa positiivista vaikutusta.

Koska erityisesti pääomasijoittajaomistus, mutta myös ulkomaalaisomistus, on harvinaista, kasvuvaihtuusia pohdittaessa on tärkeää huomioida se mahdollisuus, että nämä ryhmät onnistuvat valitsemaan jo lähtökohdaisesti parempia kohteita. Havaitsemme kuitenkin, että omistajanvaihdos nimenomaan aiheuttaa kasvua. Kyse on aktiivisesta ja osallistuvasta omistamisesta, jonka harjoittajiksi ovat valikoituneet poikkeuksellisen osaavat yksilöt, joilla on lisäksi suuret taloudelliset kannustimet kasvun tavoitteluun.

Pääoman saatavuuden ja omistajamäärien lisäksi Suomen yritysrahoitusjärjestelmässä pitäisi painottaa nykyistä enemmän omistajuuden laatua. Tämän raportin analyysien valossa toimet, joilla kannustetaan yksityisiä bisnesenkeleitä ja pääomasijoittajia sijoittamaan sekä edistetään yksityisvarallisuuden kertymistä ja sen suuntaamista kasvuyrityksiin, tuntuvat järkeviltä.

Abstract

What Kind of Companies Grow in Finland?

Growth in employment and productivity is concentrated in private equity-backed business groups and, to a lesser degree, in foreign-owned ones. No corresponding impact is observed for domestic ownership.

Given that both private equity and foreign ownership are relatively uncommon, it is crucial to account for selection effects – that is, whether these investors are simply adept at picking superior targets. Nevertheless, our analysis indicates that these ownership changes themselves cause growth. This points to the role of active and engaged ownership, driven by exceptionally skilled individuals with strong financial incentives to pursue growth.

When developing Finland's business finance ecosystem, greater emphasis should be placed on the quality of ownership, not merely on capital availability or the number of owners. In light of these findings, policies that incentivize business angels and private equity investors, as well as those that foster the accumulation of private wealth and its channeling into high-growth enterprises, appear prudent.

KTJ **Jyrki Ali-Yrkkö** on Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen tutkimusjohtaja.

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

Ph.D. (Econ.) **Petri Rouvinen** on Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen tutkimusneuvonantaja ja Suomen itsenäisyyden juhlarahaston Sitran vanhempi neuvonantaja.

KTJ **Ilkka Ylhäinen** on Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen vanhempi tutkija.

Ph.D. (Econ.) **Jyrki Ali-Yrkkö** is a Research Director at ETLA Economic Research.

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

Ph.D. (Econ.) **Petri Rouvinen** is a Research Advisor at ETLA Economic Research and a Senior Advisor at The Finnish Innovation Fund Sitra.

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

Kiitokset: Tämän raportin laatiminen ei olisi ollut mahdollista ilman pidempiaikaista ja syvällistä yhteistyötä Tesin (Suomen Teollisuusliitto Oy:n) sekä erityisesti Henri Hakamon ja Jakob Sandellin kanssa. Tästä Etlan ja kirjoittajien lämpimät kiitokset!

Tämä raportti on osa Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen Etlan ja Työn ja talouden tutkimuksen Laboren toteuttamaa ja Suomen Arvopaperimarkkinoiden Edistämissäätiön tukemaa *Yritysrahoituksen saatavuus ja tuottavuuskehitys Suomessa* -hanketta. Kirjoittajat kiittävät Säätiötä tuesta sekä Martti Hetemäkeä, Bengt Holmströmiä, Ari Hyytistä, Jussi Lahtea ja Mika Malirantaa huomioista ja kommentteista.

Acknowledgements: The preparation of this report would not have been possible without the long-term and in-depth cooperation with Tesi (Finnish Industry Investment Ltd) and especially with Henri Hakamo and Jakob Sandell. For this, ETLA and the authors extend their warm thanks!

This report is part of the *Availability of business financing and productivity development* project conducted by ETLA Economic Research and the Labour Institute for Economic Research LABORE, and kindly supported by the Finnish Securities Market Promotion Foundation. The authors thank the Foundation for its support. The authors are also grateful to Martti Hetemäki, Bengt Holmström, Ari Hyytinen, Jussi Lahti, and Mika Maliranta for their comments and observations.

Avainsanat: Yritysten kasvu, Yritysrahoitus, Oman pääoman ehtoisen rahoitus, Omistusrakenne, Pääomasijoittaminen

Keywords: Firm growth, Corporate finance, Equity finance, Ownership structure, Private equity

JEL: G24, G32, G34, L25

Sisällys

Päähavainnot	4
Oman pääoman ja erityisten yritysten näkökulma	5
Konsernitason orgaaninen työllisyyden kasvu.....	5
Seuraamme vuosikertaa 2013 kymmenen vuoden ajan.....	5
Vuotta 2013 myöhempää vuosikertoja ei analysoida	7
Millaiset konsernit Suomessa kasvavat?.....	8
Omistusmuutoksen kausaalivaikutus työllisyyteen.....	12
Omistusmuutoksen kausaalivaikutus tuottavuuteen	15
Suomessa eniten kasvaneet konsernit.....	15
Tapaustarkastelujen lähtökohtia.....	16
Suurin osa kovimmista kasvajista on sote-alalta.....	17
Keskustelu ja johtopäätökset	23
Liite 1: Käytetty aineisto ja sen muokkaamisessa tehdyt ratkaisut.....	25
Liite 2: Orgaanisen työllisyyden kasvun määrittely ja mittaus	26
Liite 3: Lisähuomioita ekonometrisestä analyysistä	27
Viitteet	32
Kirjallisuus	35

Päähavainnot

Tarkastelemme konserneja, jotka muodostuvat yhdestä tai useammassa osakeyhtiöstä. Keskitymme konsernien sisäsyntyiseen eli orgaaniseen kasvun – erotuksena yrittysjärjestelyjen kautta syntyvästä epäorgaanisesta kasvusta. Pääasiassa analysoimme orgaanisten henkilötövuosien muutoksia 2013–2023, joskin käsittelemme myös kokonaistuottavuutta. Näistä lähtökohdista vastaamme kysymykseen ”Millaiset yritykset Suomessa kasvavat?”

Erityisesti pääomasijoitteisuus mutta myös ulkomaalaisomisteisuus on harvinaista

Alle prosentti tarkastelemastamme konsernikannasta on missään vaiheessa pääomasijoitteisia. Ulkomaalaisomisteisuus on huomattavasti yleisempää mutta silti harvinaista. Ylivoimaisen suuri enemmistö konsernikannasta on yksityisessä kotimaisessa (ei-pääomasijoitteisessa) omistuksessa, ja suuren enemmistön osalta tilanne ei tässä suhteessa muutu kymmenessä vuodessa.

Kasvajajat ovat tyrmävästi pääomasijoitteisia ja jossain määrin myös ulkomaalaisomisteisia

Pääomasijoittajilla on absoluuttisesti henkilötövuosina ja suhteellisesti kasvuprosentteina täysin ylisuhtainen positiivinen vaikutus kohdeyritystensä pidemmän aikavälin kasvuun. Vaikutus tuottavuuden suhteen on samankaltainen.

Ulkomaalaisen omistajan vaikutus on myös positiivinen mutta karkeasti ottaen noin puolet pienempi kuin pääomasijoittajilla. Kotimaisella omistajalla ei näytä olevan vaikutusta suuntaan tai toiseen.

Osa analyysistamme keskittyy nimenomaan omistajuuden vaihdoksen vaikutuksiin ja siihen, aiheuttaako vaihdos kasvua. Havaitsemme, että kyse on nimenomaan omistajuuden siirtymisen jälkeisistä aktiivisista toimita – ei vain siitä, että onnistuttaisiin valitsemaan lähtökohtaisesti parempia kohteita.

Kyse on enemmän ihmisistä kuin rahasta

Työllisyyden kasvu ei itsessään ole oikeastaan minkään yksityisen konsernin päätavoite. Tämä on totta etenkin silloin, kun kyse on yksityisen pääomasijoituksen kohteesta. Silti pääomasijoittajat, ikään kuin sivutuotteenä, aiheuttavat muihin omistajaryhmiin verrattuna ylivoimaista kasvua.

Tulkitsemme tämän niin, että kyse on aktiivisesta ja osallistuvasta omistamisesta, jonka harjoittajiksi ovat valikoituneet poikkeuksellisen osaavat yksilöt, joilla on lisäksi suuret taloudelliset kannustimet kasvun tavoitteluun.

Omistajuuden laatu on määrää tärkeämpää

Pääoman ja omistajien määrän lisäksi Suomen yritysrahoitusjärjestelmässä pitäisi laittaa nykyistä enemmän painoa omistajuuden laatuun. Toimet yksityisten bisnesenkeliä ja pääomasijoittajien kannustamiselle sekä sijoitettavan yksityisvarallisuuden kumuloitumiselle ja sen kasvaviin yrityksiin suuntaamiselle tuntuvat tämän raportin analyysien valossa järkeviltä.

Oman pääoman ja erityisten yritysten näkökulma

Vastaamme tässä raportissa kysymykseen ”Millaiset yritykset Suomessa kasvavat?” myöhemmin tarkemmin määriteltävällä tavalla.

Painotamme **omistajuuden** ja **oman pääoman** ehtoisen rahoituksen merkitystä sekä niitä **erityisiä yrityksiä**, joiden voidaan ajatella synnyttävän suurimmat positiiviset vaikutukset koko kansantalouden tasolla.

Keväällä 2025 julkaistu ja osana samaa hanketta laadittu raporttimme painottaa vieraan pääoman ehtoista rahoitusta edustavan yrityksen näkökulmasta (Rouvinen & Ylhäinen, 2025).

Kasvulla on monia ulottuvuuksia, mutta keskitymme tässä pidemmän aikavälin työllisyyden kasvuun Suomessa.

Konsernitason orgaaninen työllisyyden kasvu

Kun yleisessä keskustelussa puhutaan isommasta yrityksestä, tarkoitetaan yleensä konsernia, joka muodostuu useammasta saman rakenteen alla olevasta osakeyhtiömuotoisesta yrityksestä.

Niinpä etenemme tämän raportin osalta käsitteellä **konserni**, vaikka tämä onkin alan tutkimuskirjallisuuden näkökulmasta poikkeuksellinen ratkaisu.

Perustelemme tätä sillä, että konserni – ei yksittäinen osakkuusyhtiö – on liiketoiminnan näkökulmasta lähinnä se taso, jolla keskeisiä liiketoiminnallisia päätöksiä tehdään. Silloin kun osakeyhtiöllä ei ole sen yläpuolella olevaa rakennetta, kohtelemme sitä yhden yrityksen muodostamana konsernina. Pääosa eli 92 % lähtöpopulaation konserneista on tätä tyyppiä, mutta koska ne ovat tyypillisesti pienempiä, niissä on vain 41 % lähtövuoden työllisyydestä.

Konserni voi kasvaa tai kutistua joko sisäsyntyisesti tai yritysjärjestelyiden kautta – orgaanisesti tai epäorgaani-

sesti.¹ Kasvun eri ulottuvuudet, kuten liikevaihto ja työllisyys, kehittyvät vain sattumalta yhtä jalkaa.

Valitsemallamme aineistolähtökohdalla pystymme erottamaan konsernitason orgaanisen ja epäorgaanisen muutoksen vain työllisyyden osalta. Niinpä, koska haluamme tässä raportissa tarkastella konserneja ilman yritysjärjestelyjen vaikutuksia, mielenkiintomme kohteena on **orgaanisen työllisyyden kasvu**, jossa työllisyys on mitattu henkilötyövuosina.

Perustelumme tälle on, että kansantaloudellisessa mielessä mielenkiinto yritysjärjestelyjen kautta tulevaan epäorgaaniseen kasvuun on selvästi orgaanista vähäisempi.² Ratkaisu on mielestämme oikea, vaikka se onkin tutkimuskirjallisuudessa harvinainen.

Painotamme, että orgaanisen työllisyyden kasvu sinänsä ei ole lainkaan tyypillisen yrityksen avaintavoitteiden joukossa. Erityisen totta tämä on silloin, kun puhumme ammattimaisten pääomasijoittajien ohjaamista yrityksistä.

Niinpä orgaaninen työllisyyden kasvu on muun liiketoiminnallisen menestyksen seurausta ja tavallaan sivutuote. Siten työllisyyden kasvu tai sen puute ei sinällään kerro sijoittajan hyvydestä tai huonoudesta muissa ulottuvuuksissa.

Tämän raportin viimekädessä kansantaloudellisesta näkökulmasta työllisyys on yksi keskeinen ulottuvuus. Lisäksi olisi toki syytä tarkastella arvonlisäystä ja tuottavuutta, mutta tällä aineistolähteellä tämä ei ole (kattavasti) mahdollista.

Seuraamme vuosikertaa 2013 kymmenen vuoden ajan

Haluamme tarkastella koko yrityskenttää pitkällä mutta mahdollisimman tuoreella aikaikkunalla siten, että yritysnimet ovat tiedossamme, jolloin myös tapaustutkimukset ovat mahdollisia. Niinpä emme tässä yhteydessä hyödynnä Tilastokeskuksen tutkimuslaboratorion aineistoja, vaan käytämme Etlan tilinpäätöstietokantaa sekä Tilastokeskuksen konserni-, yritys- ja toimipaikkarekisteriä yhdistettynä Tesin keräämiin tietoihin erityisesti koskien

omistusmuutoksia ja yritysjärjestelyjä, joihin mm. pääomasijoittajien tunnistaminen perustuu.

Aineistoon liittyviä yleisiä huomioita on laatikossa 1 ja Tesin aineiston kautta määrittävästä pääomasijoittamisesta laatikossa 2.

Seuraamme vuoden 2013 kohorttia vuoteen 2023 asti. Tarkastelussamme ovat mukana osakeyhtiömuotoiset konsernit, jotka vuonna 2013

- työllistivät yli 2 henkilöä (mitattuna henkilötötyvuosissa) ja joiden
- liikevaihto oli yli 100 000 euroa.

Käytetyn aineiston yksityiskohdat ilmenevät liitteestä 1.

Laatikko 1 Käytetyn aineiston haasteista

Tässä raportissa keskeisesti käytetty Tilastokeskuksen konserni-, yritys- ja toimipaikkarekisteri sisältää yksittäistapauksissa haasteita, joita emme kaikilta osin ole pystyneet ratkaisemaan. Toisinaan nämä haasteet liittyvät siihen, että joskus on käsitteellisestikin vaikea määrittää, missä konsernin rajat menevät.

Orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun erottelumme perustuu siihen, että kokonaiset toimipaikat vaihtavat omistajaa ja siirtyvät konsernirakenteesta toiseen. On mahdollista, että konserni myy ja ulkoistaa esimerkiksi vain tietotekniset tukitoiminnot tai kiinteistöjen kunnossapidon, jolloin osa henkilöstöstä siirtyy mutta aineistossa ei tapahdu toimipaikkojen omistajavaihdoksia. Tällaisia tapauksia emme pysty havaitsemaan.

Tarkennamme, että seuraamme nimenomaan lähtövuoden 2013 rakenteiden kehitystä. Tapaukset, joissa vuoden 2013 rakenne saa alleen uusia tai luovuttaa vanhoja elementtejä, tulevat huomioiduksi orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun laskemisessa. Jos koko konsernirakenne liittyy yläpuolelta uuteen rakenteeseen taikka konserni saa syystä tai toisesta uuden konsernitunnuksen, nämä eivät tule analyysissä huomioiduksi.

Edellä mainituista haasteista huolimatta etenemme kuitenkin virallisen Tilastokeskuksen aineiston mukaan, emmekä käy käsin jäljittämään kaikkia yksittäistapauksia, joka pelkästään julkisesti saatavilla olevan tiedon valossa olisi toisinaan mahdotontakin.

Vaikka aineistossamme on siis haasteensa, parhaan käsityksemme mukaan niillä ei ole vaikutusta tässä raportissa tehtäviin havaintoihin.

Laatikko 2 Pääomasijoittajien määrittely Tesin aineistoa hyödyntäen

Aineiston pääomasijoitukset määrittyvät kahdella tavalla. Osalla kohdeyrityksistä status pääomasijoitettuna yhtiönä perustuu Tesin kohderahastojen (eli pääosin kotimaisten *venture capital*-, *growth*- ja *buyout*-rahas-tojen) tekemiin sijoituksiin tai irtautumisiin. Lisäksi pääomasijoitustransaktioita on kartoitettu Tesin markkinatietomallin kautta, jonka myötä yrityksille saadaan havaittua myös muun tyyppisiä sijoittajia, kuten *family officet*, enkelisijoittajat ja ulkomaiset pääomasijoittajat.

Vuotta 2013 myöhempiä vuosikertoja ei analysoida

Koska ajatuksemme tässä raportissa on seurata vuoden 2013 kohorttia, jää käsitys vuosien 2014–2023 osalta tarkastelematta siltä osin, kun se koskee konserneja tai muita yrityksiä, jotka eivät lähtövuonna tai myöhempien yritysjärjestelyjen kautta liity vuoden 2013 kohorttiin. Kuvaamme tässä osiossa lyhyesti, mitkä tämän valinnan vaikutukset ovat.

Kuviossa 1 vasemmalla oleva pylväs kuvaa määritelmämme mukaisten konsernien (a) määrää ja (b) työllisyyttä vuonna 2013 (henkilömäärämuutokset kuviossa 1 ovat yhdistelmiä orgaanisista ja epäorgaanisista muutoksista). Kuviossa oikealla ovat vastaavan määritelmän mukaiset konsernit vuonna 2023 (liikevaihtoraja inflaatiokorjattuna bkt-deflaattorilla).

Kuviossa 1 **sinisen** värisävyillä on kuvattu ne konsernit, joita me tarkastelemme eli:

1. **Jatkavat:** 2013 määritelmän mukaiset konsernit, jotka ovat olemassa 2023 ja täyttävät edelleen määritelmän.
2. **Jatkavat, ei määritelmän mukaisia 2023:** 2013 määritelmän mukaiset konsernit, jotka ovat olemas-

sa 2023 mutta eivät enää täytä määritelmää (eli ovat kutistuneet alle määriteltyjen kokorajojen).

