

Yrityskaupat, yrittäjyyspääoma ja yritysten menestys



Mika Pajarinen

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos
mika.pajarinen@etla.fi

Ilkka Ylhäinen

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos
ilkka.ylhainen@etla.fi

Suosittelava lähdeviittaus:

Pajarinen, Mika & Ylhäinen, Ilkka (3.8.2026).
”Yrityskaupat, yrittäjyyspääoma ja yritysten
menestys”. Etla Raportti nro 179.
<https://pub.etla.fi/ETLA-Raportit-Reports-179.pdf>

Tiivistelmä

Tässä tutkimuksessa tarkastelemme, miten yrityskaupan jälkeen vapautuva yrittäjyyspääoma – varallisuus, kokemus, osaaminen ja verkostot – kohdentuu uusiin ja jo toimiviin yrityksiin. Yhdistämme suomalaisia rekisteriaineistoja yritysten poistumisista, omistajista, vastuuhenkilöistä ja tilinpäätöstiedoista. Tunnistamme yrityskaupat työntekijävirtojen avulla ja arvioimme kohdeyritysten kehitystä erotukset-erotuksissa-menetelmällä (*difference-in-differences*) ja kaksinkertaisesti robustilla AIPW-estimoinnilla (*augmented inverse probability weighting*). Yrityksensä myyneet yrittäjät jatkavat usein aktiivisissa omistus-, hallitus- ja johtotehtävissä, erityisesti jo toimivissa yrityksissä. Yrityskaupan vastapuolten – ostajien ja fuusiokumppanien – liikevaihto kasvaa selvästi verrokkeja nopeammin, mutta niiden työn tuottavuus kehittyy verrokkeja heikomminkin erityisesti ensimmäisinä kaupan jälkeisinä vuosina. Kannattavuus kehittyy verrokkeja suotuisammin niissä jo toimivissa yrityksissä, joihin entisiä omistajia siirryy. Vastaperustetut kohdeyritykset ovat liikevaihdoltaan selvästi verrokkeja suurempia. Emme havaitse näyttöä siitä, että siirtyvä yrittäjyyspääoma synnyttäisi systemaattisia tuottavuusetuja tai lisäisi todennäköisyyttä saada oman pääoman ehtoista rahoitusta suhteessa verrokkeihin.

Abstract

Acquisitions, Entrepreneurial Capital, and Firm Performance

We examine how entrepreneurial capital—wealth, experience, skills, and networks—released through acquisitions is reallocated to new and existing firms. We combine Finnish administrative data on firm exits, owners, board members and executives, and financial statements. We identify acquisitions from worker flows and estimate the performance of destination firms using difference-in-differences and doubly robust augmented inverse probability weighting (AIPW) estimators. Entrepreneurs who sell their firms often continue in active ownership, board, and executive roles, especially in existing firms. Acquisition counterparties—acquirers and merger partners—experience substantially faster sales growth than control firms, but their labor productivity develops less favorably, particularly in the first post-acquisition years. Profitability improves relative to controls in the existing firms that former owners join. Newly founded destination firms have substantially higher sales than control firms. We find no evidence that reallocated entrepreneurial capital generates systematic productivity gains or increases the likelihood of equity financing relative to control firms.

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

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

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

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

Kiitokset: Kiitämme TT-säätiötä tutkimushankkeen *Yrityspääoma ja talouskasvu* rahoituksesta.

Tämän raportin työstämisessä on hyödynnetty tekoälyä ihmistyön tukena Etlan eettisen ohjeiston mukaisesti (versio 14.1.2026, ks. <https://www.etla.fi/ai-etiikka>).

Acknowledgements: We gratefully acknowledge financial support from the TT Foundation for the research project *Entrepreneurial Capital and Economic Growth*.

Artificial intelligence has been used to support human work in the production of this report in accordance with Etla's ethical guidelines (version 14.1.2026, see <https://www.etla.fi/en/ai-ethics/>).

Avainsanat: Yrityskaupat, Yrittäjyyspääoma, Sarjayrittäjyys, Yritysdynamiikka, Yritysten menestys, Erotukset-erotuksissa

Keywords: Mergers and acquisitions, Entrepreneurial capital, Serial entrepreneurship, Firm dynamics, Firm Performance, Difference-in-differences

JEL: C23, G32, G34, L25, L26

Sisällys

1 Johdanto.....	4
2 Kirjallisuus	5
3 Aineistot ja menetelmät	7
4 Kuvaileva tilastotarkastelu	8
4.1 Millaisia yrityskaupoin poistuneiden yritysten omistajat olivat?	9
4.2 Millaisia yrityskaupoin poistuneet yritykset olivat?	10
4.3 Millaisiin yrityksiin poistuneiden yritysten omistajat siirtyivät?	11
5 Ekonometriset menetelmät	14
5.1 Vanhat yritykset	15
5.2 Uudet yritykset	16
6 Tulokset	17
6.1 Kuvailevat tunnusluvut.....	17
6.2 Ekonometrinen analyysi.....	17
7 Johtopäätökset.....	25
Liitteet.....	26
Viitteet	30
Kirjallisuus	31

1 Johdanto

Yrityskaupat voivat käynnistää kiertokulun, jossa yrityksensä myyneet yrittäjät hyödyntävät yrityskaupasta vapautunutta varallisuuttaan ja yrittäjäuralla kertynyttä osaamistaan uusien yritysten perustamiseen ja kasvattamiseen sekä muiden yritysten rahoittamiseen. Tällainen yrittäjyyspääoman kierto, jossa taloudelliset ja aineettomat resurssit kohdentuvat uudelleen uuden yritystoiminnan käyttöön, voi tuottaa myönteisiä vaikutuksia sekä yritystä aluetasolla (Mason & Harrison, 2006).

Aiemman kirjallisuuden perusteella on useita syitä odottaa, että yrityksensä myyneiden yrittäjien myöhemmillä yritysrooleilla voi olla taloudellista merkitystä. Merkittävä osa palkkatyöstä yrittäjiksi siirtävistä henkilöistä on toiminut yrittäjänä aiemmin, ja aiempi yrittäjäkokemus ennustaa myöhempiä yrittäjäksi ryhtymistä (Hyytinen & Ilmakunnas, 2007b). Kansainväliset tutkimukset viittaavat lisäksi siihen, että yrittäjäkokemus, aiempi menestys ja toimialatuntemus ovat yhteydessä myöhempiin menestykseen yritystoiminnassa (Gompers, Kovner, Lerner & Scharfstein, 2010; Lafontaine & Shaw, 2016; Shaw & Sørensen, 2019). Kokemuksen merkitystä korostaa myös se, että nopeimmin kasvavien uusien yritysten perustajat ovat yleensä keski-ikäisiä, eivät nuoria (Azoulay, Jones, Kim & Miranda, 2020).

Yrittäjyyspääoman kierron merkitys talouskasvulle perustuu siihen, että yrityskaupan jälkeen vapautuvat resurssit voivat kohdentua uudelleen kasvuhakuisiin tai tuottavampiin käyttökohteisiin. Varallisuus voi lieventää uusien ja kasvavien yritysten rahoitusrajoitteita (Evans & Jovanovic, 1989), ja yritystason resurssien uudelleen kohdentuminen on keskeinen osa yritysdynamiikkaa, jonka kautta taloudessa syntyy uusia yrityksiä, työpaikkoja ja tuottavuuskasvua (Decker, Haltiwanger, Jarmin & Miranda, 2014). Tässä tutkimuksessa tarkastellaan, missä määrin yrityskaupan jälkeen vapautuva yrittäjyyspääoma kohdentuu uusiin ja jo toimiviin yrityksiin sekä miten nämä kohdeyritykset kehittyvät suhteessa verrokkeihin.

Tämän tutkimuksen tavoitteena on tuottaa uutta tietoa siitä, miten yrityksensä myyneiden yrittäjien yrittäjyyspääoma eli varallisuus, osaaminen, kokemus ja verkostot kytkeytyvät heidän myöhempien kohdeyritystensä kehitykseen. Kohdeyrityksillä tarkoitetaan tässä yrityksiä, joi-

hin irtautuneen yrittäjän myöhempi toiminta kohdistuu. Ne jaetaan kahteen ryhmään: yrityskaupan vastapuoliyrityksiin eli yrityksiin, jotka olivat suoraan osapuolina siinä kaupassa, jossa yrittäjä irtautui yrityksestään, sekä muihin kohdeyrityksiin, joissa irtautuneen yrittäjän omistus-, johto- tai hallitusrooli muuttuu. Tutkimuksessa vastataan kahteen kysymykseen. Ensinnäkin tarkastelemme, missä määrin yrityksensä myyneet yrittäjät siirtyvät uusiin yritysrooleihin omistajina, hallitusten jäseninä, johtajina tai uusien yritysten perustajina. Toiseksi analysoimme, miten kohdeyritykset kehittyvät verrokkeihin nähden liikevaihdon, työn tuottavuuden, kannattavuuden ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen osalta.

Ilmiön empiiriseen arviointiin liittyy kaksi keskeistä tulokinnallista haastetta. Ensinnäkin yrityskaupat muuttavat yritysten kokoa, rakennetta ja resurssien kohdentumista. Tämän vuoksi erityisesti yrityskaupan vastapuolia koskevat tulokset voivat heijastaa yrittäjyyspääoman lisäksi myös yritysjärjestelyn muita vaikutuksia. Toiseksi yrittäjät voivat valikoitua jo lähtökohtaisesti lupaaviin kohdeyrityksiin. Siksi vanhojen yritysten erotukset-erotuksissa-analyysit tulkitaan vaikutusarvioina menetelmän identifikaatio-oletusten vallitessa, kun taas uusien yritysten tulokset tulkitaan ehdollisina vertailuina havaittavilta ominaisuuksiltaan samankaltaisiin verrokkeihin. Näistä syistä analyysissa erotetaan vakiintuneet ja uudet yritykset sekä yrityskaupan vastapuolet muista kohdeyrityksistä.

Empiirinen analyysi jakaantuu kahteen osaan. Ensimmäisessä osassa kuvataan aiemmin yrittäjänä toimineiden henkilöiden yrityskaupan jälkeisiä urasiirtymiä ja uusia yritysrooleja. Toisessa osassa arvioidaan kohdeyritysten kehitystä suhteessa verrokkeihin. Vanhojen yritysten analyysissa hyödynnetään heterogeenisten vaikutusten erotukset-erotuksissa-asetelmaa (Callaway & Sant’Anna, 2021), jossa kohdeyritysten kehitystä seurataan ennen yrityskauppaa ja sen jälkeen suhteessa ominaisuuksiltaan samankaltaisiin verrokkeihin. Uusien yritysten analyysi täydentää tarkastelua vertaamalla irtautuneiden yrittäjien vastaperustettuja yrityksiä havaittavilta ominaisuuksiltaan samankaltaisiin verrokkeihin. Analyysi perustuu kattaviin rekisteriaineistoihin, jotka yhdistävät yrityksistä irtautuneet yrittäjät, heidän myöhemmät yritysroolinsa ja kohdeyritysten yritystason tulemat.

Tulokset voidaan tiivistää seuraavasti. Kuvailevan analyysin perusteella yrityskaupalla poistuneiden yritysten

merkittävät henkilöomistajat ovat tyypillisesti kokeneita, korkeasti koulutettuja ja aktiivisia toimijoita poistuvissa yrityksissä. Poistuneet yritykset ovat useimmiten pitkään toimineita, kannattavia ja vakavaraisia, mikä ei tue tulkintaa siitä, että yrityskaupat heijastaisivat pääosin taloudellisissa vaikeuksissa olevien yritysten myyntejä. Yrityskaupan jälkeiset roolimutokset kohdistuvat pääosin jo toimiviin yrityksiin, mikä viittaa siihen, että yrittäjyyspääoma kanavoituu ennen kaikkea olemassa olevien yritysten omistukseen, hallintoon ja johtamiseen eikä ainoastaan uusien yritysten perustamiseen.

Ekonometrisen analyysin perusteella yrityskaupan vastapuolten liikevaihto kasvaa selvästi verrokkeja nopeammin, mutta kasvuun yhdistyy työn tuottavuuden lasku, joka painottuu kaupan jälkeisiin ensimmäisiin vuosiin ja voi heijastaa toimintojen yhdistämistä vaihetta. Kannattavuus kehittyi verrokkeja suotuisammin molemmissa vakiintuneiden kohdeyritysten ryhmissä, joskin vuosikohtaisten estimaattien tarkkuus on rajallinen. Muiden kohdeyritysten liikevaihdon ja työn tuottavuuden erot verrokkeihin ovat positiivisia mutta eivät tilastollisesti merkitseviä. Irtautuneiden yrittäjien vastaperustetut yritykset ovat liikevaihdoltaan selvästi verrokkeja suurempia, mutta suppeammassa kohdeyritysmääritelmässä niiden työn tuottavuus on verrokkeja matalampi; kannattavuusero on positiivinen mutta tilastollisesti merkitsevä vain laajemmassa määritelmässä, joka käsittää myös yrityskaupan vastapuolina toimineet vastaperustetut yritykset. Oman pääoman ehtoisen rahoituksen saamisessa ei havaita tilastollisesti merkitseviä eroja missään ryhmässä. Kokonaisuutena tulokset viittaavat siihen, että yrittäjyyspääoman uudelleenkehittäminen kytkeytyy kohdeyritysten mittakaavan kasvuun ja kannattavuuteen mutta ei tuottavuusetuun tarkastelujaksolla.