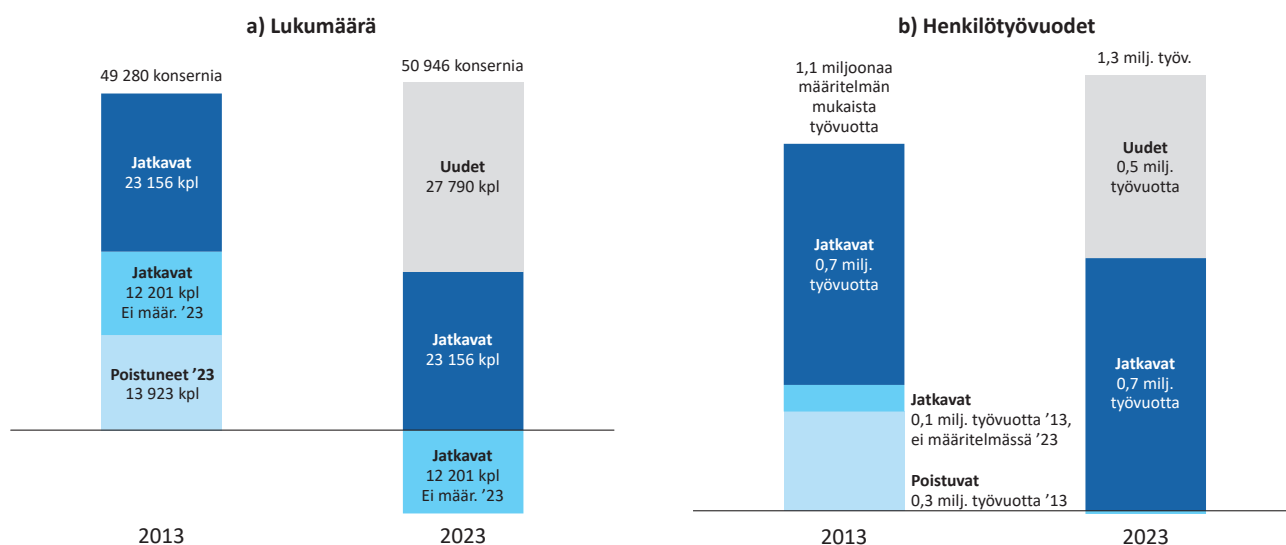
3. **Poistuneet 2023 mennessä:** 2013 määritelmän mukaiset konsernit, jotka eivät enää ole olemassa 2023.

Lisäksi kuviossa 1 ovat **harmaalla** ne konsernit, jotka eivät olleet olemassa tai eivät täyttäneet määritelmää vuonna 2013 mutta täyttävät sen vuonna 2023.

Kuviossa 1 vasemmalla (a) havaitaan, että noin puolet 2013 kohortista jatkaa siinä mielessä, että ne täyttävät määritelmän myös vuonna 2023. Oikealta (b) ilmenee, että nämä jatkavat konsernit säilyttävät (ja itse asiassa hieman lisäävät) lähtötyöllisyytensä mutta että kokonaisuutena 2023 kohortin työllisyys kutistuu noin kaksi kolmasosaan alkuperäisestä.

Kymmenen vuoden aikana uusia määritelmän täyttäviä konserneja ehtii kuitenkin muodostua siten, että niiden työllisyys on puoli miljoonaa kuviossa 1.b, jonka myötä määritelmän mukainen kokonaistyöllisyys nousee 1,1 miljoonasta henkilötyövuodesta vuonna 2013 noin 1,3 miljoonaan vuonna 2023. Emme tässä raportissa tehdyn rajauksen mukaan syvenny tähän alalle tulon dynamiikkaan, mutta asiaan syvennytään hankkeen ”Yritysrahoituksen saatavuus ja tuottavuuskehitys Suomessa” muissa kontribuutioissa.

Kuvio 1 Konsernien lukumäärät ja henkilötyövuodet alku- ja loppuvuonna



Lähde: Kirjoittajien laskelmat Etlan, Tesin ja Tilastokeskuksen aineistojen perusteella.

Millaiset konsernit Suomessa kasvavat?

Teemme tässä osiossa perushavaintoja otsikkomme ”Millaiset yritykset Suomessa kasvavat?” mukaisesti koskien konsernitason orgaanista työllisyyttä. Käsitlemme orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun täsmällistä määrittelyä liitteessä 2.

Kuvion 1.b perusteella tiedämme jo, että tarkasteltavan kohortin työllisyys supistuu erityisesti 2013–2023 poistuvien konsernien takia. Käyttämässämme laskentatavassa poistuminen näkyy siten, että negatiivisen orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun yhdistelmä vie konsernin kokonaistyöllisyyden nolleen.

Määrittelemme seuraavassa kohorttiimme muutamia alaluokkia. Sitten katsomme niiden absoluuttista ja suhteellista työllisyyden kehitystä erikseen kussakin ulottuvuudessa ja sitten kaikki ulottuvuudet yhdistäen.

Luokittelumme yleiset perusulottuvuudet koskien lähtövuoden tilannetta ovat:

1. ikä,³
2. koko⁴ ja
3. toimiala.⁵

Tunnistamme lähtötilanteessa neljä omistajatyyppejä (sitä, että järjestyksessä aiempaan ryhmään kuuluva ei voi enää kuulua myöhempään ryhmään):

1. valtio tai kunta,
2. pääomasijoitteinen,
3. ulkomaalaisomisteinen,
4. muu (eli yksityinen ja kotimaisomisteinen mutta ei pääomasijoitteinen).

Lisäksi käsitlemme kolmea lähtövuoden jälkeistä omistajamuutostyyppiä (2014–2023; siten, että järjestyksessä aiempaan ryhmään kuuluva ei voi enää kuulua myöhempään ryhmään):

1. Tulee pääomasijoitteiseksi.⁶
2. Tulee ulkomaalaisomisteiseksi.⁷
3. Tulee kotimaalaisomisteiseksi.⁸
4. Ei mitään edellä olevista omistajatyypinmuutoksista.

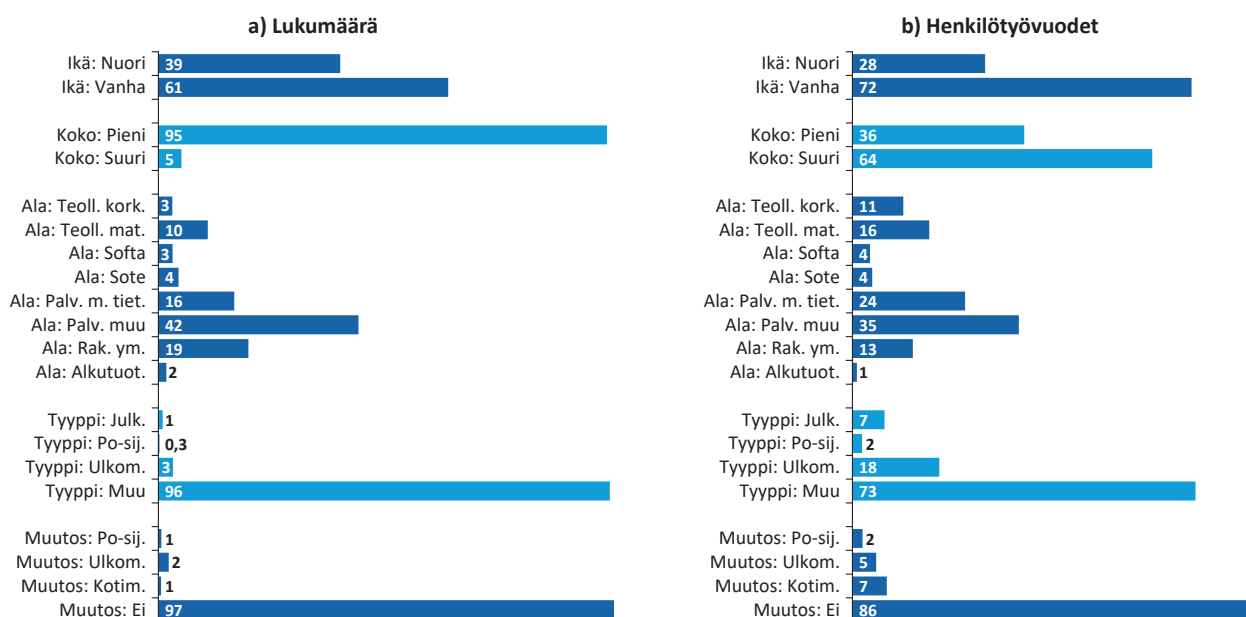
Määriteltujen luokkien perusteella tulee viisi karkeaa toisensa poissulkevaa ulottuvuutta – ikä, koko, toimiala, omistajatyyppi ja omistajamuutos –, joissa kussakin on kirjo konsernitason orgaanista ja epäorgaanista muutosta, jotka soveltamassamme laskentatavassa pitävät sisällään sen mahdollisuuden, että konsernin olemassaolo lakkaa kokonaan.⁹ On syytä huomata, että kaikki konsernit kuuluvat aina yhteen (ja vain yhteen) ryhmään kussakin luokassa ja niinpä vaikkapa nuorien ja vanhojen konsernin osuudet summautuvat sataan jne.

Tarkastelemme seuraavassa vuoden 2013 kohortin konserneja seuraavasti:

- Konsernimäärät ja -työllisyydet pääluokittain lähtövuonna kuviossa 2.
- Kasvu pääluokittain absoluuttisesti ja suhteellisesti kuviossa 3.
- Kasvu kaikki ominaisuudet yhdistäen – siis 512 luokassa – absoluuttisesti kuviossa 4.¹⁰
- Kasvu kaikki ominaisuudet yhdistäen – siis 512 luokassa – suhteellisesti kuviossa 5.

Kuvion 2 osasta (a) havaitaan, että lukumääräisesti tarkasteltavassamme kohortissa kolme viidestä konsernitä on toiminut vähintään 10 vuotta ja 95 % työllistää alle 50 henkilötyövuoden verran. Kuvion 2 osasta (b) puolestaan havaitaan, että lähtövuoden työllisyys painottuu vanhempiin ja suurempiin konserneihin. Sekä lukumääräisesti että työllisyydellä mitattuna merkittävimmän toimialaryhmän muodostavat muut kuin tietointensiiviset palvelut, kuten vähittäiskauppa sekä majoitus- ja ravitsemustoiminta. 96 % konserneista on yksityisessä kotimaisessa omistuksessa ja ne muodostavat myös työllisyydellä mitattuna suurimman omistajaryhmän. 97 %:ssa konserneista ei tapahtunut määritystemme mukaisia omistumuutoksia tarkasteluajankohtana; kyseinen ryhmä on suurin myös työllisyydellä mitattuna.

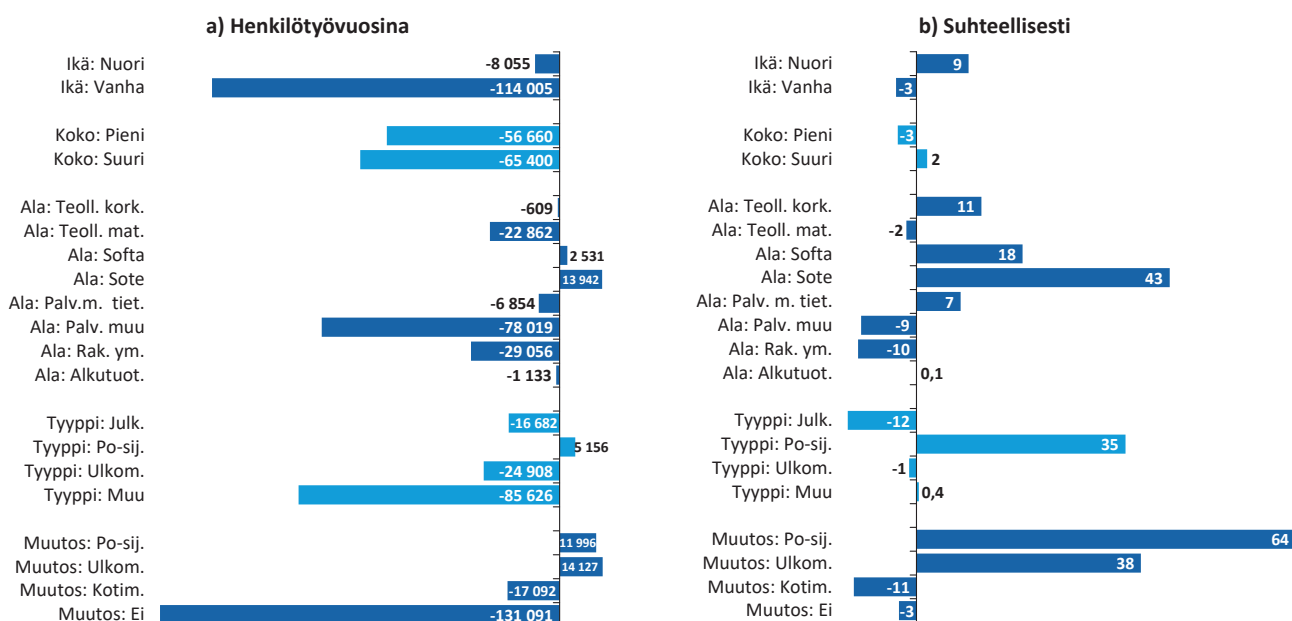
Kuviossa 3 vasemmalla (a) on kunkin ryhmän orgaanisen työllisyyden muutos henkilötyövuosina mitattuna. Kukin luokka on tässä suhteessa aina 122 060 henkilötyövuotta miinuksella eli tämä on koko kohortin orgaanisen työllisyyden kutistuminen (erotuksena kuviosta 1.b, joka kertoo orgaanisen ja epäorgaanisen yhteisvaihtokutuksesta). Toimialoista kuitenkin sote-palvelut (ja softa) pinnistävät plussalle samoin kuin lähtövuoden omistajatyypeistä pääomasijoittajat. Kuten kuviosta 2.a

Kuvio 2 Luokan osuus lähtövuoden (2013) konsernien lukumäärästä ja henkilöttyövuosista, %


Lähde: Kirjoittajien laskelmat Etlan, Tesin ja Tilastokeskuksen aineistojen perusteella.

ilmenee, lähtövuoden jälkeiset omistajamuutokset ovat melko harvinaisia, mutta kun sellaisia tapahtuu, niin kuvion 3.a perusteella ryhmänä ulkomaalaisomisteisiksi

tai pääomasijoitteisiksi muuttuvat saavuttavat molemmat yli 10 000 henkilöttyövuoden orgaanisen työllisyyden lisäykset.

Kuvio 3 Orgaanisen työllisyyden muutos 2013–2023 henkilöttyövuosina ja suhteellisesti, % (normalisoitu)


Kuviossa oikealla normalisointi on ao. luokan muutos vähennettynä yleisellä muutoksella, joka 2013–2023 oli -11,4 %.

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Etlan, Tesin ja Tilastokeskuksen aineistojen perusteella.

Kuviossa 3.b katsomme ryhmän muutosta suhteessa sen alkukokoon normalisoituna siten, että yleisen kutistumisen vaikutus on eliminoitu (jolloin luokan ryhmien muutosten painotettu keskiarvo on nolla). Silmään pistää erityisesti se, että suhteessa lähtötyöllisyyksiinsä melko harvat pääomasijoitteiseksi siirtyvä konsernit saavuttavat ryhmänä massiivisen orgaanisen työllisyyden kasvun; myös ulkomaalaisomisteiseksi siirtyvät kasvavat tässä suhteessa huomattavasti. Lähtövuoden omistajatyypistä julkisomisteisuus on selvästi miinusta ja pääomasijoiteisuus plussaa. Toimialoista kasvavat sote, softa ja muut tietointensiiviset palvelut sekä korkean teknologiatason teollinen toiminta.

Käyttämässämme viidessä luokassa on 2 ikä-, 2 koko-, 8 toimiala-, 4 omistajatyypin- ja 4 omistajuusmuutosryhmää eli yhteensä $2 * 2 * 8 * 4 * 4 = 512$ sellaista määritelmällisesti toisensa poissulkevaa solua, joihin liittyy yksi kustakin viiden luokan ryhmämääreestä – siis esimerkiksi Vanha, Suuri, Palv. muu, Omistajatyypin Muu (eli yksityinen ja kotimainen mutta ei pääomasijoitteinen) ja Omistajamuutos Ei (ei siirry pääomasijoitteiseksi taikka kotimaisesta ulkomaiseksi tai päinvastoin).

Kuviossa 4 on näistä soluista 10 eniten orgaanista työllisyyttä lisännyttä, jotka yhdessä ovat 54 % kaikkien

ylipäättään kasvavien solujen muutoksista. Esimerkiksi ensimmäinen rivi kertoo, että lähtökohtaisesti nuorien, suurten, sote-alan konsernien, jotka siirtyvät ulkomaalaisomistukseen, orgaaninen työllisyys lisääntyy; 7 951 henkilötyövuodella 2014–2023.

Kuten kuvion 4 kahdesta ensimmäisestä sarakkeesta havaitaan, sekä nuorien ja vanhojen että pienien ja suurien konsernien soluja on parhaiten kasvavien joukossa. Kolmannesta sarakkeesta ilmenee, että sote- ja softapalvelut sekä muut tietointensiiviset palvelut ovat tyypillisimpiä toimialoja. Neljännen sarakkeen perusteella tiedetään, että yhtä poikkeusta lukuun ottamatta (pääomasijoitteiset) eniten kasvavat solut olivat lähtökohtaisesti yksityisessä kotimaisessa omistuksessa. Viides sarake puolestaan viittaa siihen, että eniten työllisyyttä lisänneissä konserneista suuressa osassa tapahtui omistajuuden muutos pääomasijoitteiseksi tai ulkomaiseksi.

Kuviossa 5 on laskelma kuvion 4 tapaan mutta siten, että orgaaninen työllisyyden kasvu on suhteutettu solun lähtötyöllisyyteen. Edellisen kuvion absoluuttiseen kasvuun verrattuna suhteellista kasvu on lähtökohtaisesti hieman enemmän nuorten ja pienten konsernien soluissa. Toimialakirjo ei ole lainkaan niin yksipuolinen kuin edellä: listalla saavat mainintoja sote- ja softapal-

Kuvio 4 Henkilötyövuosissa 10 suurinta orgaanisen työllisyyden muutoksen luokkaa, % (54 % kaikkien niiden luokkien muutoksista, joissa ylipäättään kasvua)

Ikä	Koko	Ala	Tyyppi	Muutos	
Nuori	Suuri	Sote	Muu	Ulkom.	7 951
Nuori	Suuri	Palv. m. tiet.	Po-sij.	Ei	4 646
Nuori	Suuri	Palv. m. tiet.	Muu	Po-sij.	2 527
Nuori	Pieni	Softa	Muu	Po-sij.	2 390
Vanha	Pieni	Sote	Muu	Ulkom.	1 939
Nuori	Suuri	Sote	Muu	Ei	1 851
Nuori	Suuri	Palv. muu	Muu	Po-sij.	1 408
Nuori	Pieni	Softa	Muu	Ei	1 247
Nuori	Pieni	Palv. m. tiet.	Muu	Ulkom.	1 240
Vanha	Suuri	Palv. m. tiet.	Muu	Po-sij.	1 068

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Etlan, Tesin ja Tilastokeskuksen aineistojen perusteella. Tarkastelu koskee ajanjaksoa 2013–2023.

veluiden lisäksi rakentaminen ym. sekä listan kärkeen ponnahtava korkean teknologiaintensiteetin teollisuus samoin kuin yksi matalamman teknologiaintensiteetin teollinen solu. Kuten edellä, lähtötilanteessa valtaosa konserneista on kotimaisessa omistuksessa, ja omistajuuden muutos liittyy suhteellisesti eniten kasvaneisiin soluihin – dominoivasti kyse on pääomasijoittajan mukaantulosta, mutta kertaalleen esiintyy myös siirtyminen julkisomisteisesta yksityiseksi kotimaiseksi (mutta ei pääomasijoitteiseksi) sekä kotimaisesta ulkomaalaiseksi.

Kuviot 3–5 tarjoavat karkean mutta tyrmäävänkin vastauksen siihen, millaiset konsernit kasvavat: **pääomasijoitteiset**. Ja jossain määrin ulkomaiseen omistukseen siirtyneet.

Yleisemmin ajattelempa, että etenkin pääomasijoitusten tapauksessa kyse on informaatiointensiivisestä yritysrahoituksesta siten, että sen harjoittajiksi ovat valikoituneet poikkeuksellisen osaavat yksilöt ja että heillä on lisäksi suuret taloudelliset kannustimet kasvun tavoitteluun. Vaikka heidän tavoittelemansa kasvun keskeisin ulottuvuus onkin kohdeyrityksen arvonnousussa mukaantulon ja irtautumisen välisessä aikaikkunassa, tämän ”sivutuotteena” näyttää myös realisoituvan kosolti

orgaanisen työllisyyden kasvua niin absoluuttisesti henkilötyövuosina kuin suhteellisenä kasvuna mitattuna.

Kuvioiden 3–5 pääomasijoittajia koskevaa havaintoa voi selittää se, että he pystyvät yksinkertaisesti valitsemaan parhaan kasvupotentiaalin yrityksiä, tai se, että tultuaan sisään yritykseen he aiheuttavat toimillaan rivakkaa kasvua.

Pureudumme pääomasijoittajien jälkimmäiseen kontribuutioon eli aiheutettuun kasvuun seuraavassa osiossa.

On hyvä pitää mielessä, että edellä olevista kuvioista nousevat havainnot ovat yleistyskiä. Kasvun kannalta hyviä ja huonoja tulemia löytyy kaikilta toimialoilta. Tarkkaan ottaen jokainen kasvutarina on omanlaisensa, vaikka niissä onkin niitä yhdistäviä piirteitä. Näitä havaintoja konkretisoi taulukko 1, jossa on suhteellisesti 2013–2023 eniten orgaanisesti kasvaneita konserneja.¹¹

Taulukkoon 1 listatuista 20 konsernista 16 oli tarkastelun lähtövuonna 2013 alle 10 vuotta vanhoja ja 14 työlisti alle 10 henkilötyövuotta. Mikään yksittäinen toimiala ei dominoi, vaikka useimmat konsernit toimivatkin palvelualoilla, kuten sote-aloilla, henkilöstöpalveluissa ja konsultoinnissa. Korkean teknologiatason konserneihin

Kuvio 5 Henkilötyövuosissa suhteellisesti 10 suurinta orgaanisen työllisyyden muutoksen luokkaa, % (suhteessa luokan lähtötyöllisyyteen)

Ikä	Koko	Ala	Tyyppi	Muutos	
Nuori	Pieni	Teoll. kork.	Muu	Po-sij.	458
Nuori	Pieni	Softa	Muu	Po-sij.	407
Nuori	Pieni	Teoll. mat.	Muu	Po-sij.	321
Nuori	Pieni	Sote	Muu	Po-sij.	286
Nuori	Suuri	Sote	Po-sij.	Ei	282
Nuori	Pieni	Rak. ym.	Muu	Po-sij.	265
Nuori	Pieni	Palv. muu	Julk.	Muu	261
Nuori	Suuri	Rak. ym.	Muu	Po-sij.	253
Vanha	Pieni	Softa	Muu	Po-sij.	249
Nuori	Suuri	Sote	Muu	Ulkom.	226

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Etlan, Tesin ja Tilastokeskuksen aineistojen perusteella. Tarkastelu koskee ajanjaksoa 2013–2023.

Taulukko 1 Suhteellisesti 2013–2023 eniten orgaanisesti kasvaneita konserneja

Nimi (kuvaus)	Työllisyys (htv), 2013	Orgaanisen kasvun %-osuus, 2013–2023	Orgaaninen kasvu-% (p.a.), 2013–2023
Sahera Koti Puhtaaksi (siivouspalvelut)	2,1	100	64
Omapaja (kevytyrittäjyyspalvelut)	3,2	100	63
Framery (äänieristettyjen työtilojen valm.)	5,2	100	53
Suomen Ässä-Asunnot (asuinrak. & vuokraus)	3,5	62	52
Pilke Päiväkodit (lasten päiväkodit)	25,0	88	51
Gofore Lead (liikkeenjohdon konsultointi)	4,0	100	50
Ikifit (ikäntyneiden hoitolaitokset)	5,8	99	49
LMG Finland (keittiökalusteiden valm.)	2,5	100	48
Fitness24Seven (kuntokeskukset)	3,1	100	47
Vestas Finland (tuulivoim. turbiinien valm.)	5,9	100	44
Farmania (työvoiman vuokraus apteekkeille)	4,6	100	40
Twoday (ohjelmistojen suunnittelu ja valm.)	4,1	31	40
Bluefors (mittauslaitteiden valmistus)	14,1	100	40
Bolt.Works (työvoiman vuokraus)	63,4	100	40
Blueprint Genetics (kliiniset geenitestit)	8,6	100	39
Integrata (liikkeenjohdon konsultointi)	6,8	100	38
Noho Partners (ravintolat)	59,0	96	36
Schibsted Suomi (mainostilan vuokr. & myynti)	10,0	90	35
Helsingin Kaukokiito (teliikenteen logistiikkap.)	5,4	32	35
FCG Finnish Consulting Group (yhdyskuntasuun.)	23,7	92	34

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Etlan ja Tilastokeskuksen aineistojen perusteella.

lukeutuvat listassa esimerkiksi kvanttietokoneiden jäädyttimien valmistaja Bluefors ja kliinisiä geenitestejä tarjoava Blueprint Genetics. Vuonna 2013 kaikki konsernit kahta lukuun ottamatta olivat yksityisessä kotimaisessa omistuksessa. Tarkasteluajanjakson aikana viisi konsernia sai pääomasijoituksen. Lisäksi viisi konsernia myytiin ulkomaiseen omistukseen muulle taholle kuin pääomasijoittajalle. Listalla olevat konsernit ovat kasvaneet pääosin orgaanisesti; vain neljässä konsernissa orgaanisen kasvun osuus koko työllisyyden kasvusta jää alle 90 %:n.

Omistusmuutoksen kausaali-vaikutus työllisyyteen

Kysymme tässä osiossa erityisesti **aiheuttaako** omistajuuden muutos, syy-seuraus- eli kausaalimielessä, orgaanista työllisyyden kasvua Suomessa?

Lähestymistapamme on sukua Davis ym. (2025) tutkimukselle, joskin käytämme viimeaikaisessa tutkimuskirjallisuudessa suositeltua vaihtoehtoisia ja mielestämme parempaa menetelmää (Baker ym., 2022; Callaway & Sant’Anna, 2021). Seuraavassa tarkastelemme ensin pääomasijoittajien (kansallisuuteen katsomatta) sekä sitten ulkomaalaisten ja kotimaisten omistajien vaikutuksia.¹²

Omistajuuden muutosten vaikutusten tutkiminen on haastavaa, sillä kohdeyritykset eivät ole satunnaisesti valikoituneita. Esimerkiksi pääomasijoituksia saaneet kohdeyritykset on seulottu laajasta massasta siten, että niiden kasvumahdollisuudet voivat poiketa merkittävästikin muusta yritysjoukosta. Tämän vuoksi yksinkertaiset vertailut pääomasijoituksia saaneiden ja muiden yritysten välisistä eroista voivat heijastella pikemminkin valikoitumista kuin sijoitusten vaikutusta. Lisäksi vaikutukset voivat olla erilaisia eri yrityksille sekä vaihdella eri sijoitusvuosina ja yli ajan. Nämä seikat voivat

johtaa harhaanjohtaviin tuloksiin perinteisten vaikutavuuden arviointiin käytettyjen menetelmien kohdalla (Baker ym., 2022).

Perinteinen ”erotukset erotuksessa” -menetelmä (*difference-in-differences*) toimii lääketieteellisen tutkimuksen periaatteella, jossa on ”lääkettä nauttinut” koeryhmä ja (tietämättään) ”placeboa” saanut vertailuryhmä. Ajatuksena on seurata näitä ryhmiä ennen ja jälkeen lääkkeen tai placebon nauttimista sekä erottaa ryhmien välillä havaitun muutoksen perusteella lääkkeen vaikutus. Callawayn ja Sant’Annan (2021) parannus huomioi tilanteet, jossa lääkettä ei ole saatu samaan aikaan. Menetelmä laskee ryhmä- ja aikakohtaiset hoitovaikutukset vertaamalla kunkin hoitokohortin kehitystä vertailuryhmään siten, että vertailuryhmän havainnot painotetaan hoitokohorttiin kuulumisen todennäköisyyden perusteella – mitä suurempi todennäköisyys kuului kyseiseen kohorttiin, sitä suurempi paino. Kaiken kaikkiaan tämä menetelmä¹³ luo uskottavan ”omenoita omenoihin” vertailuasetelman tilanteessa, jossa esikuvana toimiva satunnainen koeasetelma ei ole mahdollinen.

Mallinamme Callawayn ja Sant’Annan (2021) menetelmällä erikseen ensimmäisen pääomasijoituksen saannin tai omistajatyypin vaihdoksen sekä tämän jälkeisen kehi-

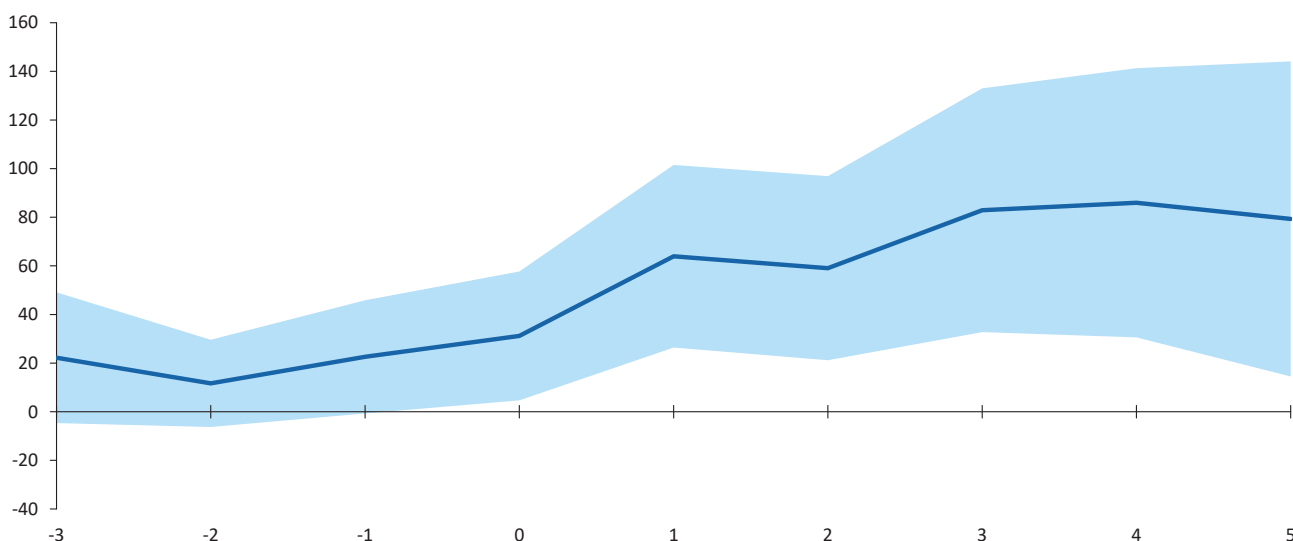
tyksen. Huomioimme molemmissa vaiheissa konsernin keskeiset taustatekijät.¹⁴ Tällä lähestymistavalla meillä on kaksikertainen varmistus tulosten oikeellisuudelle (*doubly robust*), sillä jos edes toinen tulemaa tai omistusmuutosta koskevista malleista on oikein määritelty, teemme oikeansuuntaisia havaintoja (Roth ym., 2023).¹⁵

Käytettävä aineisto on sama kuin edellisessä osiossa, kuitenkin seuraavin rajauksin (rajaukset seuraavassa ensimmäisen analyysin osalta – rajaukset vastaavasti ulkomaisen ja kotimaiseen omistukseen siirtymisen osalta):

- Tutkimme vuosina 2015–2020 ensimmäisen kerran pääomasijoituksia saaneita konserneja, joista on saatavissa tarkastelua varten riittävä aineisto. Vaadimme, että kohdekonserneilla ja niiden verrokeilla on aineistossa vähintään kaksi pääomasijoituksen saantia edeltävää havaintovuotta ja kaksi havaintovuotta rahoituksen saamisen jälkeen (rahoitusvuosi mukaan lukien).
- Tarkastelemme vaikutuksia aineiston mahdollisessa aikaulottuvuudessa. Sallimme myös sen, että konserni voi poistua aineistosta kesken tarkasteluikunan.

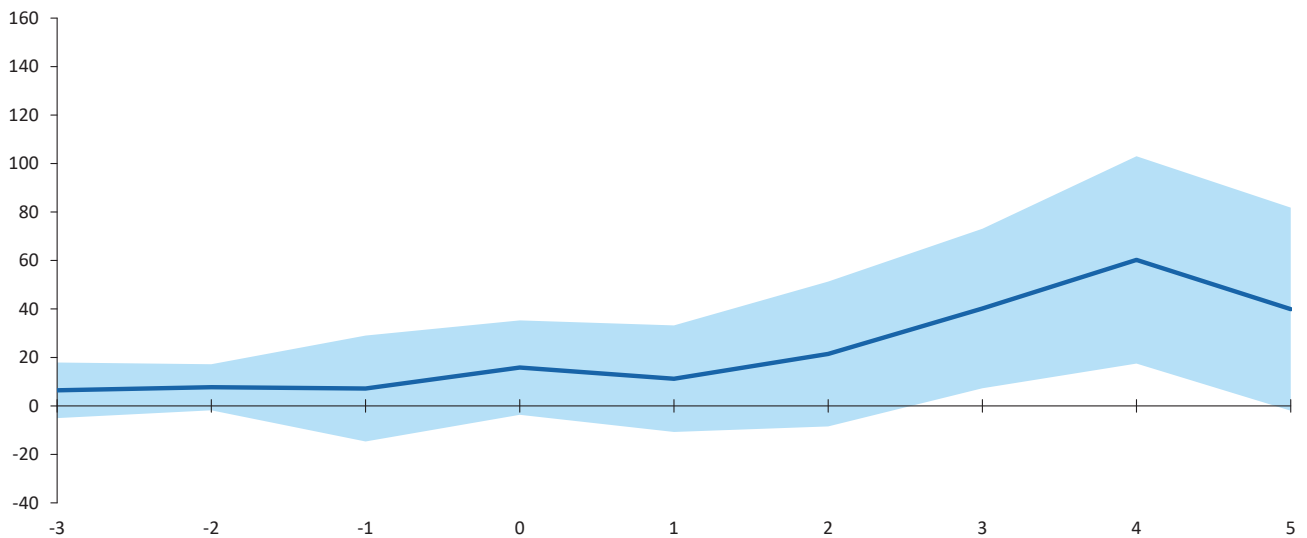
Selitettävänä muuttujana on konsernin orgaanisen työllisyyden kehitys indeksimuodossa.¹⁶ Keskeisenä mielen-

Kuvio 6 Pääomasijoituksen vaikutus kohdekonsernin orgaaniseen työllisyyteen



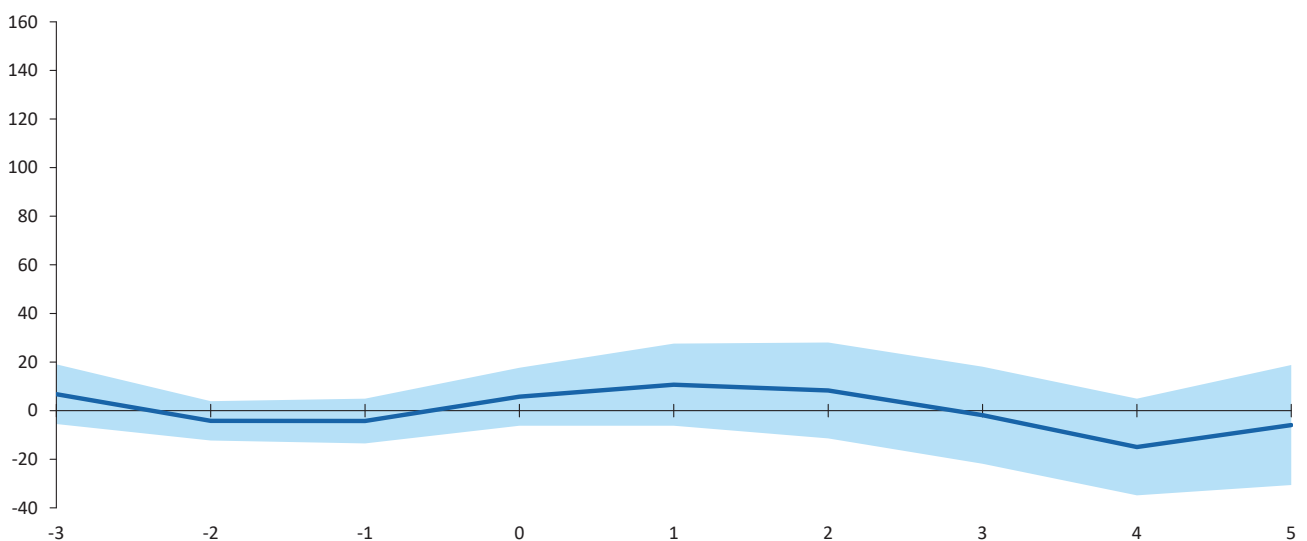
Kuviossa esitetään pääomasijoituksen saamisen keskimääräiset vaikutukset kohdekonserniin (ATET, indeksipistettä suhteessa lähtövuoteen) ennen ja jälkeen omistusmuutoksen sekä näiden samanaikaiset 95 %:n luottamusvälit (multiplier bootstrap; 1 999 toistoa).

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Etlan, Tesin ja Tilastokeskuksen aineistojen perusteella.

Kuvio 7 Ulkomaalaisomistukseen siirtymisen vaikutus kohdekonsernin orgaaniseen työllisyyteen

Kuviossa esitetään ulkomaalaisomistukseen siirtymisen keskimääräiset vaikutukset kohdekonserniin (ATET, indeksipistettä suhteessa lähtövuoteen) ennen ja jälkeen omistusmuutoksen sekä näiden samanaikaiset 95 %:n luottamusvälit (*multiplier bootstrap*; 1 999 toistoa).

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Etlan, Tesin ja Tilastokeskuksen aineistojen perusteella.

Kuvio 8 Kotimaiseen omistukseen siirtymisen vaikutus kohdekonsernin orgaaniseen työllisyyteen

Kuviossa esitetään kotimaiseen omistukseen siirtymisen keskimääräiset vaikutukset kohdekonserniin (ATET, indeksipistettä suhteessa lähtövuoteen) ennen ja jälkeen omistusmuutoksen sekä näiden samanaikaiset 95 %:n luottamusvälit (*multiplier bootstrap*; 1 999 toistoa).

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Etlan, Tesin ja Tilastokeskuksen aineistojen perusteella.

kiinnon kohteena on ensimmäisen pääomasijoituksen tai omistajuusmuutoksen hetkeä kuvaava indikaattori.¹⁷

Raportoimme seuraavassa edellä kuvatun mallikehikon avulla johdetut omistusmuutosten keskimääräiset vaikutukset kohde- ja verrokkikonsernien välillä (*average treatment effect on the treated*).¹⁸

Pääomasijoitusten vaikutuksia koskevat tulokset on esitetty kuviossa 6. Tulosten perusteella pääomasijoituksilla on positiivinen vaikutus kohdekonsernin orgaanisen työllisyyden kehitykseen rahoituksen saantia koskevalla periodilla ja kaikkina viitenä tämän jälkeisenä vuonna.