Tutkimus täydentää sarjayrittäjyyttä ja yrittäjäkokeumusta käsittelevää kirjallisuutta kolmella tavalla. Ensinnäkin irtautuneita yrittäjiä seurataan myös muihin rooleihin kuin uusien yritysten perustajiksi. Toiseksi tarkastelun kohteena ovat vastaanottavien yritysten tulemat, ei vain yrittäjän oma myöhempi menestys. Kolmanneksi yrityskaupan vastapuolet ja muut kohdeyritykset analysoidaan erikseen, mikä auttaa erottamaan yritysjärjestelyihin liittyviä mekaanisia vaikutuksia yrittäjän roolin muutoksesta.

Raportti etenee seuraavasti. Luvussa 2 tarkastellaan aiempaa akateemista kirjallisuutta. Luvussa 3 esitellään

aineisto ja sen muodostaminen. Luvussa 4 raportoidaan kuvailevat tulokset. Luvussa 5 esitetään ekonometriset menetelmät. Luvussa 6 raportoidaan estimointiaineistojen kuvailevat tunnusluvut ja ekonometrisen analyysin tulokset. Luku 7 päättää raportin johtopäätöksiin.

2 Kirjallisuus

Uusien teknologioiden synty on maantieteellisesti keskittynyttä (Bloom, Hassan, Kalyani, Lerner & Tahoun, 2021). Olemassa oleviin yrityskeskittymiin syntyy aiemman toiminnan kannustamana riskirahoituksen tukemaa uutta yritystoimintaa, mikä johtaa itseään ruokkivaan kierteseen; tämän lisääntyneen yritysaktiiviteetin taustalla vaikuttavat muun muassa yrittäjyyteen liittyvä oppiminen ja verkostot (Gompers, Lerner & Scharfstein, 2005). Toimivalle yrittäjyyskosysteemille tärkeitä tekijöitä ovat suuret ja vakiintuneet yrittäjälähtöiset yritykset, tiedon leviämisen otollinen ympäristö sekä yrittäjyyspääoman uudelleenkehittäminen, jossa menestyneet yrittäjät tarjoavat osaamistaan, aikaansa ja rahansa uuden yrittäjyyden synnyttämiseen ja tukemiseen (Mason & Brown, 2014). Yrityskaupoilla tai listautumisaneilla vaurastuneet aiemmat yrittäjät jäävät aktiivisiksi osapuoliksi paikalliseen yhteisöön; he toimivat enkelitai pääomasijoittajina, neuvonantajina, mentoreina, hallitusjäseninä ja uusien yritysten perustajina (Mason & Brown, 2014; Mason & Harrison, 2006).

Merkittävällä osalla enkelisijoittajista on yrittäjyystausta (Pelucco & Vismara, 2025; Politis, 2008). Kansainvälisten tutkimustulosten mukaan enkelisijoituksilla on positiivinen vaikutus kohdeyritysten kasvuun, menestymiseen ja selviytymiseen (Kerr, Lerner & Schoar, 2014; Lerner, Schoar, Sokolinski & Wilson, 2018) sekä jatkorahoitusmahdollisuuksiin (Lerner ym., 2018). Enkelisijoittajien tuoma hyöty liittyy rahoituksen ohella muihin tekijöihin, kuten neuvonantoon ja verkostoihin (Kerr, Lerner ym., 2014; Politis, 2008). Aiemmin yrittäjinä toimineet henkilöt voivat tuottaa positiivisia vaikutuksia yritys- ja aluetasolla (Mason & Harrison, 2006), joskin näiden vaikutusten merkittävydestä on niukalti luotettavaa empiiristä tietoa.¹

Tutkimuskirjallisuus tarjoaa vaihtoehtoisia näkemyksiä yrittäjävetoisten yritysten syntyprosessista: nuoret yri-

tykset voivat valmistaa työntekijöitään yrittäjyyteen opimisen ja verkostojen luonnin kautta; toisaalta yksilöt voivat ryhtyä yrittäjiksi, koska jäykästi toimivat suuremmat yritykset eivät rahoita heidän ideoitaan (Gompers ym., 2005). Kim (2022) havaitsee korkeateknologia-alan startupien kohdalla, että yritystoston jälkeen kohdeyrityksen työntekijät jättävät todennäköisemmin työnsä ja perustavat uusia yrityksiä, erityisesti mikäli yrityksen sijaintipaikka muuttuu. Ilmiö korostuu perustajien ja tulojakauman yläpään kuuluvien yksilöiden kohdalla. Kim (2022) havaitsee yritystoston jälkeen perustettujen yritysten kasvavan muita nopeammin, ja tulkitsee tulosten viittaavan siihen, että nämä uudet yritykset voivat olla keskimääräistä kasvuhakuisempia.

Yrityskaupan jälkeistä kehitystä ei kuitenkaan voida tulkita yksinomaan yrittäjäkokemuksen tai henkilöstösiirtymien seuraukseksi. Yrityskaupat muuttavat yritysten rajoja, kokoa ja resurssien kohdentumista. Maksimovic ja Phillips (2001) osoittavat, että yritysten, liiketoimintayksiköiden ja tuotantolaitosten myynnit liittyvät ostajien ja myyjien tehokkuuseroihin ja voivat siirtää resursseja omistajille, jotka hyödyntävät niitä aiempaa tuottavammin. Maksimovic, Phillips ja Prabhala (2011) puolestaan havaitsevat, että yrityskauppojen jälkeen tapahtuu laajaa uudelleenjärjestelyä: osa kohdeyritysten yksiköistä myydään tai suljetaan, ja säilytettyjen yksiköiden tuottavuus kehittyy eri tavoin kuin myytyjen tai suljettujen yksiköiden. Siksi yrityskaupan jälkeinen kohdeyritysten kehitys voi heijastaa myös yritysjärjestelyn omia koko-, integraatio- ja allokaatiovaikutuksia.

Suomalaisen aineiston valossa pienyritykset tuottavat uusia yrittäjiä useammin kuin suuremmat yritykset; toisaalta siirtymät työelämästä yrittäjyyteen ovat varsin harvinaisia, eivätkä yrittäjyyteen päätyvät yksilöt useinkaan ole lähtöisin innovatiivisista tai tuottavista yrityksistä (Hyytinen & Ilmakunnas, 2007a; Hyytinen & Maliranta, 2008). Eurooppalainen aineisto viittaa myös siihen, että itsensä työllistäminen on osin ei-vapaaehtoista ja vaihtoehto työttömyydelle (Hyytinen & Rouvinen, 2008). Merkittävä osa aloittaneista yrityksistä epäonnistuu ja poistuu markkinoilta ensimmäisten vuosien aikana – eloonjääneiden yritysten kasvukehityksessä esiintyy huomattavaa vaihtelua, joka näyttäisi liittyvän eroihin yritysten kasvupotentiaalissa aloitushetkellä (Sterk, ym., 2021). Sarja- ja portfolioyrittäjyys on yleistä: aiemmin yrittäjänä työskennelleet henkilöt päätyvät työskentelemään

todennäköisemmin yrittäjänä myös jatkossa (Hyytinen & Ilmakunnas, 2007b).

Gompers ym. (2010) havaitsevat, että yrittäjien suoriutumisessa on jatkuvuutta: aiemmin menestyneet yrittäjät menestyvät jatkossakin suuremmalla todennäköisyydellä kuin ensikertalaiset tai aiemmin epäonnistuneet yrittäjät. Menestyksen taustalla on etenkin onnistunut markkina-ajoitus ja toimialavalinta – toisaalta menestys itsessään näyttäisi ruokkivan menestystä myös jatkossa (Gompers ym., 2010). Aiemman yrittäjyyskokemuksen tuottamat liiketoimintataidot lisäävät yritysten selviytymiskykyä (Lafontaine & Shaw, 2016). Aiempi toimialakokemus johtaa parempaan menestymisen todennäköisyyteen; menestyneimmät yrittäjät ovat tyypillisesti keski-ikäisiä, eivät nuoria (Azoulay ym., 2020). Sarja- ja portfolioyrittäjien perustamat yritykset myös suoriutuvat muita yrityksiä paremmin (Shaw & Sørensen, 2019). Toisaalta ei ole selvää, johtuuko sarjayrittäjien parempi suoriutuminen oppimisvaikutuksesta vai yrittäjien henkilökohtaisista ominaisuuksista (Rocha, Carneiro & Amorim Varum, 2015). Rocha ym. (2015) havaitsevat, että sarjayrittäjät ovat valikoitunut joukko, ja yrittäjien henkilökohtaisilla ominaisuuksilla on merkittävä vaikutus suoriutumiseen. Parker (2013) osoittaa, että sarjayrittäjyys tuo lyhyen aikavälin hyötyjä, jotka läikkyvät myös seuraaviin yrityksiin; nämä vaikutukset kuitenkin vaimenevat pidemmällä aikavälillä.

Yrittäjien koulutuksella mitattu inhimillinen pääoma on tärkeä yritysten kasvua ja aloitusvaiheen kokoa selittävä tekijä (Queiró, 2022). Maliranta ja Nurmi (2019) havaitsevat, että aiempi työkokemus korkean tuottavuuden yrityksestä ennustaa yrittäjän uuden yrityksen korkeaa tuottavuutta ja eloonjääntä. Henkilöstösiirtymät korkean tuottavuuden yrityksistä uusiin yrityksiin voivat edistää koko talouden tuottavuuskasvua mahdollistamalla tiedon ”läikkymisen” yritysten välillä (Balsvik, 2011; Franco & Filson, 2006; Görg & Strobl, 2005; Maliranta & Nurmi, 2019). Yritysten harjoittama t&k-toiminta lisää todennäköisyyttä henkilöstön siirtymiselle yrittäjiksi (Babina & Howell, 2024). Myös yritysten taloudelliset vaikeudet voivat ajaa työntekijöitä ryhtymään yrittäjiksi, mikä korostuu etenkin korkeateknologia- ja palvelualalla (Babina, 2020; Røed & Skogstrøm, 2014). Yritysten väliset työntekijävirrat voivat edesauttaa tiedon leviämistä yhteiskunnassa: teoriassa myös epäonnistuneisiin hankkeisiin voi liittyä positiivisia ulkoisvaikutuksia työntekijävirto-

jen kautta, joskin empiiristen havaintojen perusteella nämä vaikutukset eivät näytä kovin suurilta (Møen, 2007).

Tilastojen valossa suomalaiset startup-yritykset ovat nykyisin aiempaa laadukkaampia ja kasvuhakuisempia (Maliranta, Pajarinen & Rouvinen, 2018). Kasvuhakuisuus on yhteydessä toteutuneeseen kasvuun (Härmälä ym., 2021; Lahtinen ym., 2016), joskin kasvuhakuisuus itsessään selittää vain pienen osan toteutuneesta kasvusta (Härmälä ym., 2021). Kasvuhakuiset, skaalautumiskelpoiset startupit kohtaavat huomattavia ulkoisen rahoituksen tarpeita – kyselyiden valossa noin kolmasosa tällaisista yrityksistä onkin kohdannut rahoitusongelmia (Maliranta ym., 2018). Kansainväliset tutkimustulokset viittaavat siihen, että aiempi yrittäjyyskokemus voi auttaa lieventämään rahoitukseen liittyviä ongelmia: aiempaa kokemusta omaavat sarjayrittäjät saavat suuremmalla todennäköisyydellä pääomasijoituksia ja paremman arvostuksen yrityksilleen kuin muut – myös perustajien kyky rekrytoida avainhenkilöstöä verkostojensa kautta on tärkeässä roolissa (Hsu, 2007).

Evans ja Jovanovic (1989) osoittavat, että varallisuus voi vaikuttaa yrittäjäksi ryhtymisen todennäköisyyteen, mikäli likviditeettirajoitteet ovat sitovia. Empiiriset tutkimustulokset viittaavat myös siihen, että yrittäjien kokemat negatiiviset varallisuussokit heijastuvat negatiivisella tavalla heidän kykyynsä rahoittaa yritystensä investointeja ja työllisyyden kautta realisoituvaa kasvua (Ring, 2023). Vastaavasti positiiviset varallisuussokit näyttäisivät olevan positiivisesti yhteydessä yritysten perustamisaktiiviteettiin (Bermejo, Ferreira, Wolfenzon & Zambrana, 2025). Toisaalta varallisuuden ja yrittäjyyden välinen positiivinen yhteys näkyy lähinnä varallisuuskajaan varakkaimmassa päässä eikä välttämättä viittaa siihen, että likviditeettiongelmat laajemmin haittaisivat yritysten perustamista (Hurst & Lusardi, 2004). Menestyvien yritysideoiden tunnistaminen ennalta on joka tapauksessa vaikeaa; pääoma helpottaa ideoiden kokeilua ja skaalaamista (Kerr, Nanda & Rhodes-Kropf, 2014).