Kuvion 6 perusteella pääomasijoittajan mukaantulo nostaa kohdekonsernin orgaanisen työllisyyden lähtövuoden konsernityöllisyyteen suhteutettua indeksiä keskimäärin noin 67 %-yksikköä (indeksipistettä) verrattuna tilanteeseen, jossa pääomasijoittaja ei olisi tullut konsernin omistajaksi.¹⁹

Kuviossa 7 tarkastelemme kuvion 6 kanssa vastaavasti ulkomaalaisomistukseen siirtymisen vaikutuksia. Kohdekonsernin orgaanisen työllisyyden lisäkasvu on tilastollisesti merkitsevä kolmannen ja neljännen vuoden kohdalla. Ulkomaalaisomistus on yhteydessä noin 30 %-yksikköä korkeampaan orgaaniseen työllisyyteen suhteessa lähtövuoden tilanteeseen.²⁰

Kotimaiseen omistukseen siirtymisen vaikutusta koskevat tulokset on esitetty kuviossa 8. Tulosten perusteella kotimaiseen omistukseen siirtymisellä ei keskimäärin ole tilastollisesti havaittavaa nollasta poikkeavaa vaikutusta kohdekonserneihin.²¹

Omistusmuutoksen kausaalivaikutus tuottavuuteen

Seuraavaksi tarkastelemme omistajuusmuutoksen yhteyttä tuottavuuskasvuun. Tältä osin inspiraatiomme on erityisesti Levine ja Warusawitharana (2021), joskin poikkeamme heidän lähestymistavastaan useissa ulottuvuuksissa. Seuraavassa kuvaamme keskeisten muutustujen muodostamisen ja lähestymistapamme pääpiirteittäin.

Mallin estimoinnissa haasteena on se, että tuotantopanoksiin liittyvät valinnat ovat yhteydessä (tutkijalle) havaitsemattomaan tuottavuuteen (lisää kokonaistuottavuuden laskemisesta liitteessä 3). Ratkaisemme tämän haasteen Levinsohnin ja Petrinin (2003) kontrollifunktiomenetelmällä (ks. liite 3). Mallissa työpanokset oletetaan vapaiksi muuttujiksi – joita koskevat valinnat tehdään tuottavuussokin realisoitumisen jälkeen – ja pääomakanta oletetaan tilamuuttujaksi, joka on ennalta määräytynyt.

Estimoimme liitteessä 3 kuvattavan dynaamisen panee-limallin tutkiaksemme, miten omistajuus ja rahoitus yhdessä vaikuttavat tulevaan tuottavuuskasvuun.

Liitetaulukon 2 tulosten perusteella toteamme, että pääomasijoitukset ovat positiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi yhteydessä tulevaan tuottavuuskasvuun. Ulkomaalaisomistus on positiivisesti ja kotimainen omistus negatiivisesti yhteydessä tulevaan tuottavuuskasvuun. Oman pääoman kasvu ei itsessään lisää tuottavuuskasvua – kyse on siis nimenomaan omistajuuden muutoksista.

Kokonaisuutena tuottavuutta koskevat ekonometriset tulokset (liite 3) viittaavat siihen, että pääomasijoitukset ja varauksin myös ulkomaalaisomistus ovat positiivisesti yhteydessä tulevaan tuottavuuden kasvuun. Kotimaisen omistuksen yhteys tulevaan tuottavuuskasvuun näyttääsi olevan pikemminkin negatiivinen.

Suomessa eniten kasvaneet konsernit

Kuvaileva osio edellä tarjosi viitteitä siitä, että rivakka orgaanisen työllisyyden kasvu on keskeisesti yhteydessä omistajamuutoksiin ja erityisesti pääomasijoittajan mukaantuloon.

Edellä esitetyt tilastoanalyysit täsmensivät pääomasijoittajiin, ja varauksin ulkomaalaisomistajiin, liittyviä havaintoja siten, että oikeanlainen sijoittaja nimenomaan aikaansaa syy-seuraus-mielessä kasvua.

Kyse ei siis ole vain siitä, että tietyt sijoittajat onnistuivat muita paremmin valitsemaan jo valmiiksi parhaat ai-

hiot. Sen sijaan analyysit osoittavat, että ne nimenomaan omilla toimillaan aikaansaavat lisäkasvua.

Jotta saisimme syvyyttä konsernitason kasvun luonteeseen, teemme tässä osiossa muutamia tapaustutkimuksia. Otamme valintaperusteeksi suurimmat positiiviset muutokset konsernin kokonaistyydytyksessä Suomessa. Näin pystymme tarkastelemaan orgaanisen kasvun lisäksi aiemmin sivuun jäänyttä epäorgaanista eli yrityskauppojen kautta syntyntä kasvua.

Tapaustarkastelujen lähtökohtia

Eri konsernien kasvun polut voivat vaihdella suuresti. Yhtäältä omistusmuutos voi aikaansaada kasvun. Toisaalta kasvun saavuttaminen tai riittävien resurssien saaminen voi myös edellyttää yrityksen omistuksen muutosta. Monissa tapauksissa konsernit käyttävät omia osakkeitaan yrityskaupan maksuvälineenä. Tällöin yrityskauppa johtaa omistusmuutoksiin myös ostajalla.

Kasvun tavat ovat eri konserneissa erilaisia. Osa kasvaa yritysjärjestelyjen avulla. Toisten kasvu puolestaan pohjautuu orgaaniseen kasvuun.

Tämän moninaisuuden takia tässä osiossa syvennyttään kasvun yksittäistapauksiin. Vaikka tilastolliset menetelmät ovat erinomaisia laajojen ilmiöiden yleistämiseen ja syy-yhteyksien tunnistamiseen, ne eivät useinkaan pysty tarjoamaan yksityiskohtaista ymmärrystä kasvun takana olevista hienojakoisemmista tekijöistä. Tapaustarkastelut eivät siis pyri ensisijaisesti vastaamaan mitä tapahtui -kysymykseen vaan pikemminkin siihen, että miten tai miksi se tapahtui.

Tämän osion tavoitteena on siis syventää ymmärrystä tekijöistä, jotka ajavat poikkeuksellista kasvua. Erityisesti käydään läpi rahoituksen merkitystä ja omistusmuutoksia konsernien kasvussa ja sen pysähtymisessä.

Analyysin kohteena on 10 konsernia, jotka ovat lisänneet eniten henkilöstöä kotimaassa. Ne on poimittu edellä tässä raportissa kuvatusta aineistosta.

Ryhmä edustaa siis menestystarinoita. Ne ovat konserneja, jotka ovat osoittaneet poikkeuksellista kykyä kasvattaa liiketoimintaansa ja saavuttaa merkittävää kasvua henkilöstömäärän osalta. Analyysi ei keskity taloudellisiin tunnuslukuuihin, vaan siinä pyritään tarkemmin kuvaamaan tekijöitä, jotka ovat muokanneet yritysten kasvua.

Taulukko 2 Eniten Suomessa kokonaistyydytyttään lisänneet konsernit

Yrityksen/ konsernin nimi	Ala	Henkilöstön määrän kasvu Suomessa, 2013–2023	Henkilöstö Suomessa, 2013	Henkilöstö Suomessa, 2023	Omistus, 2025	Orgaanisen kasvun osuus koko kasvusta, %	Orgaaninen kasvu-% (p.a.), 2013–2023
Attendo Finland	Sosiaali- ja terveyspalv.	11 741	865	12 606	Ulkom. tytäryritys	47	22
Barona	Työvoiman vuokraus	4 689	3 043	7 732	Yks. kotimainen	84	9
Pihlajalinna	Sosiaali- ja terveyspalv.	3 877	732	4 609	Pörssiyritys	36	11
Terveystalo	Sosiaali- ja terveyspalv.	3 820	2 178	5 998	Pörssiyritys	29	4
Esperi Care	Sosiaali- ja terveyspalv.	3 346	1 735	5 081	Pääomasijoittaja	61	8
Cor Group	Sosiaali- ja terveyspalv.	2 271	446	2 717	Yks. kotimainen	88	19
Sweco Finland	Suunnittelutoimisto	1 817	950	2 767	Ulkom. tytäryritys	57	8
Pilke päiväkodit	Sosiaali- ja terveyspalv.	1 746	25	1 771	Ulkom. tytäryritys	88	51
Bolt.Works Oy	Työvoiman vuokraus	1 738	63	1 801	Pääomasijoittaja	100	40
Etola Group	Työkalu- ja tarviketukku.	1 390	270	1 660	Yks. kotimainen	13	5
Yhteensä		36 435	10 308	46 739		56	12

Huom. Tarkastelu perustuu vuoden 2013 konserni-, yritys- ja toimipaikkarekisterin rakenteisiin. Seuraamme tätä kohorttia vuoteen 2023 saakka. Vuonna 2013 aineistossamme on Bolt.Works Oy, jolla tuolloin ei ollut konsernirakennetta. Myöhemmin Bolt.Works Oy:stä tuli Bolt Group Oy:n tytäryritys. Vuonna 2021 Bolt Group Oy osti Trenoxin, mutta se ei tässä yhteydessä näy epäorgaanisena kasvuna, koska yrityskaupan kohde ei ole Bolt.Works Oy:n alla.

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Etlan, Tesin ja Tilastokeskuksen aineistojen perusteella. Konsernit, jotka kasvattivat Suomen henkilöstömääräänsä absoluuttisesti eniten 2013–2023 Tilastokeskuksen konserni-, yritys- ja toimipaikkarekisterin perusteella.

Suurin osa kovimmista kasvajista on sote-alalta

Vuosina 2013–2023 kymmenen kovimman kasvukonsernin Suomen henkilöstömäärä kasvoi yhteensä yli 36 400 työntekijällä. Vuoteen 2013 verrattuna henkilöstömäärä kasvoi yli nelinkertaiseksi ja ylsi noin 46 700 henkilöön (taulukko 2). Orgaanisen kasvu osuus kokonaiskasvusta (taulukon 2 viimeinen sarake) vaihtelee huomattavasti. Yrityssostot ovat olleet keskeisessä roolissa esimerkiksi Terveystalon kasvussa toisin kuin Bolt.Worksissa ja Baronassa.

Suurin osa eniten kokonaistyöllisyyttä kasvattaneista konserneista toimii sosiaali- ja terveysalalla (taulukko 2). Toiseksi yleisimmäksi alaksi nousee työvoiman vuokraus, jossa toimii top10-listalta kaksi konsernia. Top10-listalle nousee myös yksi suunnittelualan konserni. Lisäksi mukana on yksi tukku- ja vähittäiskaupan konserni (Etola), jolla tosin on myös teollista toimintaa.

Kovimpien kasvajien joukon nykyinen omistusrakenne on monipuolinen. Joukkoon kuuluu kolme konsernia (Attendo Finland, Sweco Finland ja Pilke päiväkodit), jotka nykyisin ovat ulkomaisten konsernien Suomessa toimivia osia. Näistä kaksi on ruotsalaisen ja yksi norjalaisen konsernin osa.

Kymmenen kovimman kasvukonsernin joukosta kaksi (Pihlajalinna ja Terveystalo) on listattu pörssiin. Kolme konsernia on listaamattomia kotimaisomisteisia (Barona, Cor Group ja Etola Group). Lisäksi kahden (Esperi Care ja Bolt.Works) enemmistöomistus kuuluu pääomasijoittajille.

Konsernien esittelyt

Pihlajalinna: Vuonna 2001 Mikko Wirén perusti Pihlajalinnan. Alussa konserni keskittyi työvoiman vuokraukseen, mutta myöhemmin se perusti omia lääkärikeskuksia. Kasvu pohjautui myös julkisen sektorin tekemiin ulkoistuksiin.

Pääomasijoittaja Sentic Partners tuli Pihlajalinnan enemmistöomistajaksi vuonna 2009. Seuraavana kuutena vuotena Pihlajalinna kasvoi voimakkaasti. Sen liikevaihto nousi 20 miljoonasta eurosta 200 miljoonaan euroon. Kasvua tuli sekä yritysostoilla että orgaanisesti.

Yrityssostoista erityisesti Dextran hankinta oli Pihlajalinnalle merkittävä, sillä yritysoston myötä Pihlajalin-

nan työterveysliiketoiminta kasvoi voimakkaasti. Toinen kasvun lähde olivat julkisen sektorin lisääntyneet ulkoistukset, kun muun muassa Mänttä-Vilppulan ja Juupajoen kunnat ulkoistivat sote-palvelujaan Pihlajalinnalle.

Pihlajalinnan omistus muuttui merkittävästi 2015, kun pääomasijoittaja Sentic luopui omistuksestaan ja listasi Pihlajalinnan pörssiin. Sen jälkeen Pihlajalinna on jatkanut yritysostoja, mutta myös perustanut uusia lääke-riaseamia.

Vuonna 2024 viiden suurimman omistajista neljä oli kotimaisia vakuutusyhtiötä. Viiden suurimman omistajan joukossa oli MWW Yhtiö Oy, joka on Pihlajalinnan perustajan Mikko Wirénin sijoitusyhtiö.

Vuonna 2024 Pihlajalinnan liikevaihto ylitti 704 miljoonaa euroa, ja sen palveluksessa oli noin 4 400 työntekijää (kokopäivätoimiseksi muutettuna) ja lisäksi lähes 2 150 ammatinharjoittajaa.

Terveystalo: Terveystalo perustettiin 2001. Pääomasijoittajat 3i Group ja Media Invest Int. Oy tulivat Terveystalon omistajiksi jo varhain. Konserni kasvoi voimakkaasti 2002–2007. Kasvu pohjautui pitkälti yrityskauppoihin, joita Terveystalo toteutti yli sata.

Vuonna 2007 omistuspohja muuttui merkittävästi, kun Terveystalo listattiin pörssiin. Listautumisen yhteydessä järjestettiin osakeanti, jolla konserni sai varoja yrityskauppojen toteuttamiseen. Pian listautumisen jälkeen Terveystalo osti Medivire Työterveyspalvelut Oy:n, joka oli kasvanut voimakkaasti pääomasijoittaja MB Rahaston enemmistöomistuksessa.

Kova kasvun tavoittelu ja erityisesti Medivireen osto ajoi Terveystalon kuitenkin ongelmiin. Konserni sai kasvatettua markkinaosuuttaan, mutta kääntöpuolena oli velkaantuneisuuden ja korkokulujen huomattava kasvu. Vuonna 2008 konserni järjesti osakeannin, jota oli tarkoitus käyttää myös velkojen lyhentämiseen. Vaikeudet kuitenkin jatkuivat.

Seuraavana vuonna pääomasijoittaja Bridgepoint teki suurella preemiolla ostotarjouksen Terveystalon osakkeista, jonka seurauksena konserni vedettiin pois pörssistä. Uuden omistajan aikana lukuisista yrityskaupoista muodostuneen ryhmän toimintatapoja yhdenmukaistettiin.

Neljän vuoden jälkeen Bridgepoint myi Terveystalon ruotsalaiselle pääomasijoittajalle EQT:lle. EQT:n omistuksen aikana Terveystalo laajeni uudelle terveydenhoitoalan sektorille eli hammashoittoon ostamalla muun muassa Hammas-Pulssi Oy:n liiketoiminnan. Orgaanisen kehityksen osalta Terveystalo investoi terveydenhuollon digitalisoitumiseen.

Vuonna 2017 Terveystalon kahdeksanvuotinen taival pääomasijoittajien omistuksessa päättyi, kun Terveystalo listattiin uudelleen pörssiin. Listaus koostui sekä osakemyynnistä että osakeannista, jolla konserni keräsi uutta pääomaa 100 miljoonaa.

Listautumisen jälkeen Terveystalo osti Attendon terveyspalvelut, jonka kautta julkisen sektorin merkitys Terveystalon asiakkaana kasvoi selvästi. Vuonna 2021 Terveystalo laajensi toimintaansa Ruotsiin, kun se osti Ruotsista työterveyspalveluja tarjoavan Feelgood AB:n.

Vuonna 2024 Terveystalon liikevaihto oli 1,3 miljardia euroa. Konsernilla oli työsuhteista henkilöstöä Suomessa noin 8 400 henkilöä ja Ruotsissa 770. Muita kuin työsuhteisia henkilöitä työskenteli Suomessa 6 000 ja Ruotsissa 48 henkilöä.

Viisi suurinta omistajaa olivat vakuutusyhtiöt Varma, Pohjola Vakuutus ja OP-Henkivakuutus sekä kahden suvun sijoitusyhtiöt Rettig Investment AB ja Hartwall Capital.

Esperi Care: Vuonna 2001 syntyi Esperi Care, kun SPR yhtiöitti turvapuhelin-, kotihoito- ja sairaankuljetusliiketoiminnot. Painopiste siirtyi kuitenkin nopeasti vanhainkoteihin. Vuonna 2006 Unicus-niminen sijoittajaryhmä tuli Esperi Caren omistajaksi toimivan johdon ohella. Neljä vuotta myöhemmin omistus muuttui jälleen, kun pääomasijoittaja CapMan osti Esperi Caresta enemmistön vuonna 2010.

Omistusmuutoksen jälkeen Esperi Care myi sairaankuljetusta, kotihoitoa ja turvapuhelinpalveluja koskevat liiketoiminnot pois ja keskittyi tuettuun asumiseen. Kunnat ovat siten keskeinen osa Esperi Caren liiketoimintaa, sillä asukkaat maksavat yleensä itse vain osan asumisestaan. Vuonna 2015 Esperi Care ilmoitti, että lähivuosina se investoi noin 240 miljoonaa euroa palvelutaloihin ja hoivakoteihin. Vuotta myöhemmin Esperi Caren omistus muuttui pääomasijoittajalta toiselle. CapMan myi

omistuksensa brittiläiselle pääomasijoittaja Intermediate Capital Groupille (ICG).

Vuonna 2019 Esperi Caren omistaman Hoivakoti Ulrikan toiminta keskeytettiin Valviran toimesta. Syynä olivat muun muassa hoitajien määrän riittämättömyys, puutteet perushoivassa, lääkevirheet ja hoitovirheet. Esperi Caren tapaus synnytti Suomessa laajan keskustelun hoivakotien ja niiden toiminnan epäkohdista. Sen seurauksena Esperi Care menetti liiketoimintaansa ja joutui taloudellisiin vaikeuksiin.

Vuotta myöhemmin taloudelliset vaikeudet olivat niin pitkällä, että konsernin omistus siirtyi pääomasijoittaja ICG:ltä Esperi Caren luotonantajille Danske Bankille, Ilmariselle ja SEB:lle. Velat muuttuivat omistukseksi. Esperi Caren perustaman ulkopuolisen asiantuntijaryhmän arvio oli, että kasvua ja voittoa oli tavoiteltu hinnalla millä hyvänsä. Sivuun olivat jääneet asukkaat ja henkilöstö.

Vuosina 2020–2021 Esperi Care myi lasten ja perheiden palvelukokonaisuudet Alva Hyvinvointi Oy:lle. Seuraavana vuonna Danske Bank, Ilmarinen ja SEB jäivät vähemmistöosakkaisiksi, kun ne myivät enemmistöosuuden Esperi Caresta brittiläiselle sijoitusyhtiö Tritonille. Viime vuosina Esperi Care on jälleen tehnyt yritysostoja. 2023 se osti 11 hoivakotia ja vuonna 2024 Esperi Care osti Jyväskylän Hoivapalvelut Oy:n.