Aiemmasta kirjallisuudesta voidaan tiivistää neljä tämän tutkimuksen kannalta keskeistä johtopäätöstä. Ensinnäkin, aiempi yrittäjyyskokemus on yhteydessä myöhempään yrittäjyyteen ja yritysten parempaan suoriutumiseen, mutta osa yhteydestä voi heijastaa yrittäjien valikoitumista eikä puhdasta oppimisvaikutusta. Toiseksi, irtautuneilla yrittäjillä voi olla varallisuuteen,

rahoitukseen ja verkostoihin liittyviä resursseja, jotka helpottavat uuden yritystoiminnan käynnistämistä ja kasvattamista. Kolmanneksi, yrityskaupat voivat toimia yrittäjyyspääoman uudelleenkohdentumisen mekanismina: osaaminen, varallisuus ja kontaktit siirtyvät uusien ja jo toimivien kohdeyritysten käyttöön. Neljänneksi, yrityskauppoihin liittyy myös mekaanisia koko-, integraatio- ja allokaatiovaikutuksia, minkä vuoksi liikevaihdon, tuottavuuden ja kannattavuuden muutoksia ei tule tulkita yksinomaan yrittäjäkokemuksen vaikutuksiksi. Tämä tutkimus täydentää aiempaa kirjallisuutta tarkastelemalla rekisteriaineistolla, miten irtautuneiden yrittäjien uudet yritysroolit näkyvät kohdeyritysten myöhemmässä kehityksessä.

3 Aineistot ja menetelmät

Tutkimusaineistona käytetään Tilastokeskuksen tutkimuspalvelujen kautta saatavissa olevia yksilö- ja yritystason rekisteripohjaisia aineistoja. Yrittäjien ja omistajien henkilötason ominaisuuksia, kuten koulutus, työhistoria ja ikä, on haettu FOLK-tietokannan PERUS- ja TKT-moduuleista. Tutkimuksen tekohetkellä työssäkäyntimoduulin (TKT) uusimmat tiedot koskivat vuotta 2022, mikä rajaa tarkasteluperiodin päätepisteeksi vuoden 2022. Osakeyhtiöiden omistustiedot on haettu FLOWN-tietokannasta, jossa on osakastietoja vuodesta 2006 lähtien. Tämä aineisto rajaa omistajien osalta analyysien alkupisteeksi kyseisen vuoden. Yritysten vastuuhenkilötiedot (toimintajohtaja, hallituksen jäsenet) on saatu Patentti- ja rekisterihallituksen Tilastokeskukseen toimittamien tietojen perusteella muodostetusta PRH_BOARD-tietokannasta. Yritysten tilinpäätös- ja muut taustatiedot, kuten toimiala ja toiminnan aloitusvuosi, on puolestaan haettu FIRM_FSS- sekä FIRM_ENTER-tietokannoista.

Valitsemassamme lähestymistavassa yrityskauppojen tunnistamiseen käytetään vastaavaa lähestymistapaa kuin tutkimuksessa Ebersberger (2011).² Tilastokeskuksen työssäkäyntiaineisto (FOLK_TKT) mahdollistaa yritysten työntekijävirtojen seuraamisen yli ajan yksilökohtaiseen henkilötunnistukseen perustuen. Tähän aineistoon pohjautuen yrityskaupat/fuusiot tunnistetaan yritysten lopettamisista näiden työntekijävirtojen avulla päättelemällä. Mikäli toinen yritys ostaa tarkasteltavan yrityksen tai fuusioituu toisen yrityksen kanssa, voidaan odottaa,

että suuri osa poistuvan yrityksen työntekijöistä päätyy saman yrityksen palvelukseen seuraavana vuonna. Mikäli yritystoiminta päättyy konkurssiin tai vapaaehtoiseen lakkautumiseen, on odotettavissa, että yritysten henkilöstö hajaantuu seuraavana vuonna useisiin yrityksiin. Tämän pohjalta teemme yksinkertaisen päätössäännön yritysten poistumisille: poistuminen (”exit”) määritellään tutkimuksessamme yrityskaupaksi/fuusioksi, mikäli vähintään puolet poistuvan yrityksen työntekijöistä päätyy saman yrityksen palvelukseen seuraavana vuonna. Muussa tapauksessa poistuma määritellään yrityksen lakkaamiseksi.

Analyyseja varten yhdistimme aluksi yritystason aineistot yritys-vuosipaneeliaineistoksi ja määrittelimme yrityksen poistuneeksi, mikäli emme aineistossa havainneet sitä tarkasteluvuotta seuraavana vuonna. Tämän jälkeen haimme poistuvien yritysten henkilöstön tiedot FOLK-aineistosta. Henkilöstötiedot haettiin sekä poistumisvuoden että sitä seuraavan vuoden osalta, ja luokittelimme poistuvat yritykset yllä mainitulla päättelysäännöllä yrityskaupan kohteiksi ja muulla tavoin lakkautuneiksi.

Tutkimusaineistomme kattaa kaikki Suomessa toimivat yritykset seuraavin rajauksin. Tarkastelemme osakeyhtiömuotoisia yrityksiä, koska niistä on saatavissa kattavat ja vertailukelpoiset omistus-, vastuuhenkilö- ja tilinpäätöstiedot. Toiseksi aineistossamme ovat yritykset, jotka työllistivät poistumisvuonna vähintään 20 henkilötyövuotta (htv). Tämä rajausta tehtiin, jotta yrityskaupan määrittelymme työntekijävirtojen avulla olisi luotettavampi.³ Lisäksi rajasimme aineistoa toimialojen suhteen. Ensinnäkin rajasimme aineiston käsittämään markkinatalouden (pl. alkutuotannon) perustuen EU-Klems tietokannan määrittelymään⁴. Toiseksi Tilastokeskuksen aineistodokumentaatioihin perustuen poistimme muutamia toimialoja, joiden tilinpäätösdatan laatu aineistossa on määritelty heikoksi tai joiden vertailukelpoisuus muihin toimialoihin on huono.⁵

4 Kuvaileva tilastotarkastelu

Taulukossa 1 on raportoitu poistuneiden yritysten lukumääriä vuosittain jaoteltuna yritysraenteessa tapahtuneisiin muutoksiin yrityskaupan seurauksena ja muulla tavoin lakkautuneisiin (esim. konkurssit). Keskimäärin noin neljä viidestä poistuneesta yrityksestä on ollut yri-

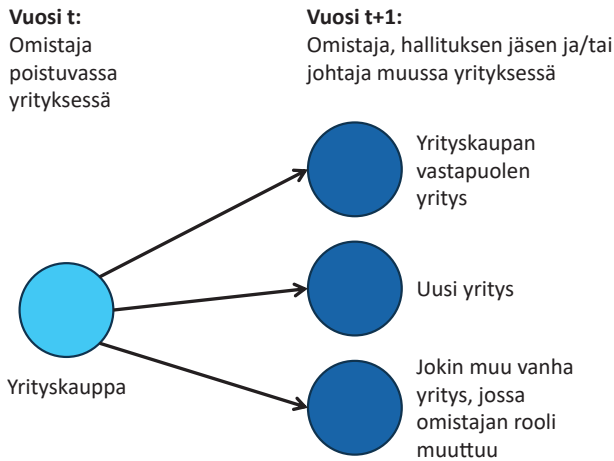
tykskaupan tai vastaavan yritysjärjestelyn kohteena. Ajallisesti tarkasteluna poistumia on sekä yritysjärjestelyin että muilla tavoin lukumääräisesti eniten tarkasteluperiodin alkuvuosina ja vähiten loppuvuosina. Yksi selitys loppuvuosien poistumien vähäisempään määrään voi olla koronakriisi ja sitä seurannut yritysten toiminnan julkinen tukeminen, mikä on voinut vähentää yritysten lopettamisia. Toiseksi aineiston rakenteessa on yli ajan tapahtunut joitain muutoksia. Aineistodokumentaatian mukaan yritysrekisterissä on ollut tietojärjestelmä- ja määrittelymuutoksia ainakin vuosina 2013 ja 2022.⁶ Samoin työsäkäyntiaineistossa on ollut tausta-aineistojen muutos vuonna 2019.⁷ Näiden muutosten seurauksena aikasarjatiedot eivät ole täysin vertailukelpoisia.

Keskitymme jatkotarkasteluissa yrityskaupalla lopettaneiden yritysten omistajiin ja heidän myöhempiin rooleihinsa omistajina, hallituksen jäseninä ja/tai johtajina muissa yrityksissä (kuvio 1). Muut yritykset voivat olla omistajien perustamia uusia yrityksiä tai yrityskaupan vastapuolia, joissa ainakin yhdellä poistuneiden yritysten omistajista on omistusosuus, hallituksen jäsenyys tai

Taulukko 1 Poistuneiden yritysten määrät vuosittain

	Yritysraenteen muutos	Muu lakkautamistapa
2006	153	10
2007	123	14
2008	128	24
2009	130	18
2010	126	17
2011	104	21
2012	90	52
2013	89	6
2014	88	24
2015	78	31
2016	83	20
2017	104	22
2018	108	18
2019	49	35
2020	56	19
2021	22	6
Yhteensä	1 531	337

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Tilastokeskuksen aineistoihin perustuen.

Kuvio 1 Tutkimusasetelma poistuvien yritysten omistajien tarkastelussa

Lähde: Kirjoittajien hahmotelma.

johtajan asemataso. Yritykset voivat olla myös jo useamman vuoden toiminnassa olleita muita kuin yrityskaupan vastapuolia, mikäli poistuneiden yritysten omistajat kasvattavat niissä omistusosuuttaan, tulevat hallituksen jäseniksi ja/tai alkavat työskennellä johtotehtävissä. Henkilöomistajien suhteen rajaudumme vähintään 10 prosenttia joko suoraan tai välillisesti esimerkiksi sijoitusyhtiöiden kautta omistaviin henkilöihin.⁸ Tällaisilla omistusosuuden omaavilla henkilöillä voidaan arvioida olevan vaikutusta yritysten päätöksenteossa, ja sitä käytetään yleisemminkin esimerkiksi ulkomaisten suorien sijoitusten tilastoinnin kynnysarvona⁹.

4.1 Millaisia yrityskaupoin poistuneiden yritysten omistajat olivat?

Yrityskaupan kohteena olleista 1 531 yrityksestä kaikkiaan 685 oli sellaisia, joissa poistumisvuonna vähintään yhdellä henkilöllä oli 10 prosentin tai suurempi omistusosuus. Kaikkiaan näissä yrityksissä oli 1 228 omistajaa, joiden omistusosuus oli vähintään 10 %. Osalla heistä oli omistusosuuksia useammassa kuin yhdessä yrityksessä joko yhtä aikaa tai eri ajankohtina tarkasteluajanjaksollamme. Yritysten omistajien jakauman alimmassa neljänneksessä vähintään 10 %:n osuuden omavia omistajia oli korkeintaan yksi ja ylimmässä neljänneksessä vähintään kolme. Mediaani oli kaksi ja maksimissaan tällaisia merkittäviä omistajia oli yhdeksän. Kuvaamme seuraavassa omista-

jien taustaominaisuuksia sinä ajanhetkenä, kun omistajan ensimmäisen yrityksen poistuma tapahtuu ja niin, että yksittäinen omistaja esiintyy laskelmissa vain kerran, jos hänellä on omistuksia useissa yrityksissä aineistossa.

Omistajat olivat tyypillisesti iältään jo varttuneempia (taulukko 2). Neljäsosa oli vähintään 58 vuotta täyttäneitä mediaanin ollessa 50 vuotta; kolme neljäsosaa omistajista oli vähintään 41-vuotiaita. Omistajat olivat varsin korkeasti koulutettuja. Selvästi yli puolella heistä (59 %) oli vähintään alimman korkea-asteen tutkinto ja ylempi korkeakoulututkinto joka neljännellä. Tyypillisin koulutusala oli tekninen ala (41 %). Neljä viidestä omistajasta oli miehiä. Omistajien ansiotulot vuositasona olivat keskimäärin 68 tuhatta euroa ja mediaani 63 tuhatta euroa (mitattuna vuoden 2024 hintatasolla). Nämä ylittivät selvästi palkansaajien ansiotason vuonna 2024 (keskiarvo 49 tuhatta ja mediaani 43 tuhatta euroa¹⁰).

Poistumisvuonna omistajien keskimääräinen omistusosuus oli 34 % ja mediaani 25 % (taulukko 3). Yli 50 %:n omistusosuus oli lähes viidenneksellä omistajista. Koska valtaosa yrityksistä ei ollut pörssiyrityksiä, omistus-

Taulukko 2 Poistuneiden yritysten omistajien taustapiirteitä

Ikä (vuotta, mediaani)	50
Koulutus	
Väh. alin korkea-aste (%)	59
Ylempi korkeakoulututkinto (%)	25
Tekninen ala (%)	41
Ansiotulot (mediaani, v. 2024 euroa)	62 700
Johtotehtävissä yrityksessä (%)	25
Miehiä (%)	78

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Tilastokeskuksen aineistoihin perustuen.

Taulukko 3 Poistuneiden yritysten omistajien omistusten taustapiirteitä

Omistusosuus (% mediaani)	25
Yli 50 %:n omistusosuus (%)	17
Omistuksen mediaaniarvo (v. 2024 euroa)	258 670
Hallituksen jäsen (%)	68

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Tilastokeskuksen aineistoihin perustuen. Omistuksen arvon mittaamiseen on käytetty omistusosuutta yrityksen taseen oman pääoman arvosta.

ten euromääräistä markkina-arvoa ei voida määritellä osakekurssin perusteella. Mikäli omistuksen arvoa mitataan taseen omalla pääomalla, niin mediaaniksi saadaan varsin korkea arvo, 259 tuhatta euroa (mitattuna vuoden 2024 hintatasolla)¹¹. Alimmalla neljänneksellä omistajista omistuksen arvo jäi korkeintaan 41 tuhanteen euroon ja korkeimmalla neljänneksellä se ylsi 800 tuhanteen euroon.

Omistajat olivat tyypillisesti aktiivisia toimijoita poistuvassa yrityksessä: kaksi kolmasosaa omistajista oli yrityksen hallituksessa poistumisvuonna, ja neljännes työskenteli sen johtotehtävissä. Useille omistajista oli siten todennäköisesti kertynyt osaamista ja tietoa siitä, kuinka organisoida ja johtaa yritystoimintaa, ja siten kumuloinut aineetonta pääomaa siirrettäväksi seuraavaan yritykseen.

4.2 Millaisia yrityskaupoin poistuneet yritykset olivat?

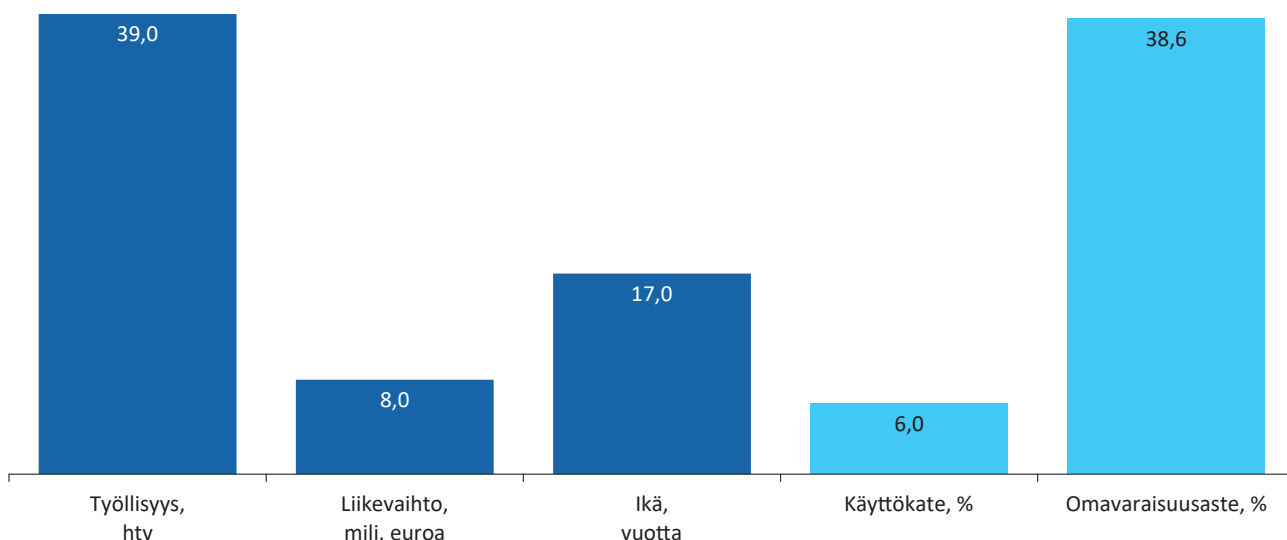
Yrityskaupoin poistuneet 685 yritystä, joissa oli ainakin yksi henkilöomistaja vähintään 10 %:n omistusosuudella, työllistivät poistumisvuonaan keskimäärin 68 henkilötyövuotta mediaanin ollessa 39 henkilötyövuotta (kuvi

2). Liikevaihtoa niissä kertyi keskimäärin 19 miljoonaa euroa vuoden 2024 hintatasolla mitattuna (mediaani 7,8 milj. euroa). Kaikkiaan poistuvat yritykset olivat toimineet varsin pitkään, keskimäärin 20 vuotta ennen muutosta. Mediaani-ikä oli 17 vuotta ja kolme neljästä yrityksestä oli toiminut vähintään yhdeksän vuotta.

Ryhmittelemme yritysten poistumisvuoden toimialoja pohjautuen Eurostatin käyttämään toimialojen teknologialuokitukseen¹². Luokituksessa tehdasteollisuus jaetaan neljään teknologialuokkaan (korkea, keskikorkea, keskimatala, matala). Jotta havaintojen lukumäärät eivät jäisi liian alhaisiksi, karkeistamme tätä jaottelua jakamalla tehdasteollisuuden korkeampaan (kaksi ensimmäistä luokkaa) ja matalampaan (kaksi jälkimmäistä luokkaa) teknologialuokkaan.¹³ Palvelualat puolestaan jaetaan tietointensiivisiin palveluihin (kyseisen luokittelulähteen KIS-alat) ja muihin palveluihin.¹⁴ Lisäksi Eurostatin luokittelun ulkopuolelle jäävät alat (rakentaminen, sähkö-, vesi-, lämpö- ja jätehuolto, ts. Tol2008 toimialakoodit 35–43) kootaan yhdeksi luokaksi.

Poistumisvuonna yrityksistä toimi korkeamman teknologiatason tehdasteollisuudessa 11 %, matalamman teknologiatason tehdasteollisuudessa 23 %, tietointensiivisissä palveluissa 22 %, muissa palveluissa 28 % ja rakentami-

Kuvio 2 Poistuneiden yritysten tunnuslukuja poistumisvuonna



Lähde: Kirjoittajien laskelmat Tilastokeskuksen aineistoihin perustuen. Tunnusluvut ovat mediaaneja. Työllisyys on mitattu henkilötyövuosina, liikevaihto miljoonissa euroissa vuoden 2024 hintatasolla, käyttökate-% on käyttökäteen osuus liikevaihdosta ja omavaraisuusaste oman pääoman osuus taseen loppusummasta.

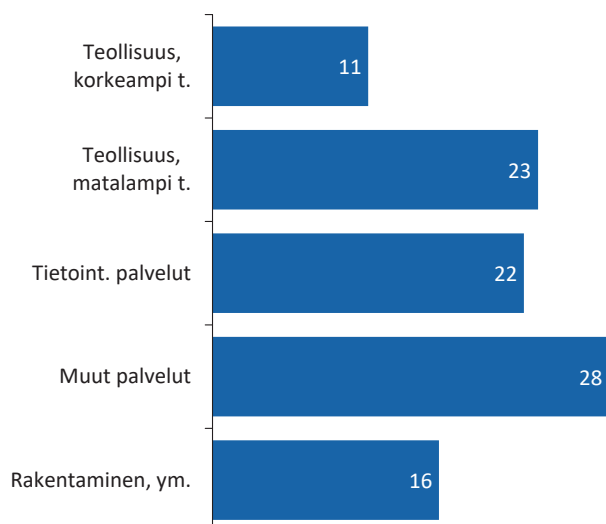
sessä, ym. aloilla 16 % (kuvio 3). Tarkemmalla toimialatasolla tarkasteltuna kolme merkittävintä toimialaa olivat rakentaminen (15 % poistuneista yrityksistä), kaupan ala (13 %) sekä liike-elämän palvelut (12 %).

Poistuneet yritykset olivat poistumisvuonaan pääosin liiketoiminnaltaan kannattavia ja vakavaraisia: neljällä yrityksellä viidestä liikevaihto riitti kattamaan toimitakulut, kuten palkat ja välituotteiden ostot; käyttökate suhteessa liikevaihtoon oli keskimäärin 5,8 % (mediaani 6,4 %). Omavaraisuusaste, ts. oman pääoman osuus taseesta, oli puolestaan positiivinen 92 prosentilla yrityksistä. Tämä vakavaraisuuden tunnusluku oli keskimäärin 34 % ja mediaaniarvo 39 %. Tämä viittaa siihen, että tarkastellut yrityskaupat eivät pääosin kohdistuneet selvästi tappiollisiin tai vakavaraisuudeltaan heikkoihin yrityksiin.

4.3 Millaisiin yrityksiin poistuneiden yritysten omistajat siirtyivät?

Tarkastelemme seuraavassa, millaisiin yrityksiin poistuneiden yritysten omistajat siirtyivät. Kohdeyritykset ovat tässä tarkastelussa sellaisia, joissa ainakin yhden poistuneen yrityksen omistajan omistusosuus kasvoi, hallituksen jäsenyys alkoi ja/tai johtotehtävissä toimiminen alkoi.

Kuvio 3 Poistuneiden yritysten toimialajakauma, %



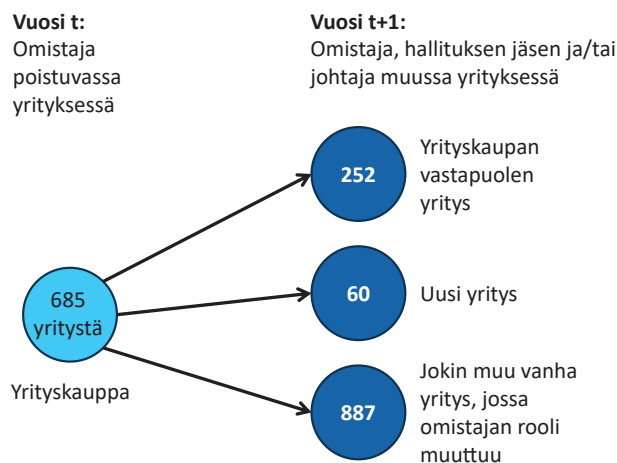
Lähde: Kirjoittajien laskelmat Tilastokeskuksen aineistoihin perustuen. Toimialojen ryhmittelyt pohjautuvat Eurostatin käyttämään toimialojen teknologialuokitukseen.

Pyrimme tarkastelemaan siis jollain tavoin aktiivisesti toimivien omistajien joukkoa. Kohdeyritykset voivat olla joko yrityskaupan vastapuolia tai muita vastaperustettuja tai jo pidempään toimineita yrityksiä.

Kaikkiaan poistuneiden yritysten omistajat olivat 1 199 yrityksessä omistajina, hallituksen jäsenenä ja/tai johtotehtävissä poistumisvuotta seuraavana vuonna edellä kuvatulla tavalla (kuvio 4). Näistä yrityskaupan vastapuolia oli viidennes, vastaperustettuja (korkeintaan vuoden vanhoja, muita kuin yrityskaupan vastapuolia) viitisen prosenttia ja loput lähes kolme neljännessä jo pidempään toiminnassa olleita muita yrityksiä.