Vuonna 2024 Esperi Caren liikevaihto oli 449 miljoonaa euroa. Henkilöstöä sillä oli 7 100. Esperin Caren emo on Irepe Oy, jonka enemmistöosakas (90 %) on luxemburgilainen sijoitusyhtiö Triton. Vähemmistöosakkaisiin kuuluvat Danske Bank, SEB ja Ilmarinen.

Cor Group: Konserni perustettiin vuonna 1988. Alkuvaiheessa sen idea oli tehdä oppaita lääkärin työn helpottamiseksi. Myöhemmin se laajensi toimintansa terveyspalveluihin ja muille aloille.

Cor Group -konserniin kuuluva terveyspalveluita tarjoava Coronaria perustettiin vuonna 2001. Vuonna 2013 valtion pääomasijoitusyhtiö Tesi teki ensisijoituksensa Coronariaan. Pääomasijoittaja Capman puolestaan sijoitti Coronariaan vuonna 2017. Sekä Tesi että Capman luopuivat Coronarian omistuksesta 2023. Tesin omistuksen aikana Coronarian liikevaihto kasvoi vajaasta 40 miljoonasta noin 370 miljoonaan euroon. Capmanin tulles-

sa Coronarian osaomistajaksi oli konsernin liikevaihto 117 miljoonaa euroa.

Samalla kun Capman irtautui yhdestä Cor Group -konsernin tytäryrityksen omistuksesta, teki Capman sijoituksen toiseen tytäryritykseen Silmäaseeseen. Silmäaseeseen oli tullut Coronarian tytäryritykseksi vuonna 2019, jolloin Coronaria osti sen pois pörssistä.

Cor Group -konserniin kuului aiemmin myös Touhula-päiväkodit. Vuonna 2016 Cor Group luopui sen pääomistuksesta, kun enemmistö Touhulasta myytiin ruotsalaiselle pääomasijoitusyhtiö EQT:lle. Touhula laajeni sekä organisaation että ostamalla lukuisia päiväkoteja eri puolilta Suomea.

Kovalle kasvulle tuli kuitenkin hintansa. Touhulan päiväkotien hoitajien alimitoituksesta tehtiin kanteluita Aluehallintovirastolle, ja epäkohdista uutisoitiin laajasti. Touhula ajautui tappiolliseksi, ja se haettiin yrityssaneeraukseen keväällä 2020. Vuonna 2022 EQT luopui Touhulan omistuksesta ja myi omistussuutensa toimivalle johdolle. Kaksi vuotta myöhemmin ruotsalainen pörssiyritys Academedia osti Touhulan.

Cor Groupin konsernirakenteen historiaan mahtuu muitakin muutoksia. Yksi niistä on sote-alalle laadunarviointi-, sertifiointi- ja koulutuspalveluja tarjoavan Labquality Oy:n osto vuonna 2020. Cor Groupin omistusaikana Labquality osti muun muassa Puolasta Clinical Consultingin ja Saksasta Artimedien ja P.R.I.S.M.A.-CRO GmbH:n sekä Suomesta Kasve Oy:n. Cor Groupin aika Labqualityn enemmistöomistajana päättyi vuonna 2023, jolloin se myi enemmistön Labqualityn osakekannasta ranskalaiselle pääomasijoittajalle Mérieux Equity Partnersille.

Pääomasijoittajien rooli Cor Groupissa ei siis ole koskenut itse konsernia, mutta pääomasijoittajat ovat olleet aktiivisia osaomistajia Cor Groupin tytäryrityksissä. Muita merkittäviä omistusjärjestelyitä on ollut aiemmin mainittu Silmäaseen ostaminen pois pörssistä ja Cor Groupin vähemmistöomistuksessa olleen Nightingale Healthin listaaminen pörssiin vuonna 2021.

Vuonna 2024 Cor Group -konsernin liikevaihto ylitti 470 miljoonaa euroa ja se työllisti 4 100 henkilöä. Konsernin rakenne on poikkeuksellinen terveysalalla. Yhdelle alalle keskittymisen sijasta Cor Group toimii monella alalla.

Konserniin kuuluu terveyspalveluja järjestävien tytäryritysten lisäksi myös kuntosalitoimintaa (Liikku Oy), koulutusta ja tapahtumia (Professio Group Oy), asunispalveluita (Kotikatu 365 Oy) ja konepajakin (Mec-talent Oy).

Pilke päiväkodit: Pilke päiväkotien historia ulottuu vuoteen 1990, jolloin Päivi ja Kai Seppälä perustivat päiväkodin Espooseen. Reilu kymmenen vuotta myöhemmin Seppälät perustivat toisen päiväkodin. Yrityksen nimeksi tuli Kissankulman Muksut Oy.

Vuonna 2012 pääomasijoittaja tuli mukaan omistajaksi, kun Korona Invest teki yritykseen sijoituksen. Tuolloin Pilkkeen liikevaihto oli miljoona euroa. Pääomasijoittajan turvin yritys osti itseään neljä kertaa suuremman yrityksen nimeltään Parasta Pienelle Oy. Kaksi vuotta myöhemmin otettiin käyttöön yhteinen nimi: Pilke päiväkodit.

Seuraavina vuosina Pilke perusti useita kymmeniä päiväkoteja. Osa niistä oli tieteeseen, musiikkiin, liikuntaan ja luontoon erikoistuneita päiväkoteja. Perustamisen lisäksi Pilke teki myös useita yritysostoja. Kuten Cor Group -konserniin kuulunut Touhula-päiväkodit myös Pilke sai osakseen liian vähäisiä hoitajamääriä koskevia media-artikkeleita.

Vuonna 2020 Korona Invest luopui yrityksen omistuksesta, kun yritys myytiin norjalaiselle Läringsverkstedet AS:lle. Myyntivuonna Pilkkeen liikevaihto ylsi noin 60 miljoonaan euroon.

Vuonna 2024 yritys kuului edelleen norjalaisomistukseen. Pilke päiväkotien Suomen emoyhtiö oli nimeltään Dibber Early Education Finland Oy. Sillä oli henkilöstöä noin 2 500, ja sen liikevaihto ylsi 143 miljoonaan euroon.

Barona: Yritys perustettiin vuonna 1999. Nykyisin Barona tarjoaa yrityksille erilaisille henkilöstöpalveluja. Näihin kuuluvat muun muassa henkilöstövuokraus, ulkoistukset, henkilöstön suorahaku, koulutus ja konsultointi.

Vuonna 2007 pääomasijoittaja Sponsor Capital osti 50 % Baronasta. Viisi vuotta sijoituksensa jälkeen eli vuonna 2012 Sponsor Capital myi omistussuutensa Baronasta toimivalle johdolle, LähiTapiolalle ja pääomasi-

joittaja Nordic Mezzaninelle. Kaupan jälkeen Baronan johdon osuus omistuksesta nousi 75 %:iin. Sponsor Capitalin omistuksen aikana Baronan liikevaihto kasvoi 30 miljoonasta 140 miljoonaan euroon.

Vuonna 2015 Barona teki suuren yrityskaupan ostamalla henkilöstöpalveluyritys Argantan. Kaupan seurauksena Baronan henkilöstömäärä kasvoi yli tuhannella työntekijällä. Yrityskaupat jatkuivat myöhemminkin, kun Barona osti Opteam-yhtiöt. Vuonna 2019 yritys laajensi toimenkuvaansa, kun se osti maahanmuuttajien työllistymis- ja kotoutuskoulutuksia tarjoavan Arffman Finland Oy:n.

Barona laajensi palveluvalikoimaa myös myöhemmin. Vuonna 2021 Barona teki ensimmäisen sijoituksen kevytyrittäjäpalveluja tarjoavaan Free.fi:hin ja vuotta myöhemmin osti siitä enemmistön. Samantyyppinen kasvivaikkeen omistusmuutos koski myös henkilöstön kansainväliseen liikkuvuuteen liittyviä palveluja tarjoavaa Finland Relocation Service -yritystä.

Vuonna 2024 Barona tuotti liikevaihtoa 402 miljoonaa euroa. Kokopäivätoimiseksi muutettuna oli yrityksellä lähes 6 500 työntekijää, joista 95 % oli Suomessa. Lisäksi yrityksellä oli työntekijöitä Espanjassa, Ruotsissa ja Puolassa.

Attendo: Attendo perustettiin Ruotsissa 1980-luvun puolivälissä. Vuonna 2007 Attendon omisti ruotsalainen pääomasijoitusyritys Industri Kapital. Tuolloin Attendo osti Suomesta MedOne-nimisen yrityksen. MedOnen omistajakuntaan kuului suomalainen pääomasijoittaja Sponsor Capital. Sponsor Capitalin omistusaikana 2004–2007 MedOnen liikevaihto kasvoi 35 miljoonasta yli 100 miljoonaan euroon. Kova kasvu ja riittävä koko tekivät siitä houkuttelevan ostokohteen.

Vuonna 2017 Attendo osti hoivayhtiö Mikevan. Kuten aiemmin MedOnen kohdalla myös Mikevassa oli ollut mukana pääomasijoittajia, ensin kotimainen Intera Partners ja myöhemmin ranskalainen G Square.

Attendon kasvu ei ole tapahtunut ilman kolhuja. Vuosina 2012–2013 uutisoitiin laajasti siitä, että Attendo siirsi sissien lainojen korkokulujen avulla merkittävästi varoja Luxemburgiin ja sitä kautta muihin matalan verotuksen maihin. Vuonna 2019 Attendoon kohdistui samankaltaisia hoitohenkilöstön riittävyyteen liittyviä epäkohtia kuin Esperi Careen.

Attendon kasvu on jatkunut 2020-luvulla. Yrityksen orgaanista kasvua edustaa ateriapalveluja tarjoavan Vireko Oy:n perustaminen. Yrityksostoihin lukeutuvat muun muassa Kaunialan sairaalan ja kotihoitopalveluja tarjoavan Auroa Hoivan ostaminen.

Vuonna 2024 Attendon Suomen liikevaihto oli lähes 980 miljoonaa euroa, ja se työllisti Suomessa noin 18 000 henkilöä. Attendo-konserni on listattu Tukholman pörssissä.

Bolt.Works: Boltin edeltäjä perustettiin vuonna 2010. Yritys tunnettiin nimellä Briko Oy ennen kuin se muutettiin Bolt.Works Oy:ksi.

Yritys tarjoaa työvoiman vuokrausta erityisesti rakennusalalle, mutta myös muille aloille (mm. teollisuus-, logistiikka- ja ravintola-alat). Vuokrauksen lisäksi yrityksen tarjoamaan kuuluu rekrytointi- ja koulutuspalveluja. Vuonna 2017 yritys lanseerasi mobiilipalvelun. Sen jälkeenkin Bolt on pyrkinyt saavuttamaan kilpailuetua nimenomaan digitaalisen alustansa kautta, jolla se pyrkii entistä paremmin saattamaan yhteen työntekijät ja työnantajat.

Vuonna 2017 Eläkevakuutusyhtiö Etera teki sijoituksen Boltiin ja sai sijoituksellaan noin 20 prosentin omistosuuden. Rahaa käytettiin erityisesti digitaalisen alustan jatkokehitykseen. Seuraavana vuonna pääomasijoittaja Bocap osallistui Boltin osakeantiin ja tuli sen vähemmistöomistajaksi.

Boltin kasvustrategia perustui pääosin orgaaniseen kasvuun. Yritys avasi toimistoja eri paikkakunnille ja teki suuria panostuksia markkinointiin. Orgaaniseen kasvuun perustuva kasvustrategia onnistui. Liikevaihto kasvoi vuoden 2018 elokuun 9 miljoonasta eurosta 80 miljoonaan euroon (v. 2021).

Joitakin yritysostoja Bolt on kuitenkin tehnyt. Vuonna 2021 Bolt Group osti torninosturikuljettajien välittäjän Trenoxin ja kolme vuotta myöhemmin Puuhax Oy:ltä sen torninosturikuljettajien vuokrausliiketoiminnan.

Vuonna 2021 Boltin liikevaihto oli 78 miljoonaa euroa. Seuraavana vuonna sekä Ilmarinen että Bocap irtautuivat Boltin omistuksesta, kun pääomasijoittaja Vaaka Partners osti Boltista enemmistöosuuden. Pääomasijoittajan pyrkimyksenä oli, että Bolt laajenisi kansainvälisille markkinoille.

Vuonna 2024 yritys tuotti liikevaihtoa 96 miljoonaa euroa. Pääomasijoittaja Vaaka Partners omisti yrityksestä enemmistöosuuden (84 %) ja johto sekä muut työntekijät vähemmistöosuuden (16 %).

Sweco Finland: Sweco Finland on ruotsalaisen pörssiyrityksen Suomessa toimiva tytäryhtiö. Se tarjoaa konsultti- ja suunnittelupalveluita.

Vuonna 2003 Sweco osti Suomesta PIC Engineering Oy:n, jonka päätoimialana oli konsultointi- ja suunnittelupalvelut erityisesti teollisuusyrityksille. Ostohetkellä PIC:llä oli noin 900 työntekijää. Sen omistuksesta 84 prosenttia kuului pääomasijoittaja Capmanin rahastoille.

Lähes kymmenen vuotta myöhemmin Sweco teki toisen suuren yritysoston Suomesta. Vuonna 2012 se osti FMC Groupiin, jolla oli 1 100 työntekijää, joista osa työskenteli Suomen ulkopuolella. FMC:llä oli vahva markkina-asema rakennetekniikassa ja teollisen suunnittelun aloilla sekä yhdyskuntasuunnittelussa.

Swecon strategia on ollut kasvaa nimenomaan yritysostojen avulla. Vuosina 2017–2024 se osti Suomesta Karves-yhtiöt, NRC:n suunnitteluliiketoiminnan, Gaia Consultingin, Optiplanin ja Neva Arkkitehdit. Vuonna 2025 Sweco pyrki vahvistamaan asemiaan geoteknisessä suunnittelussa, kun se osti Suomesta Sipti-yhtiöt. Lokakuussa 2025 Sweco osti suunnitteluyhtiö Fimpec Group Oy:n.

Vuonna 2024 Sweco Finland työllisti Suomessa lähes 3 000 työntekijää. Sweco Finlandin liikevaihto ylsi 315 miljoonaan euroon, kun koko Sweco-konsernin liikevaihto oli 2,7 miljardia euroa.

Etola Group: Etolan historia ulottuu 1930-luvun alkuun. Etola Group Oy toimii monella toimialalla. Yritysrypeeseen kuuluu sekä tukku- että vähittäiskauppaa, mutta myös teollisuutta.

Teollista toimintaa konsernissa edustavat muun muassa LVI-putkia ja paineputkia valmistava Meltex Oy, hydraulikkaa tekevä Nestepaine Oy, painevaraajia valmistava Hydroll Oy, muovialan sopimusvalmistaja Okartek Oy, hydraulisia voimayksiköitä tekevä Flexo-tekniikka Oy ja kuljetinhihnoja tekevä Euro-Kumi Oy. Kodintarvikkeiden vähittäismyynti on konsernissa keskitetty myymäläketju Etolaan. Teknistä tukkukauppaa edus-

tavat puolestaan esimerkiksi Etra electronics ja Tiivistekehdus Oy.

Viime vuosina Etola Group ei juuri ole tehnyt yrityskauppoja. Toki pitkän historiansa aikana Etola on ostanut lukuisia yrityksiä.

Erityisesti 2000-luvun ensi vuosikymmenellä Etola teki useita yrityskauppoja. Esimerkiksi vuonna 2005 Etola osti muovialan sopimusvalmistajan Okartek Oy:n. Vuonna 2024 Okartekin liikevaihto ylitti 15 miljoonaa euroa, ja se työllisti 100 työntekijää.

Vuonna 2005 Etola osti TKA-yhtymän ja seuraavana vuonna Pohjolan Tekniikka Oy:n. Tämän jälkeen Etola yhdisti nämä ostetut yritykset omaan aiempaan toimintaansa. Yhdistymisen seurauksena syntyi nykyinen Etra Oy.

Etolaan kuuluu myös ohjelmistoyritys. Vuonna 2007 Etola osti Canter Oy:n, jonka aiempi omistaja oli pääomasijoittaja Inventure. Myöhemmin sen nimi muutettiin Adeona Oy:ksi. Yritys tarjoaa tuotetiedon hallintaan liittyviä ohjelmistoja ja palveluja.

Vuonna 2024 Etolan liikevaihto oli noin 563 miljoonaa euroa, josta teollisuustuotteiden ja tarvikkeiden osuus oli 80 %. Etola työllisti yhteensä noin 1 750 henkilöä, joista 300 työskenteli valmistuksessa. Yrityksen omistaa Etolan suku.

Kuviossa 9 on yhteenvetona esitetty edellä käydyn 10 konsernin varsin värikkäitä omistuksen muutoksia koskevia vaiheita.

Omistusmuutoksia ja kasvun keinoja

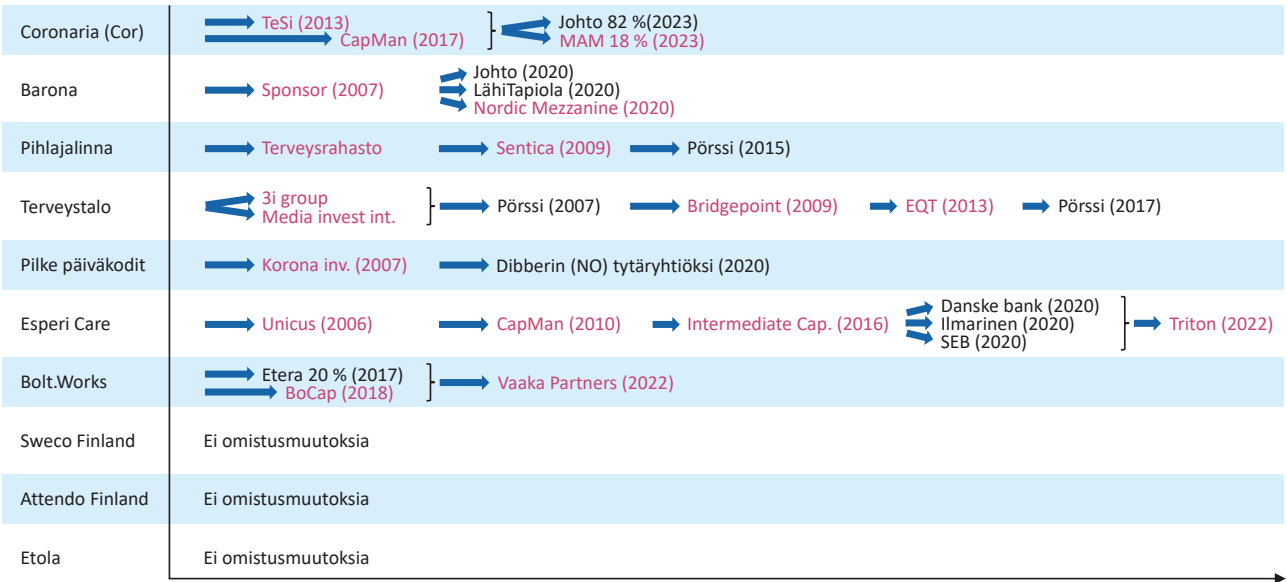
Seitsemässä yrityksessä kymmenestä kovimmasta kasvaja (top10-yritykset) ovat pääomasijoittajat olleet ainakin jossain vaiheessa mukana omistajina.