Tyypillisin rooli kohdeyrityksessä oli toimiminen omistajana; 94 %:ssa kohdeyrityksistä vähintään yksi poistuneiden yritysten omistajista oli kohdeyrityksessä omistajana niin, että hänen omistusosuutensa kasvoi. Poistuneiden yritysten omistajat toimivat omistajuuden ohella varsin aktiivisesti myös muissa rooleissa kohdeyrityksissä. Kolmasosassa kohteista vähintään yksi omistajista toimi uutena hallituksen jäsenenä ja noin joka kuudennessa uutena johtotason työntekijänä. Rooleissa oli havaittavissa eroja sen suhteen, tapahtuiko omistajien siirtymä yrityskaupan vastapuolena olleeseen yritykseen vai muuhun yritykseen. Verrattuna koko aineiston jakaumiin, yritys-

Kuvio 4 Poistuneiden yritysten omistajien yritysten määrät ennen ja jälkeen poistumisen



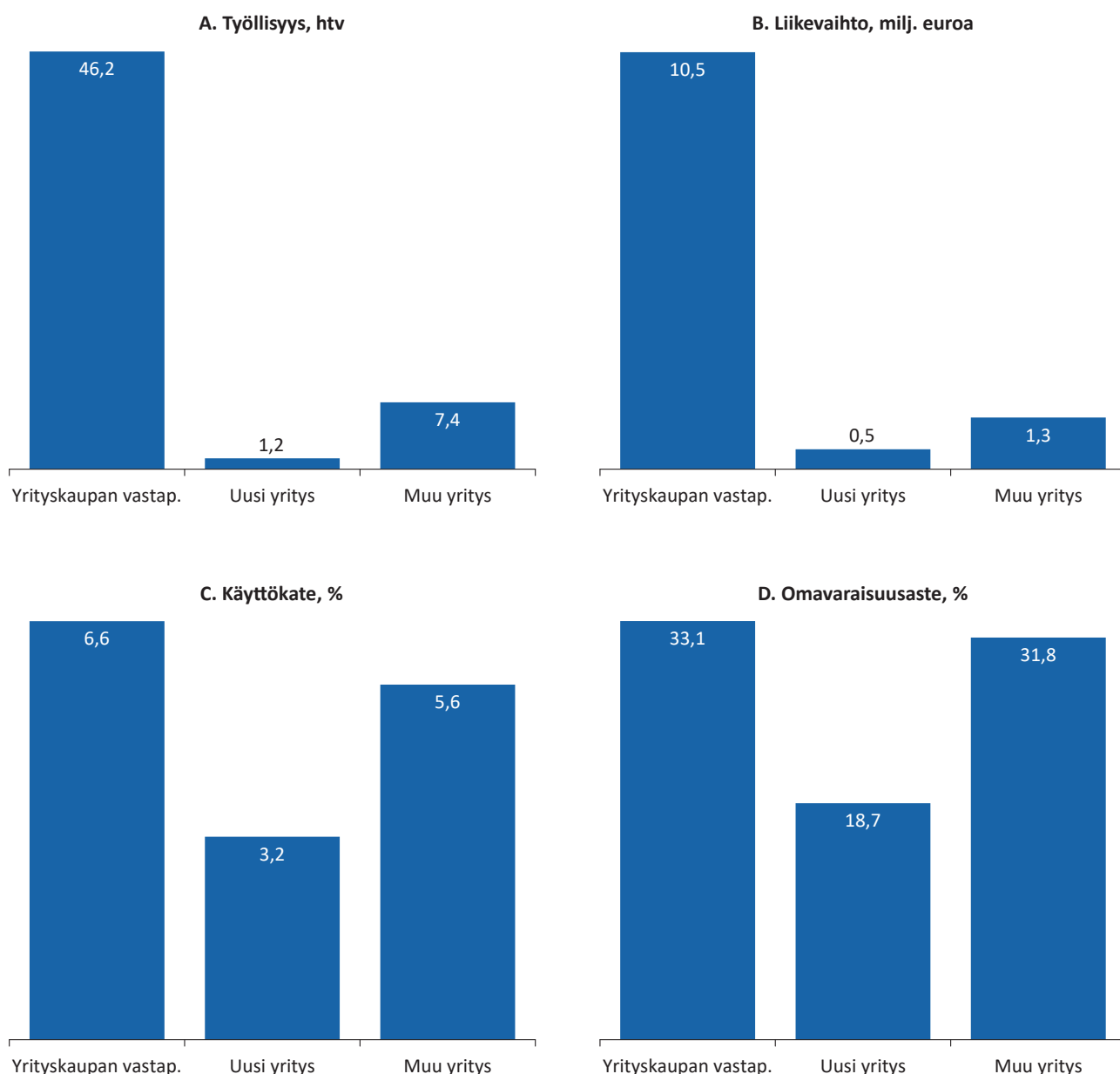
Lähde: Kirjoittajien laskelmat Tilastokeskuksen aineistoihin perustuen.

kauppojen tapauksessa oli vähemmän todennäköistä, että henkilöitä siirtyi omistajina vastapuolena toimineisiin yrityksiin, mutta enemmän todennäköistä, että heitä oli nimetty vastapuolen hallitukseen. Edellinen osuus oli 83 % ja jälkimmäinen 53 %. Myös johtotason tehtävissä toimiminen oli huomattavasti todennäköisempää yrityskaupan jälkeen: yli puolessa kohdeyrityksistä vähintään yksi omistajista toimi johtotehtävissä yrityskauppaa seuraavana vuonna. Osuudet tukevat tulkintaa, että yrityskau-

pan jälkeen vapautuva yrittäjyyspääoma voi kohdentua sekä yrityskaupan vastapuoliin että muihin uusiin tai jo toiminnassa oleviin kohdeyrityksiin.

Yritykset, joihin poistuneiden yritysten omistajia siirtyi yrityskaupan yhteydessä, olivat sekä työllisyydellä että liikevaihdolla mitattuna huomattavasti suurempia kuin muut yritykset (kuvio 5). Työllisyyden mediaani niissä oli yrityskauppaa seuraavana vuonna 46 henkilötyövuot-

Kuvio 5 Kohdeyritysten tunnuslukuja edellisen yrityksen poistumisvuotta seuraavana vuonna



Lähde: Kirjoittajien laskelmat Tilastokeskuksen aineistoihin perustuen. Liikevaihto on mitattu vuoden 2024 hintatasolla.

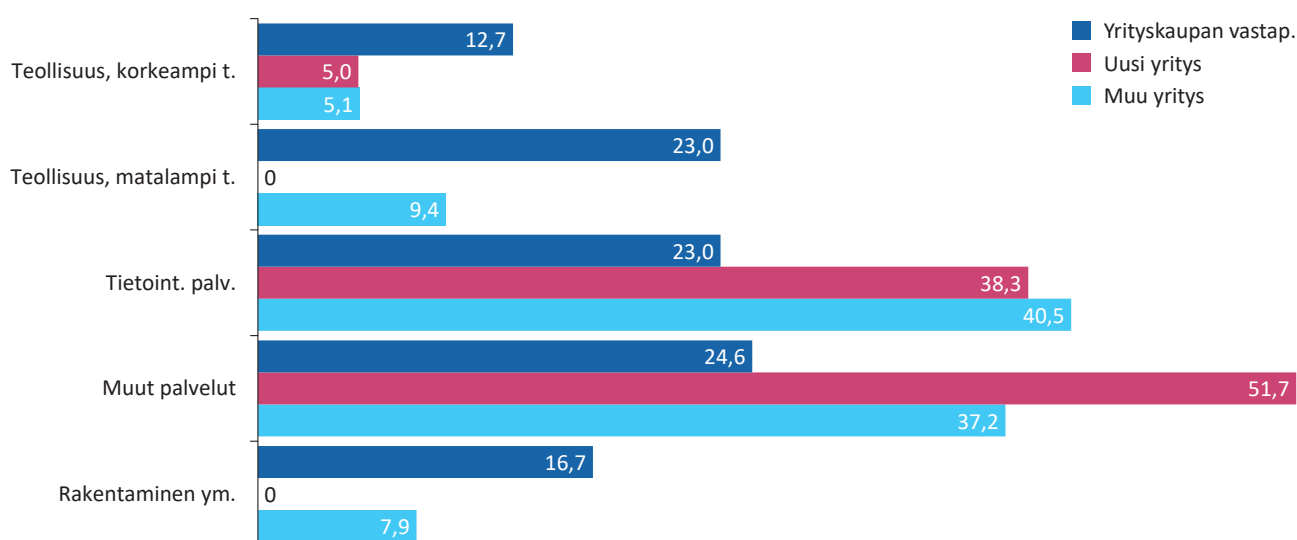
ta ja liikevaihdon mediaani 10,5 miljoonaa euroa (vuoden 2024 hintatasolla). Muissa vähintään kaksi vuotta toimineissa yrityksissä, joissa poistuneiden yritysten omistajien jokin rooli muuttui, vastaavat arvot olivat 7 henkilötyövuotta ja 1,3 miljoonaa euroa. Vastaperustetuissa yrityksissä kokoluokka oli luonnollisesti pieni; niissä työllisyyden mediaani oli yksi henkilötyövuosi ja liikevaihdon mediaani 0,5 miljoonaa euroa. Poistuneisiin yrityksiin verrattuna yrityskaupan vastapuolina olleet yritykset olivat tyypillisesti suurempia sekä liikevaihdoltaan että työllisyydeltään. Sen sijaan muut yritykset, sekä vastaperustetut että jo pidempään toimineet, joihin poistuneiden yritysten omistajia siirtyi, olivat tyypillisesti pienempiä kooltaan.

Kohdeyritykset olivat keskimäärin 13 vuoden ikäisiä. Yrityskaupan osapuolena olleiden ikä oli keskimäärin hieman tätä alhaisempi, 9 vuotta, ja muiden kuin yrityskaupan osapuolena olleiden yritysten ikä puolestaan hieman korkeampi, 14 vuotta. Poistuneisiin yrityksiin verrattuna kohdeyritykset olivat kaiken kaikkiaan tyypillisesti nuorempia, mikä on osaltaan uudistanut yrityskehitystä.

Suurin osa (72 %) kohdeyrityksistä toimi palvelualoilla, hieman useammin tietointensiivisillä palvelualoilla

(37 %) kuin muilla palvelualoilla (35 %). Teollisuudesta kohdeyrityksiä on vajaa viidennes; korkeamman teknologiatason teollisuusyrityksiä oli 7 % ja muita 12 %. Rakentamisessa, ym. aloilla toimi 9 % kohdeyrityksistä. Toimialajakaumissa havaittiin huomattavia eroja sen suhteen, oliko kohdeyritys yrityskaupan vastapuoli vai muu yritys (kuvio 6). Yrityskaupan vastapuolena olleiden yritysten toimialajakauma vastasi melko tarkasti poistuneiden yritysten toimialajakaumaa, mikä oli odotettavaa: korkeamman teknologiatason teollisuudessa niistä toimi 13 %, matalamman teknologiatason teollisuudessa 23 %, tietointensiivisissä palveluissa samoin 23 %, muissa palveluissa 24 % ja rakentamisessa ym. aloilla 17 %. Merkittävin ero verrattuna poistuneiden yritysten toimialajakaumaan oli muiden kuin tietointensiivisten palveluiden pienempi osuus (-4 %-yksikköä). Sen sijaan vastaperustettujen ja muiden yritysten toimialajakaumassa palvelualojen osuudet olivat huomattavasti korkeammat. Vastaperustetuista yrityksistä peräti 90 % oli palvelualojen yrityksiä ja muistakin yrityksistä lähes 80 %. Palvelusektorin sisällä vanhempien yritysten toimialat painottuivat hieman enemmän tietointensiivisille aloille kuin muihin palveluihin (40 % vs. 37 %). Uusia yrityksiä sen sijaan oli perustettu enemmän muille palvelualoille kuin tietointensiivisille aloille (52 % vs. 38 %). Teollisuuteen ja ra-

Kuvio 6 Kohdeyritysten toimialajakaumat yritysryhmittäin, %



Lähde: Kirjoittajien laskelmat Tilastokeskuksen aineistoihin perustuen. Toimialojen ryhmittelyt pohjautuvat Eurostatin käyttämään toimialojen teknologiauokituksen. Uusia yrityksiä ei ollut riittävästi teollisuuden matalamman teknologiatason sekä rakentamisen, ym. aloilla osuuk-sien raportoimiseksi.

kentämisen ym. aloille poistuneiden yritysten omistajat olivat perustaneet vain yksittäisiä yrityksiä. Pidempään toimineista yrityksistä näistä aloista suurin frekvenssi oli teollisuuden matalamman teknologiatason aloilla (9 %); rakentamisen ym. osuus oli 8 % ja teollisuuden korkeamman teknologiatason 5 %.

Yrityskaupan vastapuolena olleet yritykset olivat keskimäärin paremmin kannattavia ja vakavaraisempia kuin vastaperustetut tai muut yritykset. Kahdessa jälkimmäisessä yritysryhmässä kolmanneksella liikevaihto ei riittänyt kattamaan toimintakuluja, ts. käyttökate oli negatiivinen. Vastaava osuus yrityskaupan vastapuolena olleesta yritysryhmässä oli viidennes. Käyttökateprosentin mediaani näissä yrityksissä oli 6,6 %, mikä oli lähes sama kuin poistuneilla yrityksillä. Vastaperustetuissa yrityksissä käyttökateprosentin mediaani oli 3,2 % ja muissa yrityksissä 5,6 %. Vakavaraisuus omavaraisuusasteella mitattuna oli positiivinen käytännössä kaikilla yrityskaupan vastapuolena olleissa yrityksissä. Uusien yritysten joukossa se oli sen sijaan negatiivinen joka kuudennella ja muidenkin yritysten joukossa joka kymmenennellä yrityksellä. Omavaraisuusteen mediaani oli yrityskaupan vastapuolten joukossa 33 %, ts. ne olivat keskimäärin hieman velkaisempia kuin poistuneet yritykset. Vastaperustetuissa yrityksissä omavaraisuusasteen mediaani oli 19 % ja muissa yrityksissä 32 %, joten ne olivat tyypillisesti selvästi velkaisempia kuin poistuneet yritykset.

Taulukossa 4 on yhteenvetoa kohdeyritysten tyypillisistä taustaominaisuuksista yritysryhmittäin sitä seuraavana vuonna, kun ensimmäinen poistuneen yrityksen omistajan siirtymä tapahtui. Kolme neljänestä kohdeyrityksistä oli siis jo useamman vuoden toiminnassa olleita

yrityksiä, jotka eivät liittyneet poistuneiden yritysten yritysryhmiin mutta joissa vähintään yhden yritysryhmän poistuneen yrityksen omistajan rooli muuttui joko omistussuuden, hallituksen jäsenyyden tai johtotason toimenkuvan kautta. Yrityskauppojen vastapuolena olleita yrityksiä oli viidennes ja viisi prosenttia oli sellaisia uusia yrityksiä, jotka eivät liittyneet yritysryhmiin. Yrityskauppojen vastapuolena toimineet yritykset olivat tyypillisesti kooltaan suurempia, kannattavampia ja vakavaraisempia kuin muiden kohdeyritysten yritykset. Vastaavasti uudet yritykset olivat tyypillisemmin kooltaan pieniä, heikommin kannattavia ja velkaisempia kuin muiden kohdeyritysten yritykset. Yrityskauppojen vastapuolten yritysten toimialajakauma oli samankaltainen kuin poistuneiden yritysten toimialajakauma. Esimerkiksi teollisuusyrityksiä niissä molemmissa oli runsas kolmannes. Sitä vastoin uusissa ja jo pitempään toimineissa yritysryhmiin liittymättömissä kohdeyrityksissä palvelualat painottuivat selkeästi voimakkaammin. Viimeksi mainitussa kohdeyrityksessä yritykset olivat keskimäärin vanhimpia.

5 Ekonometriset menetelmät

Ekonometrisessa analyysissä tutkimme aiemmasta yrityksestään irtautuneiden yrittäjien uusien kohdeyritysten liikevaihdon, tuottavuuden ja kannattavuuden kehitystä suhteessa samankaltaisiin verrokkiyrityksiin. Tutkimme myös, ovatko kohdeyritykset saaneet oman pääoman ehdoista rahoitusta todennäköisemmin kuin verrokkit. Lähtö-

Taulukko 4 Yhteenvetoa kohdeyritysten taustaominaisuuksista

	Yrityskaupan vastapuolet	Uudet yritykset	Muut yritykset
Osuus kaikista kohdeyrityksistä, %	21	5	74
Yrityskoko	Suurehkoja yrityksiä	Pieniä yrityksiä	PK-yrityksiä
Ikä	Keskim. nuorempia	Nuoria	Pitkään toimineita
Toimialajakauma	Vastaa poistuneiden yritysten jakaumaa	Palvelualat korostuvat	Palvelualat korostuvat
Kannattavuus	Paras	Heikoin	Keskitaso
Vakavaraisuus	Paras	Heikoin	Keskitaso

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Tilastokeskuksen aineistoihin perustuen. Luonnehdinnat koskevat omistajien siirtymävuotta seuraavaa vuotta.

hypoteesina on, että irtautumisen tehnyt aiempi yrittäjä voi tuoda uutta osaamista ja pääomaa uusiin kohdeyrityksiinsä (Mason & Harrison, 2006). Analyysi pohjautuu Tilastokeskuksen yritysrekisteristä ja tilinpäätösaineistosta muodostettuun aineistoon, jota on täydennetty irtautumisia sekä omistajia ja muita avainhenkilöitä koskevilla tiedoilla. Keskitymme analyysissä osakeyhtiömuotoisiin yrityksiin.

Tarkastelemme seuraavia vastemuuttujia: Liikevaihtoa mitataan reaalisena liikevaihdon luonnollisella logaritmilla: $\ln(\text{Liikevaihto}_{it})$. Työn tuottavuuden mittarina on luonnollinen logaritmi henkilötyövuotta kohti lasketusta reaalisesta jalostusarvosta: $\ln(\text{Jalostusarvo}_{it} / \text{henkilötyövuodet}_{it})$. Kannattavuutta mitataan käyttökateprosentilla: $100 * (\text{Käyttökate}_{it} / \text{liikevaihto}_{it})$. Yrityksen saamia oman pääoman ehtoisia sijoituksia mittaava indikaattori toimii mittarina sille, onko yrityksen oman pääoman muutos suurempi kuin yrityksen nettotulos: $I(\Delta \text{Oma pääoma}_{it} - \text{nettotulos}_{it} > 0)$ (Bernstein, Lerner & Mezzanotti, 2019; Haque, Jang & Mayer, 2022).

Mittaamme aiempien yrittäjien vaikutusta uusiin kohdeyrityksiin indikaattorilla, joka saa kunkin kohdeyrityksryhmän kohdalla arvon yksi alkaen ensimmäisestä aiemman yrittäjän roolin muutoksesta (perustuen yrityskauppa- vuoteen) ja muuten arvon nolla. Toteutamme tarkastelut erikseen sekä vanhoille että vastaperustetuille uusille kohdeyrityksille. Vanhojen yritysten kohdalla tarkastelemme erotukset-erotuksissa-menetelmällä kohdeyritysten tulemia ennen ja jälkeen aiemman yrittäjän mukaantulon. Koska uusilla, vastaperustetuilla yrityksillä ei ole aiempaa havaintohistoriaa, niiden kehitystä verrataan muihin samana vuonna perustettuihin samankaltaisiin verrokkiyrityksiin ensimmäisestä havaintovuodesta alkaen.

5.1 Vanhat yritykset

Käytämme vanhojen yritysten ekonometrisessa tarkastelussa heterogeenisten vaikutusten erotukset-erotuksissa-menetelmää, joka huomioi sen, että vaikutukset voivat vaihdella eri kohorttien välillä ja yli ajan (Callaway & Sant’Anna, 2021). Kontrolloimme AIPW-DID-estimoinnissa (*augmented inverse probability weighting, difference-in-differences*) sekä tulemaan että kohdeyritykseksi päättymisen todennäköisyyteen vaikuttavia tekijöitä. Käy-

tetty lähestymistapa on tuplarobusti (*“double robust”*): estimaatti on konsistentti kyseiselle ATET-parametrille, jos joko tulemamalli (*outcome model*) tai käsittelymalli (*treatment model*) on oikein määritelty ja DID-asetelman identifikaatio-oletukset pätevät. Käytämme kontrolliyrityksinä niitä yrityksiä, joissa aiemmasta yrityksestään irtautuneen yrittäjän rooli ei ole vielä muuttunut vastaavalla tavalla (*“not yet treated”*). Keskittymällä tarkastelussa eri aikoina käsiteltyjen kohdeyritysten joukkoon pyrimme välttämään ongelman, jossa koe- ja kontrolliryhmään kuuluisi hyvin erityyppisiä yrityksiä. Määrittelemme koeryhmän kohortit yrittäjän irtautumisvuosiin perustuen.

Tarkastelemme vanhoja, yrityskaupan hetkellä olemassa olleita kohdeyrityksiä kahdessa ryhmässä: Ensimmäiseen ryhmään kuuluvat yrityskaupan vastapuolet. Tämä ryhmä koostuu yrityksistä, jotka ovat olleet yrityskaupassa ostajana tai fuusiokumppanina poistuneen yrityksen kanssa. Toiseen ryhmään kuuluvat muut yritykset, joissa aiemmasta yrityksestään yrityskaupalla irtautuneen yrittäjän rooli muuttuu. Tämä ryhmä koostuu yrityksistä, joissa vähintään yksi irtautunut aiempi yrittäjä on siirtynyt uuteen kohdeyritykseen omistajaksi vähintään 10 % osuudella, hallituksen jäseneksi ja/tai johtotason tehtäviin yrityskauppaa seuraavana vuonna.

Koska ennen-jälkeen-vertailu edellyttää aiempaa havaintohistoriaa, keskitymme kohdeyrityksiin, joilta löytyy havaintoja vähintään kolmelta edeltävältä vuodelta ja kahdelta yrityskaupan jälkeiseltä vuodelta irtautumisvuosi mukaan lukien. Tarkastelemme finanssikriisin jälkeisiä ja koronakriisiä edeltäviä kohortteja, joiden kohdalla yrittäjän omistus- tai vastuuhenkilömuutosta edeltävä yrityskauppa on tapahtunut 2013–2018. Käytämme yrityskoon lähtötason alarajoina vähintään kahta henkilötyövuotta tai 100 000 euron liikevaihtoa (vuoden 2024 hintatasolla) ja ylärajana 250 henkilötyövuotta kolmen ensimmäisen havaintovuoden mediaaniin pohjautuen. Käytetyllä yrityskoon alarajalla pyrimme keskittymään aktiivisiin, toiminnassa oleviin yrityksiin ja ylärajalla pk-kokoluokan yrityksiin, joissa yksittäisellä yrittäjällä voi olla taloudellisesti merkittävä vaikutus. Esirajaamme lähtövuoden otoksen siten, että koe- ja kontrolliyrityksille löytyy vastinparit teknologia-/tietointensiivisyyden tasoon perustuvista toimialaluokista (korkean teknologian teollisuusyritykset, matalan teknologian teollisuusyritykset, tietointensiiviset palveluyritykset, muut palveluyritykset

ja muut yritykset)¹⁵ sekä EU:n kokoluokituksen (mikro, pieni, keskisuuri, suuri) mukaan muodostetuista soluista.

Käyttämämme mallin keskeisinä oletuksina on, että toimenpide ei ole ennakoitu (*no anticipation*) ja koe- ja kontrolliryhmien kehitys olisi ollut samansuuntaista (ns. *parallel trends*) ilman omistus- tai avainhenkilömuutosta. Vaikka näitä oletuksia ei voida suoraan testata, rinnakkaistrendioletuksen uskottavuutta voidaan osaltaan arvioida testaamalla, ovatko yrityskauppaa edeltävät ATET-estimaatit yhdessä nolliä. Kontrollimuuttujien avulla huomioimme kohdeyritysten väliset havaittavissa olevat erot. Kontrollimuuttujien valinnassa pitäydymme keskeisimmissä taustaominaisuuksissa, joihin lukeutuvat yrityksen ikä, koko, monitoimipaikkaisuus, käyttöomaisuuden osuus taseessa ja teknologia-/tietointensiivisyyden asteeseen pohjautuva toimialaluokka. Pyrimme välttämään liian ohuisiin soluihin perustuvia muuttujia, joten käytämme käsittelymallissa toimialaluokkien sijaan teknologia-/tietointensiivisyyden tasoa.¹⁶

Vanhoja yrityksiä koskevassa tulemamallissa käytämme seuraavia kontrollimuuttujia:

- luonnollinen logaritmi iästä
- luonnollinen logaritmi yrityksen taseen loppusummasta
- indikaattori monitoimipaikkaisille yrityksille
- aineellisen omaisuuden osuus taseessa
- toimialaindikaattorit (korkean teknologian teollisuus, matalan teknologian teollisuus, tietointensiiviset palvelut, muut palvelut, muut toimialat)
- selitettävän muuttujan käsittelyä edeltänyt keskiarvo (*pre-mean*) ja kehityksen kulmakerroin (*pre-slope*) kolmelta edeltävältä vuodelta.

Kohdeyritykseksi päättymistä koskevassa käsittelymallissa käytämme seuraavia kontrollimuuttujia:

- luonnollinen logaritmi iästä
- luonnollinen logaritmi yrityksen taseen loppusummasta
- indikaattori monitoimipaikkaisille yrityksille
- aineellisen omaisuuden osuus taseessa
- indikaattorit teknologia-/tietointensiivisyyden tasosta (korkea, keskikorkea)

5.2 Uudet yritykset

Uusia yrityksiä koskevassa tarkastelussa käytämme yritysten havaitut ominaisuudet huomioivaa AIPW-mallia, jonka estimoimme yrityksille ikävuosina 1–3. Tässä mallissa kontrolloimme tulemamallilla tulemaan (hetkellä $t + 1$) vaikuttavat tekijät ja käsittelymallilla kohdeyritykseksi päättymisen todennäköisyyteen vaikuttavat seikat. Vertaamme omistus- tai muun muutoksen kohteena olevia aiempien yrittäjien uusien kohdeyritysten kehitystä vastaavan kaltaisiin verrokkiyrityksiin, jotka eivät ole olleet vastaavan käsittelyn kohteena. Kuten edellä, AIPW-estimaattori on tuplarobusti: ATET-estimaatti on konsistentti, jos joko tulemamalli tai käsittelymalli on oikein määritelty ja ehdollinen riippumattomuusoletus havaittujen muuttujien suhteen pätee. Teemme tarkastelun erikseen kahdelle vaihtoehdoiselle määrittelyyn perustuvalla kohderyhmälle: Ensimmäiseen ryhmään kuuluvat uudet yritykset, joissa vähintään yksi exit-yrittäjä on siirtynyt kohdeyritykseen omistajaksi vähintään 10 % osuudella, hallituksen jäseneksi ja/tai johtotason tehtäviin yrityskauppaa seuraavana vuonna. Toiseen ryhmään kuuluvat edellisten yritysten lisäksi vastaperustetut yrityskaupan vastapuolet, jotka ovat olleet yrityskaupassa ostajana tai fuusiokumppanina poistuneen yrityksen kanssa.

Muodostamme kontrolliryhmän tilinpäätöspaneelin ja yritysrekisterin pohjalta käyttäen samoja yrityskauppa-kohortteja 2013–2018 kuin vanhojen yritysten kohdalla. Esirajaamme aineistoa siten, että kullekin yritykselle löytyy samankaltaiset vastinparit perustamisvuoden, teknologia-/tietointensiivisyyden tasoon perustuvan toimialaluokan ja EU:n yrityskokomääritelmän mukaan muodostetuista soluista pohjautuen ensimmäisen havaintovuoden tietoihin.¹⁷ Käytämme yritysten lähtökoon alarajoina vähintään kahta henkilötyövuotta tai 100 000 euron liikevaihtoa ja ylärajana 250 henkilötyövuotta perustuen yrityksen ensimmäisen havaintovuoden tietoihin. Karkeistamme osaa treatment-mallin muuttujista, jotta koeryhmälle löytyy vertailukelpoisia verrokkeja, *propensity score* -jakaumien yhteinen tuki (*overlap*) säilyy riittävänä ja vältämme liian ohuita soluja.