Nämä seitsemän yritystä ovat seuraavat: Pihlajalinna, Terveystalo, Espera Care, Cor Group, Pilke päiväkodit, Barona ja Bolt.Works (kuviot 10). Selvimmin pääomasijoittajien rooli näkyy sosiaali- ja terveyspalveluja tarjoavissa yrityksissä, joskin nimenomaan tällä toimialalla kasvu on ollut merkittävästi myös epäorganista tyyppiä. Yrityskauppojen lisäksi sote-alalla on toteutettu paljon myös julkisen sektorin tekemiä ulkoistuksia.

Kaksi yritystä näistä seitsemästä on päätynyt lopulta pörssiin (Pihlajalinna ja Terveystalo). Terveystalo on listattu jopa kaksi kertaa, sillä ensimmäisen pörssitaipaleen aika-

na yritys joutui vaikeuksiin, ja pääomasijoittaja veti sen pois pörssistä. Myöhemmin Terveystalo myytiin toiselle pääomasijoittajalle, joka listasi sen uudelleen pörssiin.

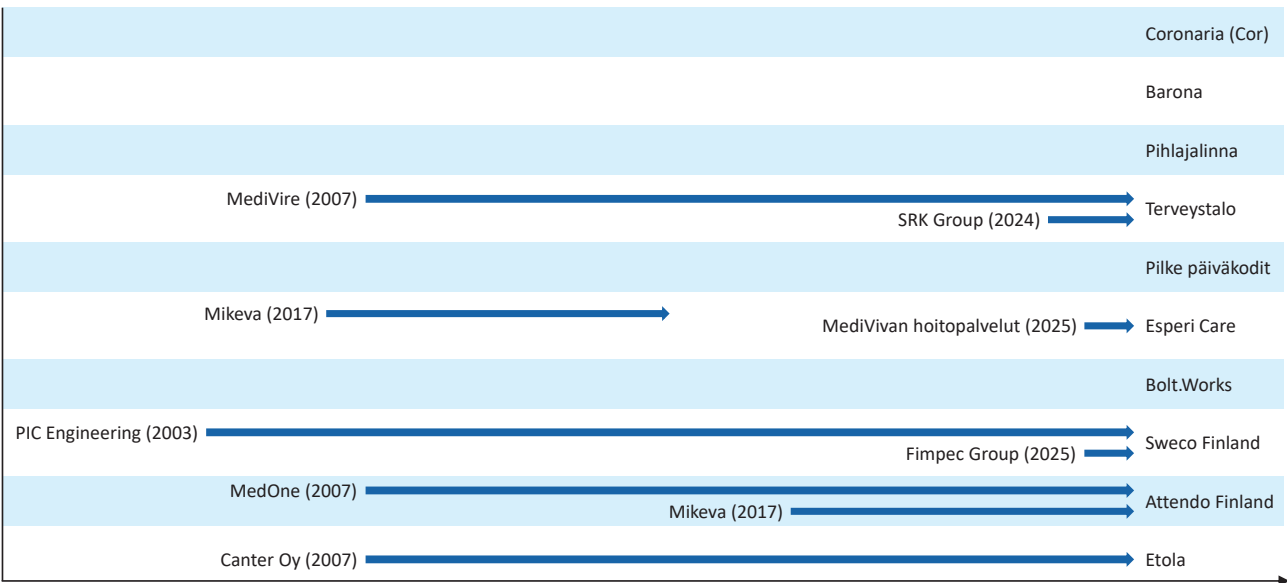
Kuvio 9 Top10-kasvuyritysten omistusmuutokset 2000-luvulla



Huom. Kuviossa on tarkasteltu top10-kasvuyritysten omistusmuutoksia. Ulkomaalaisomisteisten tytäryritysten kohdalla (Sweco Finland ja Attendo Finland) ei näiden omistus ole muuttunut, sillä ne ovat koko 2000-luvun olleet tytäryrityksen asemassa. Pääomasijoittajat on merkattu punaisella värillä.

Lähde: Kirjoittajat.

Kuvio 10 Top10-kasvuyritysten Suomesta ostetut pääomasijoitetut yritykset 2000-luvulla



Huom. Kuviossa on tarkasteltu sellaisia top10-kasvuyritysten tekemiä yritysostoja, joissa ostokohde on aiemmin saanut pääomasijoituksia.

Lähde: Kirjoittajat.

Kaksi yritystä on päätenyt pääomasijoitusten jälkeen pääosin toimivalle johdolle (Coronaria ja Barona).

Esperi Care ja Bolt ovat puolestaan edelleen vuonna 2025 pääomasijoittajien pääomistuksessa. Yksi aiemmin pääomasijoittajan omistuksessa ollut yritys eli Pilke on puolestaan päätenyt ulkomaisen yrityksen tytäryritykseksi.

Pääomasijoittajat ovat olleet mukana myös useissa yrityksissä, jotka yrityskaupan kautta ovat päätenneet osaksi top10-kasvuyrityksiä. Pääomasijoittajien omistuksessa monet näistä myöhemmin ostetuista yrityksistä olivat kasvaneet kokoluokkaan, joka teki niistä kiinnostavia ostokohteita.

Suurin osa top10-yritysjoukon ostokohteista on kuitenkin ollut muita kuin pääomasijoitettuja yrityksiä. Erityisesti sosiaali- ja terveysalan yritykset ovat ostaneet lukuisia pieniä ja keskisuuria yrityksiä, jonka seurauksena ala on keskittynyt voimakkaasti.

Sote-alan yritysten lisäksi myös konsultti- ja suunnitteluyritys Sweco on kasvanut nimenomaan yrityskauppojen avulla. Tämän raportin kirjoitushetkellä tuorein yrityskauppa koskee Fimpec Groupia lokakuulta 2025. Yrityskaupan seurauksena Swecon henkilöstömäärä kasvaa 400 työntekijällä.

Toisaalta jotkut top10-yrityksistä ovat yritysostojen sijasta kasvaneet voimakkaasti myös orgaanisesti.

Erityisesti työvoimavuokrausta harjoittava Bolt on kasvanut nimenomaan orgaanisesti. Myös Etolan viime vuosien kasvu on tullut etupäässä orgaanisesti.

Keskustelu ja johtopäätökset

Määritelmämme mukaisista konserneista ylivoimainen enemmistö eli 96 % oli lähtövuonna yksityisessä kotimaisessa omistuksessa. Ulkomaisessa omistuksessa oli 3 % ja julkisessa 1 % konserneista. Koti- tai ulkomaisen pääomasijoittajan omistuksessa oli vain 0,3 % koko kannasta. Lähtövuotta seuraavan kymmenen vuoden aikana tapahtuu melko vähän omistusmuutoksia pääomasijoitteiseksi (0,6 %) taikka kotimaisesta ulkomaiseksi (2,2 %) tai päinvastoin (0,6 %).

Varsinkin pääomasijoitteisuus mutta myös ulkomaalaisomisteisuus on siis sekä konsernin lähtöominaisuutena että statuksen muutoksena hyvin harvinaista. Silti **pääomasijoitteisuudella ja myös ulkomaalaisomisteisuudella on massiivinen vaikutus Suomessa tapahtuvaan työllisyyden ja tuottavuuden kasvuun.**

Toimialoina kasvu liittyy kansallisiin ja kansainvälisiin trendeihin. Ikääntymisen ja Sipilän hallituksen loppumetreillä kaatuneen sote-uudistuksen ennakointi myötävaikuttivat näillä aloilla toimivien konsernien kasvuun. Yhä syvenevä digitalisaatio ja laajemminkin siirtymä kohti yhä aineettomampaa taloutta ovat tukeneet ohjelmistoalaa ja muita tietointensiivisiä palveluita.

Vaikka tämän raportin analyttinen ote on yleistävä, sen yrityseseimerkit osoittavat, että kasvun kannalta hyviä ja huonoja tulemia löytyy kaikista omistajatyypeistä, niiden muutoksista sekä kaikilta toimialoilta. Tarkkaan ottaen jokainen kasvutarina on omanlaisensa, vaikka niistä löytyykin samankaltaisia piirteitä.

Nuoret ja lähtökohtaisesti pienet yritykset tai konsernit ovat yleisesti ottaen yllidustettuina (suhteellisesti) nopeimmin kasvavien joukossa, mutta kyse ei millään muotoa ole vain startupeista taikka *high tech* tai muuten ”kuumista” toimialoista.

Työllisyyden tai edes tuottavuuden kasvu ei sellaisenaan ole oikeastaan minkään yksityisen yrityksen tai konsernin pääasiallinen tavoite. Tämä on totta etenkin silloin, kun kyse on yksityisen pääomasijoituksen kohteesta, jossa tavoitteena on saavuttaa mahdollisimman korkeaa arvonnousua kohteeseen mukaantulon ja siitä irtautumisen välillä. Silti pääomasijoittajat, ikään kuin sivutuotteena,

aiheuttavat muihin omistajaryhmiin verrattuna ylivoimaista työllisyyden ja tuottavuuden kasvua.

Soveltamamme pääomasijoittajuuden määritelmä on laaja (ks. laatikko 2). Se sisältää ainakin osin myös samaan tapaan sijoittavat varakkaat yksityishenkilöt eli bisnesenkelit sekä tyypillisesti varakkaan perheen lukuun sijoittavat ns. *family officet*. Tulkitsemmekin tuloksiamme niin, että näissä kaikissa on kyse aktiivisesta ja osallistuvasta omistamisesta siten, että sen harjoittajiksi ovat valikoituneet poikkeuksellisen osaavat yksilöt, joilla on lisäksi suuret taloudelliset kannustimet kasvun tavoitteluun.

Analyysimme ekonometrisessa osuudessa panemme painoa uuden omistajan **aiheuttamaan** kasvuun syy-seuraus- eli kausaalimielessä. Pääomasijoittajan mukaantulo nostaa kohdekonsernin orgaanisen työllisyyden lähtövuoden konsernityöllisyyteen suhteutettua indeksiä keskimäärin noin 67 %-yksikköä (indeksipistettä) verrattuna tilanteeseen, jossa pääomasijoittaja ei olisi tullut konsernin omistajaksi. Vastaava luku ulkomaisen omistajan mukaantulolle on noin 30 %-yksikköä. Havaitsemme samansuuntaisia vaikutuksia myös tuottavuuden suhteen. Siirtymisellä kotimaiseen omistukseen ei näyttäisi olevan vastaavia vaikutuksia. Tuloksemme viittaavat siihen, että kyse ei ole niinkään omistajan tuomasta rahasta vaan nimenomaan omistajuuden kautta tulevasta kehityspanoksesta.

Yritysten kasvua ajavat siis aktiiviset ja osaavat omistajat, joilla on ”oma nahka pelissä” ja voimakkaat kannustimet kasvun tavoitteluun. Kyse on enemmän ihmisistä kuin rahasta. Ja mitä omistajuuteen tulee, niin muutok-

sella sinänsä on itsenäistä merkitystä – kasvu on dynaaminen prosessi, jonka eri vaiheet vaativat eri ihmisiä, myös omistajina (kuten tapaustutkimuksemme osoittavat, parhaissa kasvutarinoissa omistajuuden myllytys on usein jatkuvaa).

Havaintojemme perusteella on mielestämme selvää, että pääoman ja omistajien määrien lisäksi Suomen yritysrahoitusjärjestelmässä pitäisi laittaa nykyistä enemmän painoa **omistajuuden laatuun**.

Emme tässä raportissa varsinaisesti analysoi politiikka-toimien vaikutuksia, mutta toimet yksityisten bisnesenkeliä ja pääomasijoittajien kannustamiselle sekä sijoitettavan yksityisvarallisuuden kumuloitumiselle ja sen kasvaviin yrityksiin suuntaamiselle tuntuvat tämän raportin analyysien valossa järkeviltä. On syytä huomata, että nämä toimet voivat kohdistua joko suoraan ao. sijoittajiin tai heidän varainhankintaansa, mikä saattaa tarkoittaa esimerkiksi yleishyödyllisten säätiöiden ja työeläkeyhtiöiden roolien laajentamista tässä kentässä.

Tullessaan sisään yritykseen pääomasijoittaja tai ulkomainen omistaja ei tuo mukanaan vain rahaa. Omistajuuden muuttuessa vaihtuvat usein myös hallitus ja toimiva johto, ja yhteydet kansallisiin ja kansainvälisiin verkostoihin paranevat. Toimiva johto saa sekä kovemmat tavoitteet ja tehokkaammat kannustimet että paremmat työkalut niiden saavuttamiseen. Tämä osallistava ja työntensiivinen omistajuusmalli näyttää olevan se loppupeleissä kasvua aiheuttava tekijä. Kasvun juurisyy vaikuttaisi siis olevan kunnianhimoinen omistajuus, jota rahoitus seuraa.

Liite 1: Käytetty aineisto ja sen muokkaamisessa tehdyt ratkaisut

Aineistomme lähtökohtana olivat vuonna 2013 toiminnassa olevat osakeyhtiömuotoiset yritykset sekä niiden yläpuolella olevat konsernirakenteet.

Hyödyntämällä Tilastokeskuksen konserni-, yritys- ja toimipaikkarekistereiden julkisia tietoja tunnistimme ensin konserneihin kuuluvat Suomessa toimivat yritykset konsernirekisteristä. Näihin tietoihin yhdistimme yritysrekisteristä konserneihin kuulumattomat yritykset.

Tämän jälkeen aineistosta rajattiin pois aivan pienimmät yritykset eli ne, jotka työllistivät korkeintaan kahden henkilötyövuoden verran tai joiden liikevaihto oli alle 100 000 euroa. Nämä rajaukset tehtiin, jotta emme tulisi käyttäneeksi Tilastokeskuksen rekisteritiedoissa pienimpien yritysten osalta puutteellisia tai massaimputoituja lukuja (esimerkiksi työllisyystietoja oli imputoitu yrityksen maksamien palkkasummien pohjalta).

Lopuksi yhdistimme aineistoon vielä toimipaikkarekisteristä toimipaikkojen tiedot. Kun vuoden 2013 yrityskohortti oli saatu muodostettua, kohortin yrityksille haettiin konserni-, yritys- ja toimipaikkarekistereistä seurantatiedot vuosille 2014–2023.

Lisäksi saimme Suomen Teollisuussijoitus Oy:ltä (Tesi) sijoitus-, yrityskauppa- ja eräitä muita tietoja.

Toimipaikkatason työllisyyden laskeminen

Käyttämässämme aineistossa toimipaikan työllisyys oli ilmoitettu vain luokitteluasteikolla. Koska kasvulaskelmissa tarvitsimme kuitenkin toimipaikkojen työllisyyden jatkuvana muuttujana, laskimme (mielestämme varsin tarkan) arvion toimipaikkojen työllisyydelle käyttäen apuna toimipaikkojen työllisyyden luokitusmuuttujia sekä tietoa työllisyydestä yritystasolla, joka on tiedossa jatkuvana kuntatasolla.

Toimipaikkatason työllisyysluokkien tarkkuus vaihteli jonkin verran yli ajan siten, että luokkia oli 7 vuosina 2013–

2014, 10 vuosina 2015–2016 ja 18 vuosina 2017–2023; luonnollisesti huomioimme tämän laskelmissamme.

Kuvaamme seuraavassa, miten johdamme toimipaikkojen työllisyydet, jos yrityksellä on kunnassa vähintään kaksi toimipaikkaa (yksitoimipaikkaisille yrityksille toimipaikan työllisyys on sama kuin yrityksen työllisyys kunnassa).

Lyhenteet

Käytämme seuraavia lyhenteitä:

Ettotal = Yrityksen j työllisten lukumäärä kunnassa ($E = Employment$).

Li = Yrityksen j toimipaikan i työllisyysluokan alaraja kunnassa ($L = Lower$).

Ui = Yrityksen j toimipaikan i työllisyysluokan yläaraja kunnassa ($U = Upper$).

SI = Yrityksen j kaikkien toimipaikkojen työllisyysluokien alarajojen summa kunnassa ($S = Sum$).

Su = Yrityksen j kaikkien toimipaikkojen työllisyysluokien ylärajojen summa kunnassa.

Vaihe 1

Määrittelemme toimipaikan työllisyyden ylärajaksi:

$U_i = \text{Minimi}(\text{Alkuperäinen } U_i, \text{Ettotal})$

Siten toimipaikan työllisyyden maksimi voi olla korkeintaan yrityksen j työllisyys kunnassa.

Vaihe 2

Tarkistamme sekä **Li** että **Ui** muuttujia seuraavasti:

A. **Li** = Maksimi[**Li**, (**Ettotal** – Yrityksen j kaikkien muiden toimipaikkojen **Su**)]

B. **Ui** = Minimi[**Ui**, (**Ettotal** – Yrityksen j kaikkien muiden toimipaikkojen **SI**)]

Kohdan A mukaisesti siis toimipaikan työllisyyden alaraja täytyy olla vähintään yrityksen j työllisten lukumäärä kunnassa vähennettynä kyseisen yrityksen muiden toimipaikkojen työllisyyden ylärajojen summalla.

Kohdan B mukaisesti puolestaan toimipaikan työllisyyden yläaraja voi olla korkeintaan yrityksen j työllisten lukumäärä kunnassa vähennettynä kyseisen yrityksen muiden toimipaikkojen työllisyyden alarajojen summalla.

Vaihe 3

Toistimme vaihetta 2 kunnes muuttujien Li ja Ui arvot eivät enää muuttuneet minkään toimipaikan osalta.

Vaihe 4

Kun muuttujien Li ja Ui arvot oli saatu lukituksi kaikkien toimipaikkojen osalta, muodostimme kaksi uutta muuttujaa:

$$Mi = (Li + Ui)/2$$

$$Scale = [Etototal / summa(Mi)]$$

Muuttuja **Mi** on siis toimipaikan työllisyyden ala- ja ylärajan aritmeettinen keskiarvo.

Scale puolestaan on korjausmuuttuja, jonka avulla toimipaikkojen työllisyystietojen summa kunnassa saadaan vastaamaan yrityksen työllisyystietoa kunnassa. Näiden muuttujien muodostamisen jälkeen laskimme niiden tulon.

Tulos

Tuloksena saimme arviomme toimipaikan työllisten määräästä:

$$\text{Toimipaikan työllisyys} = Mi * Scale$$

Lopuksi tarkistimme vielä, että toimipaikan työllisyysarvio asettui luokkarajojen Li ja Ui väliin.

Liite 2: Orgaanisen työllisyyden kasvun määrittely ja mittaus

Tässä raportissa laskimme konsernitasolla (tai yritystasolla, mikäli havaintoyksikkö ei kuulunut mihinkään konserniin) kaikille havaintoyksiköille orgaanisen työllisyyden vuosittaisen muutoksen. Orgaanisen työllisyyden muutoksella viittaamme siis siihen työllisyyden muutoksen, joka ei ole syntynyt erilaisten yritysjärjestelyjen seurauksena. Työvaiheessa laskimme myös epäorgaanisen työllisyyden muutoksen, jotta saisimme vertailtua laskelmiamme havaintoyksikön koko työllisyyden muutokseen. Laskelmien teko aloitettiin edellä kuvatussa toimipaikkadatasta, jossa oli vuosittain toimipaikan työllisyys- ja omistustiedot.