Uusia yrityksiä koskevassa tulemamallissa käytämme seuraavia kontrollimuuttujia:

- indikaattorit yrityksen iälle

- luonnollinen logaritmi yrityksen taseen loppusummasta
- indikaattori monitoimipaikkaisille yrityksille
- aineellisen omaisuuden osuus taseessa
- toimialaindikaattorit (korkean teknologian teollisuus, matalan teknologian teollisuus, tietointensiiviset palvelut, muut palvelut ja muut toimialat)

Kohdeyritykseksi päättymistä koskevassa käsittelymallissa käytämme seuraavia kontrollimuuttujia:

- indikaattorit logaritmisien taseen loppusumman koosta (alin, keskimäinen ja ylin kolmannes)
- indikaattori monitoimipaikkaisille yrityksille
- aineellisen omaisuuden osuus taseessa
- indikaattorit teknologia-/tietointensiivisyyden tasosta (korkea, keskikorkea)
- indikaattorit perustamiskohorttiryhmillä (kahden vuoden tasolla yhdistetyt ryhmät)

6 Tulokset

6.1 Kuvailevat tunnusluvut

Vanhoja yrityksiä koskeva aineisto on kuvattu taulukossa 5. Tulemamuuttujia koskevat tunnusluvut on raportoitu paneelissa A ja yritysten lähtötason taustaominaisuudet paneelissa B. Tunnusluvut on raportoitu kahdelle vaihtoehdoiselle kohdeyrityksryhmälle: yrityskaupan vastapuolille ja muille kohdeyrityksille. Ensimmäisessä yritysjoukossa on 95 yrityskaupan vastapuolena toiminutta kohdeyritystä ja 405 verrokkia, jotka eivät ole toimineet ostajana tai fuusiokumppanina poistuneen yrityksen kanssa. Toiseen tarkastelujoukkoon kuuluu 240 muuta kohdeyritystä, joissa aiempi yrittäjä toimii omistajana, hallituksen jäsenenä tai johtajana, sekä 165 kontrolliyritystä.

Kohde- ja kontrolliyrityksien taustaominaisuuksia (paneeli B) tarkasteltaessa voidaan havaita, että yrityskaupan vastapuolet ovat keskimäärin vanhempia, suurempia ja todennäköisemmin monitoimipaikkaisia sekä omaavat suuremman osuuden kiinteää omaisuutta taseessa kuin verrokkit. Muut kohdeyritykset ovat vanhempia, pienempiä ja vähemmän todennäköisesti monitoimipaikkaisia ja omaavat vähemmän kiinteää omaisuutta taseessaan kuin

verrokkit. Kohdeyrityksistä yrityskaupan vastapuolet toimivat todennäköisemmin teollisuudessa, muissa palveluissa, muilla toimialoilla sekä vähemmän todennäköisesti tietointensiivisissä palveluissa. Muut kohdeyritykset toimivat todennäköisemmin tietointensiivisissä palveluissa sekä vähemmän todennäköisesti teollisuudessa ja palveluissa – muilla toimialoilla osuudet ovat samankaltaiset. Muiden kohdeyritysten teknologia-/tietointensiivisuuden taso (HT/KIS) on todennäköisemmin korkea/keskikorkea suhteessa verrokkeihin.

Uusia yrityksiä koskeva aineisto on kuvattu taulukossa 6. Tulemamuuttujia koskevat tunnusluvut on raportoitu paneelissa A ja yritysten lähtötason taustaominaisuudet paneelissa B. Paneelin A havaintomäärät pohjautuvat yritysvoimahavaintoihin ja paneelin B yritysten lukumäärään. Tunnusluvut on raportoitu kahdelle vaihtoehdoiselle kohdeyrityksryhmälle: muille kohdeyrityksille, joissa yrittäjän rooli on muuttunut yrityskaupan jälkeen, ja kaikille kohdeyrityksille, joihin lukeutuvat edellisten lisäksi myös yrityskaupan vastapuolet. Aineistossa on 76 kohdeyritystä, joissa aiemmin yrittäjänä toimineen henkilön rooli on muuttunut yrityskaupan jälkeen ja jotka ovat muita kuin yrityskaupan vastapuolena toimivia yrityksiä. Näiden yritysten vastinpareina on 2 004 verrokkiyritystä, jotka eivät ole olleet käsittelyn kohteena. Kun huomioidemme myös yrityskaupan vastapuolena toimivat vastaperustetut yritykset, aineistossa on 103 kohdeyritystä ja 2 213 verrokkia. Kummassakin ryhmässä kohdeyritykset ovat verrokkiyrityksiä suurempia ja todennäköisemmin monitoimipaikkaisia. Kohdeyrityksillä on suurempi osuus käyttöomaisuutta taseessa kuin verrokeilla. Kohdeyritykset toimivat todennäköisemmin etenkin matalan teknologian teollisuudessa ja muilla kuin tietointensiivisillä palvelualoilla.

6.2 Ekonometrinen analyysi

Vanhat yritykset

Vanhoja yrityksiä koskevat erotukset-erotuksissa (AIPW-DID) -tulokset on esitetty kuvioissa 7–8. Näissä *event study* -kuvioissa on esitetty aiemman yrittäjän mukaan-tulon keskimääräinen vaikutus kohdeyritysten tulemiin (ATET) ennen ja jälkeen yrityskaupan sekä samanlaiset 95 % luottamusvälit, jotka kattavat kaikki tapahtuma-ajankohdat yhtäaikaaisesti. *Event study* -kuvioiden ohella tarkastelemme koko tarkasteluperiodille aggre-

Taulukko 5 Kuvailevat tunnusluvut (vanhat yritykset)

Otos	Ryhmä	Muuttuja	M_T	SD_T	N_T	M_C	SD_C	N_C	Erotus
Paneeli A: Tulemat (yritysvuosihavainnot)									
Vanhat yritykset	Vastapuolet	ln(Liikevaihto)	16,356	1,363	1210	14,790	1,497	4820	1,566
Vanhat yritykset	Vastapuolet	ln(Tuottavuus)	11,116	0,664	1168	10,993	0,709	4542	0,124
Vanhat yritykset	Vastapuolet	Kannattavuus	2,539	34,239	1210	-2,341	45,867	4820	4,881
Vanhat yritykset	Vastapuolet	Rahoitus	0,419	0,494	1110	0,462	0,499	4397	-0,043
Vanhat yritykset	Muut	ln(Liikevaihto)	15,046	1,563	2814	16,094	1,431	2019	-1,049
Vanhat yritykset	Muut	ln(Tuottavuus)	10,998	0,557	2692	11,028	0,621	1958	-0,030
Vanhat yritykset	Muut	Kannattavuus	-0,278	42,515	2814	3,568	23,979	2019	-3,846
Vanhat yritykset	Muut	Rahoitus	0,414	0,493	2567	0,406	0,491	1844	0,008

Otos	Ryhmä	Muuttuja	M_T	SD_T	N_T	M_C	SD_C	N_C	Erotus
Paneeli B: Taustaominaisuudet (yritykset)									
Vanhat yritykset	Vastapuolet	ln(Ikä)	2,973	0,733	95	2,555	0,742	405	0,417
Vanhat yritykset	Vastapuolet	ln(Tase)	15,679	1,339	95	14,244	1,554	405	1,435
Vanhat yritykset	Vastapuolet	Monitoimipaikkainen	0,442	0,499	95	0,210	0,408	405	0,232
Vanhat yritykset	Vastapuolet	Kayttöomaisuus/tase	0,338	0,261	95	0,292	0,274	405	0,046
Vanhat yritykset	Vastapuolet	Korkea teknologia	0,084	0,279	95	0,062	0,241	405	0,022
Vanhat yritykset	Vastapuolet	Matala teknologia	0,137	0,346	95	0,119	0,324	405	0,018
Vanhat yritykset	Vastapuolet	Tietoint. palv.	0,274	0,448	95	0,494	0,501	405	-0,220
Vanhat yritykset	Vastapuolet	Muut palvelut	0,326	0,471	95	0,247	0,432	405	0,079
Vanhat yritykset	Vastapuolet	Muut toimialat	0,179	0,385	95	0,079	0,270	405	0,100
Vanhat yritykset	Vastapuolet	HT/KIS (korkea)	0,137	0,346	95	0,126	0,332	405	0,011
Vanhat yritykset	Vastapuolet	HT/KIS (keskikorkea)	0,221	0,417	95	0,430	0,496	405	-0,209
Vanhat yritykset	Muut	ln(Ikä)	2,754	0,717	240	2,549	0,867	165	0,205
Vanhat yritykset	Muut	ln(Tase)	14,374	1,539	240	15,275	1,592	165	-0,901
Vanhat yritykset	Muut	Monitoimipaikkainen	0,271	0,445	240	0,388	0,489	165	-0,117
Vanhat yritykset	Muut	Kayttöomaisuus/tase	0,270	0,277	240	0,329	0,245	165	-0,059
Vanhat yritykset	Muut	Korkea teknologia	0,067	0,250	240	0,097	0,297	165	-0,030
Vanhat yritykset	Muut	Matala teknologia	0,071	0,257	240	0,248	0,433	165	-0,178
Vanhat yritykset	Muut	Tietoint. palv.	0,537	0,500	240	0,170	0,377	165	0,368
Vanhat yritykset	Muut	Muut palvelut	0,212	0,410	240	0,370	0,484	165	-0,157
Vanhat yritykset	Muut	Muut toimialat	0,113	0,317	240	0,115	0,320	165	-0,003
Vanhat yritykset	Muut	HT/KIS (korkea)	0,125	0,331	240	0,067	0,250	165	0,058
Vanhat yritykset	Muut	HT/KIS (keskikorkea)	0,479	0,501	240	0,200	0,401	165	0,279

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Tilastokeskuksen aineistoihin perustuen.

Huomautukset: Paneeli A raportoi selitettävät muuttujat yritys-vuositasolla; N_T ja N_C ovat yritys-vuosihavaintojen lukumääriä. Paneeli B raportoi läh-
töttilanteen yritysominaisuudet yhdeltä havainnolta yritystä kohden; N_T ja N_C ovat yritysten lukumääriä. Yritykset on luokiteltu analysoidavan kohde-
yrityksryhmän mukaisesti: *Vastapuolet* käsittää yritykset, jotka ovat olleet yrityskaupassa ostajana tai fuusiokumppanina poistuneen yrityksen kanssa.
Muut käsittää yritykset, joissa vähintään yksi irtautunut aiempi yrittäjä on siirtynyt uuteen kohdeyritykseen omistajaksi vähintään 10 % osuudella,
hallituksen jäseneksi ja/tai johtotason tehtäviin. M_T (M_C), SD_T (SD_C) ja N_T (N_C) tarkoittavat keskiarvoa, keskihajontaa ja havaintomäärää käsitellyille
yrityksille (verrokkiyrityksille) ja *erotus* on keskiarvojen erotus. Keskiarvot ovat vakioimattomia kuvailevia tunnuslukuja eivätkä kausaaliestimaatteja;
binäärimuuttujien keskiarvot ovat osuuksia.