Tunnistimme 4 eri tapausta, miten toimipaikan työllisyyden muutos voi jakautua orgaaniseen ja epäorgaaniseen osaan (viittaamme seuraavassa toimipaikan työllisyyteen lyhenteellä tmp ja vuoteen lyhenteellä t; ajatuksellisesti t viittaa vuoden viimeisen päivään):

1. Toimipaikka jatkaa samassa konsernissa. Tällöin toimipaikan orgaaninen kasvu on $tmp_t - tmp_{t-1}$.
2. Uusi toimipaikka perustetaan ("puhdas aloitus"). Sen orgaaninen kasvu on tmp_t .
3. Toimipaikka lopetetaan, ja joku muu omistaja ei jatka sen toimintaa ("puhdas lopetus"). Sen orgaaninen kasvu on $-tmp_{t-1}$. Huomiona, että tässä muutos kohdistuu konsernitasolla vuoteen t+1.
4. Toimipaikka siirtyy toisen konsernin omistukseen.²² Viittamme tässä tahoon, jolle toimipaikka siirtyy, termillä "ostaja", ja tahoon, jolta toimipaikka siirtyy, termillä "myyjä". Tässä tapauksessa syntyy konsernitasolla sekä orgaanista että epäorgaanista työllisyyden muutosta. Orgaaninen työllisyyden muutos, joka allokoidaan ostajalle, on $tmp_t - tmp_{t-1}$. Sen lisäksi ostajalle allokoidaan epäorgaanista työllisyyden muutosta toimipaikan edellisen vuoden työllisyyden havaintoarvon verran (tmp_{t-1}). Myyjälle puolestaan allokoidaan epäorgaanisen työllisyyden muutoksena kyseinen termi negatiivisena ($-tmp_{t-1}$).

Nämä laskelmat tehtyämme summasimme toimipaikkatason orgaanisen työllisyyden muutokset konserni/yritystasolle vuosittain. Sama tehtiin epäorgaanisen työllisyyden muutoksille.

Liite 3: Lisähuomioita ekonometrisestä analyysistä

Kokonaistuottavuuden laskeminen

Kokonaistuottavuuden (TFP) laskemista varten olemme muodostaneet tarvittavat muuttujat tilinpäätöstiedoista kullekin yritykselle seuraavalla tavalla:

Olemme käyttäneet pääomakannan (K_{it}) laskennassa ankkurina yrityksen ensimmäisen havaintovuoden aineellista omaisuutta. Tämän jälkeen olemme muodostaneet pääomakannan arvot muille vuosille rekursiivisesti huomioimalla poistoasteen (δ) ja investoinnit (I_{it}):

$$K_{it} = (1 - \delta)K_{it-1} + I_{it},$$

Poistoaste on määritelty tilinpäätöstiedoista laskemalla. Olemme ensin jakaneet hetken t poistot edellisen periodin $t - 1$ aineellisella omaisuudella:

$$\text{Poistoaste}_{it} = \frac{\text{Poistot}_{it}}{\text{Aineellinen omaisuus}_{it-1}}$$

Tämän jälkeen poistoasteen parametriarvo (δ) on saatu laskemalla aineellisella omaisuudella painotettu poistoasteen mediaani (8 %), jossa painokerroin perustuu hetken $t - 1$ aineelliseen omaisuuteen. Epärealististen ääriarvojen kontrolloimiseksi olemme käyttäneet tämän mediaanin laskennassa vain positiivisia ja alle 50 % poistoasteita.

Investoinnit on laskettu aineellisen omaisuuden muutoksen (periodilta $t - 1$ hetkeen t) ja poistojen summana²³:

$$I_{it} = \Delta \text{Aineellinen omaisuus}_{it} + \text{Poistot}_{it}$$

Muut tuotantofunktion estimoinnissa käytettävät muuttujat on määritelty seuraavasti. Arvonlisä on laskettu käyttökäteen (EBITDA) ja työvoimakustannusten summana:

$$\text{Arvonlisä}_{it} = \text{EBITDA}_{it} + \text{Henkilöstökustannukset}_{it}$$

Välituotepanoksia koskeva erä (materiaalit ja palvelut) on laskettu liikevaihdon ja arvonlisän erotuksena:

$$\text{Välituotekäyttö}_{it} = \text{Liikevaihto}_{it} - \text{Arvonlisä}_{it}$$

Käytämme analyysissä reaalisia muuttujia. Aineellinen omaisuus ja investoinnit on deflatoitu Eurostatin imp-

lisiittisellä kiinteän omaisuuden toimialakohtaisella deflaattorilla. Arvonlisä, välituotekäyttö ja henkilöstökulut on deflatoitu Eurostatin toimialakohtaisella implisiittisellä bkt-deflaattorilla. Muut muuttujat on deflatoitu Eurostatin harmonisoidulla kuluttajahintaindeksillä (HICP). Käyttämämme deflaattoreiden perusvuotena on 2015.

Tuottavuuden estimointi tapahtuu seuraavasti. Oletamme Cobb–Douglas-tuotantofunktion:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_l l_{it} + \beta_k k_{it} + \omega_{it} + \eta_{it},$$

jossa selitettävänä muuttujana (y_{it}) on arvonlisän luonnollinen logaritmi. Selittävinä muuttujina ovat työvoimakustannusten luonnollinen logaritmi (l_{it}) ja pääomakannan luonnollinen logaritmi (k_{it}). Lisäksi malliin kuuluu vakio-termi β_0 , havaitsematon tuottavuus ω_{it} ja ”valkoista kohinaa” sisältävä satunnainen virhetermi η_{it} . Tuottavuuden oletetaan noudattavan ensimmäisen asteen Markovin prosessia, jossa tuleva tila riippuu menneisyydestä vain nykytilan kautta. Termeistä ω_{it} on yrityksen tiedossa hetkellä t , ja se vaikuttaa kyseisen hetken panosvalintoihin. Vastaavasti η_{it} ei ole yrityksen tiedossa samalla ajanhetkellä, eikä se siten vaikuta kyseisen hetken valintoihin.

Estimointimenetelmä

Käytämme estimoinnissa Levinsohnin ja Petrinin (2003) kontrollifunktiomenetelmää, jonka avulla endogeneisuusongelma voidaan ratkaista hyödyntämällä välituotekäyttöä (”materiaalit ja palvelut”) havaitsemattoman tuottavuuden *proxy*-muuttujana. Tämä lähestymistapa mahdollistaa tuotantofunktion parametrien estimoinnin.²⁴

Käyttämämme kokonaistuottavuuden (TFP) mittari pohjautuu edellä kuvatusta mallista estimoituun tuottavuuskomponenttiin $\hat{\omega}_{it}$ (ns. ”omega”) (De Loecker & Warzynski, 2012; Rovigatti & Mollisi, 2018), jota tarkastelemme erotuksena $\Delta \hat{\omega}_{it}$.

Seuraavassa vaiheessa tarkastelemme, miten rahoitus- ja omistusmuuttujat ovat yhteydessä yritystasolla mitattuun tulevaisuuden kokonaistuottavuuden kasvuun. Estimoidemme tuottavuuskasvulle seuraavaan yhtälöön perustuvan dynaamisen paneelimallin:

$$\Delta TFP_{it+1} = \rho \Delta TFP_{it} + \delta \Delta Debt_{it} + \gamma \Delta Equity_{it} + \theta O_{it} + \tau' X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it+1}$$

Selittävänä muuttujana ΔTFP_{it+1} on kokonaistuottavuuden kasvu hetkestä t hetkeen $t + 1$ edellä kuvattuun tuottavuuskomponenttiin perustuen. Selittävinä muuttujina ovat viivästetty selitettävä muuttuja ΔTFP_{it} , kokonaisvelan ja oman pääoman kasvu (logaritmien erotus) $\Delta Debt_{it}$ ja $\Delta Equity_{it}$ hetkestä $t - 1$ hetkeen t sekä omistusindikaattori O_{it} joko pääomasijoituksille (*Private Equity*), ulkomaalaisomistukselle (*Foreign*) tai kotimaiselle omistukselle (*Domestic*).²⁵ Näistä pääomasijoituksia koskeva indikaattori saa arvon yksi rahoitushetkellä ja kaikkina tämän jälkeisinä ajankohtina ja muuten arvon nolla.²⁶ Ulkomaista ja kotimaista omistusta koskevat indikaattorit koskevat hetken t tilannetta. Kontrollimuuttujina X_{it} on yrityksen iän luonnollinen logaritmi $\ln(\text{Age})$ hetkellä t ja yrityksen taseen loppusumman luonnollinen logaritmi $\ln(\text{Total Assets})$ hetkellä $t - 1$. Lisäksi malliin kuuluvat yritys- ja vuosivaikutukset μ_i ja λ_t sekä virhetermi ε_{it+1} .

Estimoimme yllä kuvatun mallin Arellanon ja Bondin (1991) dynaamisella paneeliestimaattorilla. Tämä dynaaminen GMM-estimaattori estimoii mallin ensimmäisissä erotuksissa, mikä poistaa yritysکوhtaіset kiinteät vaikutukset. Erotusyhtälössä viivästetyn selitettävän muuttujan ja muiden endogeenisten muuttujien sekä ennalta määrättyjen muuttujien instrumentteina käytetään tasojen viiveitä (vähintään $t - 2$ endogeenisille ja $t - 1$

ennalta määrättyillä muuttujille). Eksogeeniset muuttujat instrumentoidaan saman hetken erotuksilla. Instrumenttimäärän rajaamiseksi käytämme enintään kahta viivettä endogeenisten ja ennalta määrättyvien muuttujien instrumenteissa.

Mallissamme yrityksen ikä ja vuosi-indikaattorit käsitellään eksogeenisinä, yrityksen koko (tase) ennalta määrättyinä, omistusta ja rahoitusta koskevat muuttujat endogeenisinä ja dynaamisen mallin viivästetty selitettävä muuttuja endogeenisena. Estimoinnit on toteutettu kahden vaiheen GMM-estimaattorilla ja robusteilla keskivirheillä. Koska dynaaminen mallimme vaatii viivästettyjen muuttujien käyttöä, edellytämme, että yritykset ovat olleet olemassa vähintään viiden peräkkäisen vuoden ajan.²⁷ Estimointiotoksen muuttujien tunnusluvut on esitetty liitetaulukossa 1.

Jatkotarkastelussa laajennamme aiemmin kuvattua mallia käsittämään omistusmuuttujien O_{it} interaktiot rahoitusmuuttujien $\Delta Debt_{it}$ ja $\Delta Equity_{it}$ kanssa, jotta voimme tutkia, miten omistajuus ja rahoitus yhdessä vaikuttavat tulevaan tuottavuuskasvuun. Käsitlemme nämä interaktiot endogeenisinä muuttujina ja noudatamme instrumenttien osalta samoja kriteerejä kuin edellä.

Tulokset on kuvattu liitetaulukossa 2. Omistusmuuttujien osalta havaitsemme, että pääomasijoitukset ovat positiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi yhteydessä tulevaan tuottavuuskasvuun.²⁸ Ulkomaalaisomistus on

Liitetaulukko 1 Estimointiotoksen kuvailevat tunnusluvut

	Keskiarvo	Keskihajonta	p25	p50	p75	Havaintoja
TFP growth (t+1)	-0,004	0,031	-0,013	-0,000	0,010	34 909
$\ln(\text{Age})$	2,998	0,558	2,565	3,091	3,401	34 909
$\ln(\text{Total Assets}) (t-1)$	13,389	1,451	12,452	13,252	14,142	34 909
Debt growth	0,012	0,422	-0,186	-0,012	0,197	34 909
Equity growth	0,050	0,390	-0,055	0,051	0,178	34 909
Private Equity	0,004	0,061	0,000	0,000	0,000	34 909
Foreign	0,026	0,158	0,000	0,000	0,000	34 909
Domestic	0,972	0,164	1,000	1,000	1,000	34 909

Huomaa: Taulukossa on esitetty vuosille 2015–2022 estimoidun dynaamisen Arellano–Bond-paneelimallin estimointiotoksen kuvailevat tunnusluvut (keskiarvo, keskihajonta, p25, mediaani, p75 ja havaintomäärä).

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Etlan, Tesin, Eurostatin ja Tilastokeskuksen aineistojen perusteella.

positiivisesti ja kotimainen omistus negatiivisesti yhteydessä tulevaan tuottavuuskasvuun, joskin kumpikin indikaattori on tilastollisesti vain heikosti merkitsevä.²⁹

Vieraan pääoman kasvu on positiivisesti ja oman pääoman kasvu negatiivisesti yhteydessä tulevaan tuottavuuskasvuun. Vieraan pääoman kasvu on tilastollisesti merkitsevä pääomasijoitukset ja kotimaisen omistuksen kontrolloivissa malleissa ja heikosti merkitsevä ulkomaisen omistuksen kontrolloivissa malleissa. Oman pääoman kasvu on negatiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi yhteydessä tulevaan tuottavuuskasvuun kaikissa mallispesifikaatioissa. Tämä viittaa siihen, että oman pääoman kasvu itsessään ei näyttäisi lisäävän tuottavuuskasvua.

Vieraan pääoman kasvun osalta on syytä huomioda, että kokonaisvelkaa tarkasteleva muuttujamme voi sisältää myös muita eriä kuin korollinen vieras pääoma eikä näin ollen ole puhdas rahoituksen mittari.

Arellano–Bond AR(2) -testi ei hylkää nollahypoteesia siitä, että virhetermien differensseissä ei ole toisen asteen autokorrelaatiota, mikä antaa tukea sille, että mallin diagnostiikka on tältä osin kunnossa. Testaamme instrumenttien eksogeenisuutta Sargan-testillä.³⁰ Sargan-testi ei hylkää pääomasijoitukset ja kotimaisen omistuksen kontrolloivissa malleissa nollahypoteesia siitä, että yli-identifiointirajoitteet ovat valideja. Ulkomaalaisomistuksen kontrolloivassa mallissa Sargan-testi hylkää nol-

Liitetaulukko 2 Dynaaminen GMM-malli kokonaistuottavuuden kasvu (TFP)

	(1) TFP growth (t+1)	(2) TFP growth (t+1)	(3) TFP growth (t+1)
TFP growth (t)	-0,071*** (0,012)	-0,081*** (0,013)	-0,080*** (0,012)
ln(Total Assets) (t-1)	0,035* (0,020)	0,008 (0,019)	0,012 (0,017)
Debt growth	0,027*** (0,008)	0,014* (0,008)	0,018** (0,007)
Equity growth	-0,023** (0,011)	-0,023** (0,011)	-0,023** (0,010)
ln(Age)	-0,012 (0,015)	0,008 (0,015)	0,006 (0,012)
Private Equity	0,954** (0,442)		
Foreign		0,565* (0,292)	
Domestic			-0,480* (0,248)
Havaintoja	34 909	34 909	34 909
Klustereita	8 899	8 899	8 899
Instrumentteja	38	38	38
AR(2) z	-0,380	-0,606	-0,890
AR(2) p	0,704	0,544	0,373
Sargan	32,329	41,181	35,723
Sargan p	0,261	0,052	0,150

Huomaa: Taulukossa on raportoitu vuosille 2015–2022 estimoidun dynaamisen Arellano–Bond-paneelimallin estimointitulokset. Selitettävä muuttuja on yritysten konsernitasolla mitattu hetken $t + 1$ tuottavuuskasvu (TFP). Vuosi-indikaattorit on sisällytetty malliin, mutta ei raportoitu. Taulukossa on raportoitu lisäksi Arellano–Bond AR(2) -testi residuaalien toisen asteen autokorrelaatiolle ja Sargan-testi yli-identifiointirajoitteille. Estimoinnit pohjautuvat kahden vaiheen GMM-estimaattoriin ja robusteihin keskivirheisiin, paitsi Sargan-testin tapauksessa, joka pohjautuu ei-robusteihin GMM-keskivirheisiin. Robustit keskivirheet suluissa. Merkitsevyystahdet: * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Etlan, Tesin, Eurostatin ja Tilastokeskuksen aineistojen perusteella.

lahypoteesin tilastollisesti heikolla 10 % tasolla, mikä viittaa siihen, että oletukseen instrumenttien eksogeenisuudesta on syytä suhtautua varauksin kyseisessä spesifikaatiossa.

Lisätarkastelussa tutkimme omistuksen ja rahoituksen yhteisvaikutusta tulevaan tuottavuuskasvuun (liitetaulukko 3). Pääomasijoitusten ja oman pääoman kasvun välinen interaktio on positiivinen ja tilastollisesti merkitse-

vä. Myös pääomasijoituksia koskeva indikaattori itsessään säilyy merkitsevä. Pääomasijoitusten ja velkarahoituksen kasvun interaktio ei ole tilastollisesti merkitsevä. Muiden omistustyyppien kohdalla interaktiot oman pääoman ja velan kasvua koskevien muuttujien kanssa eivät ole tilastollisesti merkitseviä. Arellano-Bond AR(2)-testi ja Sarganin yli-identifiointitesti eivät hylkää omia nollahypoteesejaan.

Liitetaulukko 3 Dynaaminen GMM-malli kokonaistuottavuuden kasvu (TFP) (interaktioilla)

	(1) TFP growth (t+1)	(2) TFP growth (t+1)	(3) TFP growth (t+1)
TFP growth (t)	-0,069*** (0,013)	-0,079*** (0,013)	-0,079*** (0,012)
ln(Total Assets) (t-1)	0,034 (0,023)	0,012 (0,020)	0,015 (0,018)
Debt growth	0,026*** (0,009)	0,017** (0,008)	0,017 (0,024)
Equity growth	-0,026** (0,011)	-0,020* (0,010)	-0,080 (0,074)
Ownership * Debt growth	0,002 (0,014)	-0,014 (0,040)	0,001 (0,025)
Ownership * Equity growth	0,033** (0,014)	-0,085 (0,093)	0,057 (0,074)
ln(Age)	-0,013 (0,018)	0,003 (0,016)	0,004 (0,013)
Private Equity	1,063** (0,504)		
Foreign		0,815*** (0,291)	
Domestic			-0,485* (0,267)
Havaintoja	34 909	34 909	34 909
Klustereita	8 899	8 899	8 899
Instrumentteja	48	48	48
AR(2) z	-0,004	-0,355	-0,817
AR(2) p	0,997	0,723	0,414
Sargan	38,267	28,714	35,986
Sargan p	0,367	0,801	0,469

Huomaa: Taulukossa on raportoitu vuosille 2015–2022 estimoidun dynaamisen Arellano-Bond-paneelimallin estimointitulokset. Selitettävä muuttuja on yritysten konsernitasolla mitattu hetken $t + 1$ tuottavuuskasvu (TFP). Omistuksen ja oman/vieraan pääoman kasvun interaktioissa omistumuuttujana on kyseisen mallispesifikaation omistajatyypin indikaattori (pääomasijoittaja, ulkomainen omistus tai kotimainen omistus). Vuosi-indikaattorit on sisällytetty malliin, mutta ei raportoitu. Taulukossa on raportoitu lisäksi Arellano-Bond AR(2)-testi residuaalien toisen asteen autokorrelaatiolle ja Sargan-testi yli-identifiointirajoitteille. Estimoinnit pohjautuvat kahden vaiheen GMM-estimaattoriin ja robusteihin keskivirheisiin, paitsi Sargan-testin tapauksessa, joka pohjautuu ei-robusteihin GMM-keskivirheisiin. Robustit keskivirheet suluisia. Merkitsevyystähdet: * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Etlan, Tesin, Eurostatin ja Tilastokeskuksen aineistojen perusteella.

Edellä kuvattujen tulosten valossa emme havaitse merkittäviä tuottavuuskasvuun vaikuttavia yhteisvaikutuksia omistajuuden ja eri rahoitusmuotojen välillä muissa tapauksissa kuin pääomasijoitusten ja oman pääoman kohdalla. Velkarahoituksen ja omistajuuden interaktioita koskevat tulokset voivat merkitä sitä, että joko tässä yritysjoukossa ei esiinny merkittäviä tuottavuuskasvuun vaikuttavia luottomarkkinoiden kitkatekijöitä tai yrityksen omistajatyyppejä ei niihin merkittävästi vaikuta.

Kokonaisuudessaan tulokset viittaavat siihen, että pääomasijoitukset ja varauksin myös ulkomaalaisomistukset ovat positiivisesti yhteydessä tulevaan tuottavuuden kasvuun. Kotimaisen omistuksen yhteys tulevaan tuottavuuskasvuun näyttäisi olevan pikemminkin negatiivinen. Tarkastelumme viittaa myös siihen, että pääomasijoitusten yhteys tuottavuuskasvuun ei näyttäisi selittyvän yksinomaan rahoituksen määrän kasvulla. Pääomasijoituksia saaneet yritykset olivat toisaalta ainoa yritysryhmä, joiden kohdalla oman pääoman kasvulla oli havaittavissa positiivinen yhteys tulevaan tuottavuuskasvuun.

Viitteet

- ¹ Ajattelemmme yritysjärjestelyjen työllisyysvaikutukset epäorgaanisina niiden tapahtumahetkellä mutta sallimme sen, että jo tapahtumavuonna vastaanotetuissa toimipaikoissa voi tapahtua orgaanista kasvua.
- ² Kansantaloudellisessa mielessä epäorgaaninen kasvu on kiintoisaa lähinnä siksi, että liiketoiminnasta määrittävien omistajien ja hallitusten jäsenten sekä usein myös ylimmän johdon vaihtuessa syntyy mahdollisuus paremmalle orgaaniselle kasvulle. Tyypillisessä tapauksessa yritysjärjestely itsessään sisältää ajatuksen, että uudet omistajat näkevät liiketoiminnan vanhoja omistajia arvokkaampana nettonykyarvomielessä, minkä ainakin jollain aikavälillä ja jossain ulottuvuuksissa sopii odottaa näkyvän myös parempana ostokohteen kasvuna (verrattuna totuuden vastaiseen tilanteeseen, jossa vanha omistajuus olisi jatkunut). Yritysjärjestelyllä voidaan myös tavoitella kohdemarkkinan keskittämistä ja siten markkinavoiman kasvattamista, jolloin kasvuvaihtelu voi yhteiskunnallisesta näkökulmasta olla toisenlainen.
- ³ Määrittelemme konsernin nuoreksi, jos se on alle 10 vuotta vanha vuonna 2013 ja vanhaksi muussa tapauksessa.
- ⁴ Määrittelemme konsernin pieneksi, jos se työllisti Suomessa vuonna 2013 alle 50 henkilötyövuotta. Muutoin se on määritelty suureksi.
- ⁵ Jaamme konsernit kahdeksaan toimialaan: teollisuus (Tol2008 koodit 10–30) on jaettu korkeampaan ja matalampaan teknologiatasoon perustuen Eurostatin ”High-tech industry and knowledge-intensive services (t_htec)” -tilastoinnin määrittelyyn. Samaan lähteeseen perustuen palvelualat (Tol2008 koodit 45–99) on jaettu ohjelmistoalaan (”softa”, Tol2008 koodit 62–63), sote-alaan (Tol2008 koodit 86–88), muihin tietointensiivisiin palveluihin (”KIS”-alat tilastointilähteessä, pl. softa ja sote) ja muihin palveluihin. Lisäksi alkutuotanto (Tol2008 koodit 01–09) sekä sähkö-, kaasu- ja lämpöhuolto, vesi- ja jätehuolto ja rakentaminen (Tol2008 koodit 35–43) on ryhmitelty omiksi ryhmikseen.
- ⁶ Omistajatyypit 1, 3 tai 4 vuonna 2013 ja 2 jonain vuonna 2014–2023.
- ⁷ Omistajatyypit 1 tai 4 vuonna 2013, status 3 jonain vuonna 2014–2023.
- ⁸ Omistajatyypit 1 tai 3 vuonna 2013, status 4 jonain vuonna 2014–2023.
- ⁹ Mikä laskentatavassamme, kuten todettua, on nolleen päätyvä yhdistelmä orgaanista ja epäorgaanista kutistumista.
- ¹⁰ Huomiona kuitenkin, että vain 220 luokassa työllisyyden muutos oli laskettavissa. Tämä johtui siitä, että joihinkin luokkiin ei tullut yhtään havaintoyksikköä, tai siitä, että luokkien määrittely ei ollut looginen (esimerkiksi lähtötilanteessa pääomasijoitettu yritys ei voinut määrittelyssämme tulla enää myöhempinä vuosina pääomasijoitetuksi).
- ¹¹ Taulukon 1 lista on rajattu konserneihin, joiden orgaaninen työllisyys kasvoi vuosina 2013–2023 vähintään 100 henkilötyövuodella. Tämä rajausta tehtiin, koska halusimme mitata koko talouden tasolla merkittävää kasvua. Pelkästään suhteellista kasvua tarkastelevalle listalle olisi painottunut vielä voimakkaammin pieniin konserneihin; esimerkiksi kahden hengen konsernin koon kasvaminen kolmen hengen konserniksi olisi suhteellisesti yhtä suurta kuin 200 hengen konsernin kasvu 300 hengen konserniksi. Jälkimmäisellä tapauksella on kuitenkin koko talouden kannalta suuremmat vaikutukset työllisyyteen. Lähtövuoden koolle emme sen sijaan asettaneet ehtoja, vaan myös pienten konsernien oli mahdollista päästä listalle, jos kumpikin kasvuehto täyttyi. Sen sijaan lisärajauksena taulukon tekemisessä on ollut, että konsernin kokonaistyöllisyys Suomessa päätevuonna on ollut suurempi kuin lähtövuonna. Tämä rajausta tehtiin, koska teoriassa konserni on voinut tarkasteluperiodilla kasvaa orgaanisesti ja kutistua epäorgaanisesti.
- ¹² Rajaamme ekonometrisissa analyyseissä käytetyn alueiston koskemaan maatalouden ulkopuolista yrityssektoria ilman rahoitus- ja kiinteistöalaa (NACE-toimialaluokat 5–82, pois lukien luokat 64–66 ja 68).

- 13 Heterogeeniset vaikutukset huomioiva erotukset-erotuksissa -menetelmä (*augmented inverse-probability weighting*, AIPW).
- 14 Pääomasijoitusten piiriin valikoitumista koskevasa mallissa käytämme seuraavia yritystason selittäviä muuttujia: luonnollinen logaritmi yrityksen iästä, luonnollinen logaritmi taseen loppusummasta, kannattavuus (EBITDA/tase), aineettoman omaisuuden osuus taseen loppusummasta, indikaattori monitoimipaikkaisille yrityksille, indikaattorit yrityksen toimialan teknologia- tai tietointensiivisyyden tasosta OECD-/Eurostat-määritelmän mukaisesti (korkea, keskikorkea tai matala, joista jälkimmäisin toimii vertailuluokkana) sekä indikaattori Business Finlandista saadulle tuelle (joka saa arvon yksi tuen saantivuonna ja kaikkina tämän jälkeisinä vuosina ja muuten arvon nolla). Tämän lisäksi sisällytämme malliin aineiston mahdollistamassa laajuudessa kahden tai kolmen edellisen periodin perusteella lasketun orgaanisen työllisyyskehityksen kulmakertoimen (*pre-slope*) rahoituksen saantia edeltäviltä vuosilta työllisyyskehityksen trendien kontrolloimiseksi. Tulemamallissa lisäämme kontrolliksi luonnollisen logaritmin yrityksen iästä ja seuraavat rahoitusta tai omistusmuutosta edeltäneeltä ajanjaksolta mitatut muuttujat: yrityksen EU-määritelmän mukainen kokoluokka (pieni, keskisuuri ja suuri, vertailuluokkana mikro) sekä indikaattori monitoimipaikkaisille yrityksille. Näiden muuttujien lisäksi sisällytämme tulemamalliin interaktiot toimiala- ja vuosi-indikaattoreista, jotka huomioivat toimialakohtaiset vuosivaihtelut. Toimialoja mittaamme kaksinumerotason NACE-toimialaluokilla, joiden yhdistelemissä olemme noudattaneet pääpiirteittäin Eurostatin käyttämiä toimialaluokkayhdistelmiä varmistaaksemme havaintomäärältään riittävän suuret luokat.
- 15 Keskeisimpiä menetelmällisiä oletuksia on se, että koe- ja kontrolliryhmän kehitystrendit ennen pääomasijoituksen saamista ovat samankaltaisia taustatekijöiden huomioimisen jälkeen (*parallel trends*). Lisäksi oletamme, että pääomasijoitukset eivät vaikuta ennakoivasti kohdeyritysten tulemiin (*no anticipation*), koeryhmälle löytyy ominaisuuksiltaan samankaltaisia verrokkiyrityksiä, eivätkä koeryhmään kerran päätyneet yritykset tule verrokeiksi. Vertailuryhmänä käytämme yrityksiä, jotka eivät ole saaneet pääomasijoituksia missään vaiheessa tutkimusjakson aikana.
- 16 Jaamme orgaanisen työllisyyden arvon konsernin ensimmäisen havaintovuoden työllisyydellä. Olemme kertoneet tämän lukeman sadalla, jolloin kukin konserni saa ensimmäisenä havaintovuotenaan arvon 100, johon myöhemmät arvot vertautuvat. Orgaaninen työllisyys on määritelty siten, että ensimmäisen periodin työllisyyden määränä on konsernin kokonaistyöllisyys. Tämän jälkeen olemme lisänneet tähän lukemaan orgaanisen työllisyyden muutokset rekursiivisesti vuodesta toiseen. Olemme tehneet lisävarmistuksia mahdollisten aineistovirheiden ja poikkeuksellisten muuttuja-arvojen varalta. Mikäli edellä kuvatulla tavalla lasketun orgaanisen työllisyyden kokonaisarvo tulee negatiiviseksi, olemme muuttaneet arvon nolaksi. Mikäli laskemamme orgaanisen työllisyyden arvo ylittää konsernin kokonaistyöllisyyden, olemme korvanneet arvon konsernin kokonaistyöllisyyden määrällä.
- 17 Saa arvon yksi ensimmäisen pääomasijoituksen tai muun omistusmuutoksen hetkellä sekä kaikkina tämän jälkeisinä vuosina ja muutoin arvon nolla.
- 18 Koska keskimääräiset arvot voivat olla herkkiä poikkeuksellisille ääriarvoille, olemme tehneet seuraavat varmistukset suhdelukuina laskettuihin muuttujiin: Selitettävä muuttuja on winsoroitu 0,1 % ja 99,9 % kohdalta. Selittävistä muuttujista kannattavuus ja aineettoman omaisuuden osuus taseessa on winsoroitu 1 % ja 99 % kohdalta. Winsoroinnissa kyseisten prosenttipisteiden (persentiilien) ulkopuolella olevat muuttuja-arvot on korvattu kyseisten persentiilien arvoilla. Tämä auttaa ehkäisemään sitä ongelmaa, että yksittäiset (virheelliset) ääriarvot ajaisivat koko tulosta.
- 19 Toimenpidettä edeltävien ennakkotrendien (*pre-trends*) yhteisesti ei hylkää nollahypoteesia, jonka mukaan kaikki rahoituksen saantia edeltävät vaikutukset eivät poikkea tilastollisesti nolasta.

- ²⁰ Ulkomaalaisomistukseen siirtymisen vaikutuksia koskevan tuloksen osalta on kuitenkin syytä huomioida, että ennakkotrendien testi hylkää nollahypoteesin tilastollisesti heikolla 10 % tasolla. Tämä viittaa siihen, että omistusmuutosta edeltävissä trendeissä voi esiintyä nollasta poikkeavia eroavaisuuksia koe- ja kontrolliryhmien välillä, minkä vuoksi tulokseen on syytä suhtautua ainakin osittaisella varauksella. Ongelma näyttää ainakin jossain määrin riippuvan otoksesta: jos kasvatamme omistusmuutoksen jälkeiselle ajanjaksolle vaadittavien havaintovuosien vähimmäismäärää lisävuodella, testi ei hylkää nollahypoteesia tilastollisesti merkitsevällä tasolla.
- ²¹ Ennakkotrendien testi kuitenkin hylkää nollahypoteesin tilastollisesti merkitsevällä tasolla, mikä viittaa trendipoikkeamiin koe- ja kontrolliryhmien välillä omistusmuutosta edeltävällä ajanjaksolla. Toisaalta tämänkaltaisen omistusmuutoksen kohdanneiden konsernien vähäinen lukumäärä osaltaan hankaloittaa vaikutusten täsmällistä arviointia.
- ²² Huomiona, että tarkastelemme toimipaikkojen omistusmuutoksia nimenomaan konsernitasolla, ts. omistusmuutokset, jotka tapahtuvat konserniin kuuluvien yritysten välillä, eivät tuota epäorgaanista työllisyyden muutosta vaan ovat konsernin näkökulmasta orgaanista työllisyyden muutosta.
- ²³ Olemme muuntaneet 12 kuukauden tilikaudesta poikkeavien tilikausien tuloslaskelmaerät vastaamaan vuosittaisia lukuja skaalaamalla ne kertoimella (12/tilikauden pituus kuukausina).
- ²⁴ Estimoinimme tuotantofunktiota koskevan mallin 200:lla *bootstrap*-replikaatiolla. Tuotantofunktioestimaattien perusteella tuotantopanoksien kertoimien (työ: 0,797, pääoma: 0,166) summa on alle yhden, mikä viittaa laskeviin skaalatuottoihin. Wald-testi hylkää oletuksen vakioisista skaalatuotoista tilastollisesti erittäin merkitsevällä tasolla.
- ²⁵ Olemme winsoroineet tuottavuuskasvua sekä oman ja vieraan pääoman kasvua koskevat muuttujat 1 % ja 99 % persentiilin kohdalta. Omaa pääomaa (*equity*) koskeva muuttuja perustuu tilinpäätöserään ”*shareholders' funds*” ja kokonaisvelkaa (*total debt*) koskeva muuttuja perustuu tilinpäätöserien ”*current liabilities*” ja ”*noncurrent liabilities*” summaan, joissa oletamme puuttuvat muuttuja-arvot nolaksi. Muuttujien tulokinnan osalta on syytä huomioida, että muuttujiin voi sekoittua myös muita kuin puhtaasti rahoitusta kuvaavia eriä.
- ²⁶ Omistuspohjaisten muuttujien määrittelyerot johtuvat siitä, että emme pysty havaitsemaan, koska pääomasijoittaja on irtautunut yrityksestä. Toisaalta emme välttämättä haluaisikaan tehdä niin, koska on mahdollista, että pääomasijoitus muuttaa yrityksen ”dna:ta” pysyvällä tavalla. Ulkomaisen ja kotimaisen omistuksen indikaattoreiden annamme kuitenkin vaihdella ajassa, jotta emme kadota niihin liittyvää informaatiota, mikä voisi johtaa vaikeuksiin estimoida jokseenkin staattisten omistusmuuttujien kertoimia.
- ²⁷ Koska käytämme logaritimpohjaisia kasvumuuttujia, emme voi tarkastella negatiivisia tai nolla-arvoja käsitteitä yritys-vuosihavaintoja rahoitusmuuttujissamme. Negatiivisen oman pääoman tilanteessa sallimme paneelin olla epätasapainoinen, mikäli vuosihavaintojen määrä muuten riittää dynaamisen mallin estimointiin.
- ²⁸ Estimoitu kerroin indikoi, että pääomasijoituksen saaneiden yritysten tuleva tuottavuuskasvu yli kaksinkertaistuu rahoituksen saannin jälkeen (2,6-kertaistuu, sillä $e^{0,954} \approx 2,60$). Tämä viittaa siihen, että pääomasijoituksilla voi olla huomattavia vaikutuksia kohdeyritysten tuottavuuteen.
- ²⁹ On syytä huomioida, että jos omistusta kuvaavat muuttujat vaihtelevat vain vähän ajassa, niiden kertoimien estimointi vaikeutuu erotuksiin perustuvissa paneelimalleissa.
- ³⁰ Sargan-testi on saatavilla vain ei-robusteille GMM-keskivirheille, joten estimoinimme mallit näiden testien osalta uudelleen.

Kirjallisuus

Arellano, M. & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58, 277–297. <https://doi.org/10.2307/2297968>

Baker, A. C., Larcker, D. F. & Wang, C. C. Y. (2022). How much should we trust staggered difference-in-differences estimates? *Journal of Financial Economics*, 144(2), 370–395. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2022.01.004>

Callaway, B. & Sant’Anna, P. (2021). Difference-in-Differences with multiple time periods. *Journal of Econometrics*, 225(2), 200–230. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2020.12.001>

Davis, S. J., Haltiwanger, J., Handley, K., Lipsius, B., Lerner, J. & Miranda, J. (2025). The (Heterogeneous) Economic Effects of Private Equity Buyouts. *Management Science*, forthcoming. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2021.03890>

De Loecker, J. & Warzynski, F. (2012). Markups and firm-level export status. *American Economic Review*, 102, 2437–2471. <https://doi.org/10.1257/aer.102.6.2437>

Levine, O. & Warusawitharana, M. (2021). Finance and productivity growth: Firm-level evidence. *Journal of Monetary Economics*, 117, 91–107. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2019.11.009>

Levinsohn, J. & Petrin, A. (2003). Estimating Production Functions Using Inputs to Control for Unobservables. *The Review of Economic Studies*, 70(2), 317–341. <https://doi.org/10.1111/1467-937x.00246>

Roth, J., Sant’Anna, P., Bilinski, A. & Poe, J. (2023). What’s trending in difference-in-differences? A synthesis of the recent econometrics literature. *Journal of Econometrics*, 235(2), 2218–2244. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2023.03.008>

Rouvinen, P. & Ylhäinen, I. (2025). Suomen yritysrahoitus eurooppalaisessa vertailussa: Raha ei ole talouskasvun keskeisin pullonkaula. *Etna Raportti*, nro 161. <https://pub.etla.fi/ETLA-Raportit-Reports-161.pdf>

Rovigatti, G. & Mollisi, V. (2018). Theory and Practice of Total-Factor Productivity Estimation: The Control Function Approach using Stata. *The Stata Journal*, 18(3), 618–662. <https://doi.org/10.1177/1536867x1801800307>



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