Taulukko 6 Kuvailevat tunnusluvut (uudet yritykset)

Otos	Ryhmä	Muuttuja	M_T	SD_T	N_T	M_c	SD_c	N_c	Erotus
Paneeli A: Tulemat (yritysvuosihavainnot)									
Uudet yritykset	Muut	ln(Liikevaihto) t+1	15,459	1,390	156	13,279	1,433	3310	2,179
Uudet yritykset	Muut	ln(Tuottavuus) t+1	10,970	0,668	152	10,913	0,668	3164	0,057
Uudet yritykset	Muut	Kannattavuus t+1	4,992	17,635	156	1,464	35,550	3310	3,527
Uudet yritykset	Muut	Rahoitus t+1	0,468	0,501	156	0,432	0,495	3310	0,036
Uudet yritykset	Vastapuolet ja muut	ln(Liikevaihto) t+1	15,526	1,301	213	13,429	1,487	3710	2,097
Uudet yritykset	Vastapuolet ja muut	ln(Tuottavuus) t+1	11,002	0,595	209	10,895	0,666	3559	0,107
Uudet yritykset	Vastapuolet ja muut	Kannattavuus t+1	5,988	15,811	213	1,450	34,188	3710	4,539
Uudet yritykset	Vastapuolet ja muut	Rahoitus t+1	0,465	0,500	213	0,433	0,496	3710	0,032

Otos	Ryhmä	Muuttuja	M_T	SD_T	N_T	M_c	SD_c	N_c	Erotus
Paneeli B: Taustaominaisuudet (yritykset)									
Uudet yritykset	Muut	ln(Tase)	14,656	1,766	76	11,912	1,574	2004	2,744
Uudet yritykset	Muut	Monitoimipaikkainen	0,224	0,419	76	0,029	0,168	2004	0,195
Uudet yritykset	Muut	Käyttöomaisuus/tase	0,283	0,273	76	0,265	0,275	2004	0,018
Uudet yritykset	Muut	Korkea teknologia	0,039	0,196	76	0,004	0,063	2004	0,035
Uudet yritykset	Muut	Matala teknologia	0,197	0,401	76	0,032	0,177	2004	0,165
Uudet yritykset	Muut	Tietoint. palv.	0,329	0,473	76	0,424	0,494	2004	-0,095
Uudet yritykset	Muut	Muut palvelut	0,303	0,462	76	0,130	0,337	2004	0,172
Uudet yritykset	Muut	Muut toimialat	0,132	0,340	76	0,410	0,492	2004	-0,278
Uudet yritykset	Muut	HT/KIS (korkea)	0,118	0,325	76	0,210	0,407	2004	-0,091
Uudet yritykset	Muut	HT/KIS (keskikorkea)	0,250	0,436	76	0,218	0,413	2004	0,032
Uudet yritykset	Vastapuolet ja muut	ln(Tase)	14,607	1,651	103	12,054	1,620	2213	2,553
Uudet yritykset	Vastapuolet ja muut	Monitoimipaikkainen	0,252	0,437	103	0,041	0,199	2213	0,211
Uudet yritykset	Vastapuolet ja muut	Käyttöomaisuus/tase	0,307	0,271	103	0,258	0,274	2213	0,048
Uudet yritykset	Vastapuolet ja muut	Korkea teknologia	0,039	0,194	103	0,005	0,067	2213	0,034
Uudet yritykset	Vastapuolet ja muut	Matala teknologia	0,204	0,405	103	0,028	0,166	2213	0,175
Uudet yritykset	Vastapuolet ja muut	Tietoint. palv.	0,320	0,469	103	0,417	0,493	2213	-0,097
Uudet yritykset	Vastapuolet ja muut	Muut palvelut	0,301	0,461	103	0,149	0,356	2213	0,152
Uudet yritykset	Vastapuolet ja muut	Muut toimialat	0,136	0,344	103	0,401	0,490	2213	-0,265
Uudet yritykset	Vastapuolet ja muut	HT/KIS (korkea)	0,087	0,284	103	0,190	0,392	2213	-0,102
Uudet yritykset	Vastapuolet ja muut	HT/KIS (keskikorkea)	0,272	0,447	103	0,232	0,422	2213	0,040

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Tilastokeskuksen aineistoihin perustuen.

Huomautukset: Paneeli A raportoi uusien yritysten selitettävät muuttujat yritys-vuositasolla ikävuosilta 1–3. Paneeli B raportoi yritystason lähtötilanteen ominaisuudet yhden havainnon perusteella yritystä kohden. Paneelissa A havaintomäärät tarkoittavat yritys-vuosihavaintoja ja paneelissa B yritysten lukumääriä. Tarkastellut kohderyhmät on määritelty seuraavasti: *Muut* käsittää yritykset, joissa vähintään yksi irtautunut aiempi yrittäjä on siirtynyt uuteen kohdeyritykseen omistajaksi vähintään 10 % osuudella, hallituksen jäseneksi ja/tai johtotason tehtäviin yrityskauppaa seuraavana vuonna. *Vastapuolet ja muut* käsittää edellisten lisäksi myös yritykset, jotka ovat olleet yrityskaupassa ostajana tai fuusiokumppanina poistuneen yrityksen kanssa. M_T (M_c), SD_T (SD_c), NT_T (NT_c) ja N_T (N_c) tarkoittavat keskiarvoa, keskihajontaa, yritysvuosihavaintoja ja havaintomäärää käsitellyille yrityksille (verrokkiyrityksille) ja *erotus* on keskiarvojen erotus. Keskiarvot ovat ryhmäkohtaisia raakakeskiarvoja eivätkä kausaaliestimaatteja; binäärimuuttujien keskiarvot ovat osuuksia.

Taulukko 7 Kokonais-ATET-estimaatit erotukset-erotuksissa-malleille (AIPW-DID)

Tulema	Ryhmä	ATET	SE	p	CI _l	CI _u	ptrends_p	NT	Yrityksiä	Klustereita
ln(Liikevaihto)	Vastapuolet	1,001	0,166	0,000	0,676	1,326	0,284	6030	500	500
ln(Tuottavuus)	Vastapuolet	-0,155	0,057	0,007	-0,267	-0,043	0,080	5655	488	488
Kannattavuus	Vastapuolet	10,780	4,861	0,027	1,252	20,307	0,760	6030	500	500
Rahoitus	Vastapuolet	0,021	0,052	0,692	-0,082	0,123	0,906	5507	500	500
ln(Liikevaihto)	Muut	0,116	0,096	0,226	-0,072	0,304	0,091	4833	405	405
ln(Tuottavuus)	Muut	0,082	0,057	0,150	-0,029	0,193	0,595	4621	399	399
Kannattavuus	Muut	8,592	4,231	0,042	0,299	16,886	0,409	4833	405	405
Rahoitus	Muut	-0,036	0,049	0,461	-0,132	0,060	0,152	4411	405	405

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Tilastokeskuksen aineistoihin perustuen.

Huomautukset: Taulukko raportoi AIPW-DID-mallin kokonaisvaikutuksia kuvaavat aggregoidut ATET-estimaatit käyttäen kohorttikohtaisia painoja (Callaway & Sant'Anna, 2021). Lyhenteet: *ATET*: keskimääräinen vaikutus käsiteltyihin yrityksiin, *SE*: keskivirhe, *p*: p-arvo, *CI_l*: 95 %:n luottamusvälin alaraja, *CI_u*: 95 %:n luottamusvälin yläraja. *Ptrends_p* on p-arvo esitrendejä (*pre-trends*) koskevasta testistä, joka testaa, ovatko käsiteltyä edeltävät ATET-estimaatit yhdessä nolliä. Taulukossa raportoidaan pisteittäiset 95 prosentin luottamusvälit, yritys vuosihavaintojen lukumäärä sekä yritysten ja klustereiden lukumäärä. Keskivirheet on klusteroitu yritystasolla.

goituja kokonaistuloksia (taulukko 7). Käytämme tulosten painotuksessa kohorttikohtaisia painoja¹⁸. *Event study* -kuvioissa käytetään adaptiivista perustasoa.¹⁹ Tarkastelemme ensin yrityskaupan vastapuolia ja tämän jälkeen muita yrityksiä.

Yrityskaupan vastapuolet

Yrityskaupan vastapuolina toimivia kohdeyrityksiä koskevat tulokset ovat seuraavat: Liikevaihdossa havaitaan positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä vaikutus kaikille tarkasteluvuosille ($t = 1-5$) *event study* -tarkastelussa (kuvio 7a). Koko tarkasteluajanjaksolle aggregoitujen tulosten perusteella liikevaihto kasvoi keskimäärin 1,001 log-pistettä suhteessa verrokkeihin. Tulos on tilastollisesti merkitsevä 1 %:n tasolla. Tulosten mukaan kohdeyritysten liikevaihto on noin 2,7-kertainen suhteessa verrokkeihin. Vaikutus on taloudellisesti suuri, ja sitä on syytä tulkita suhteessa kohdeyritysten lähtökoon sekä yrityskauppaan potentiaalisesti liittyviin liike-toimintajärjestelyihin. Koska yrityskaupan vastapuolet määritellään yrityksiksi, joihin on siirtynyt poistuneen yrityksen liiketoimintaa ja henkilöstöä, liikevaihdon kasvu voi heijastaa toimintojen yhdistymistä eikä yksinomaan orgaanista kasvua. Estimoitu vaikutus ei siten erottele aiemman yrittäjän mahdollista kontribuutiota yrityskaupan kokoa kasvattavasta vaikutuksesta. Esitrenditesti ei hylkää nollahypoteesia, jonka mukaan yritys-

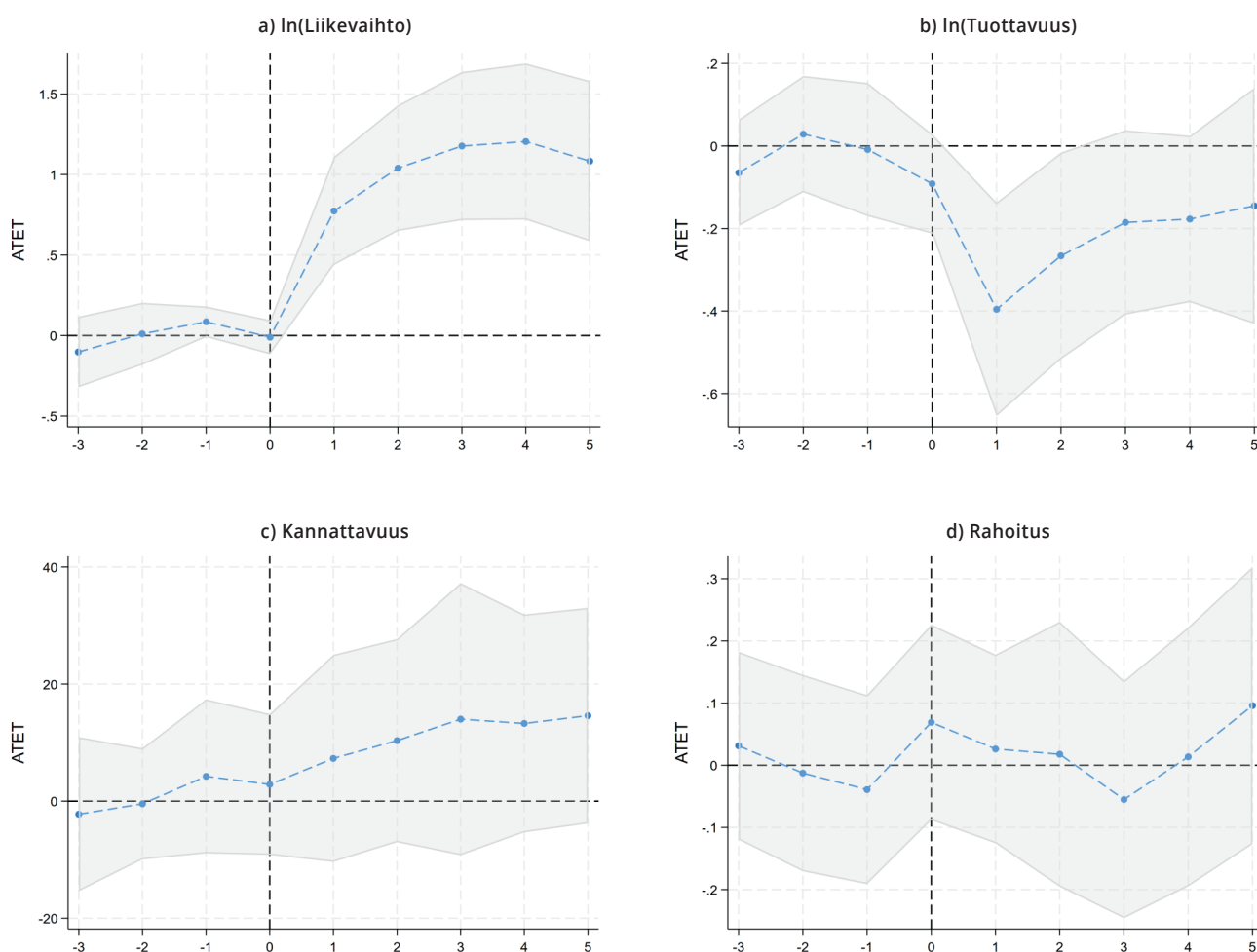
kauppaa edeltävät ATET-estimaatit ovat yhdessä nolliä ($p = 0,284$). Tulos on yhdenmukainen rinnakkaistrendioletuksen kanssa, eikä se anna näyttöä yrityskauppaa edeltävistä eroista.

Työn tuottavuus kehittyi yrityskaupan vastapuolilla verrokkeja heikommin. Tapahtuma-aikatarkastelussa työn tuottavuuteen kohdistuva negatiivinen vaikutus painottuu yrityskaupan jälkeisiin vuosiin ($t = 1$ ja $t = 2$); tämän jälkeen ei havaita tilastollisesti merkitsevää vaikutusta (kuvio 7b). Koko tarkastelujaksolle aggregoitu vaikutus on -0,155 log-pistettä, mikä vastaa noin 14 % laskua tuottavuudessa. Vaikutukset ovat tilastollisesti merkitseviä 1 % tasolla. Negatiivista tuottavuusvaikutusta koskevaa tulosta on syytä tulkita varovaisesti kahdesta syystä. Ensinnäkin tuottavuuden esitrendejä koskevan testin perusteella käsittelyä edeltävien vaikutusten yhteistestin nollahypoteesi hylätään heikolla 10 prosentin merkitsevyystasolla ($p = 0,080$). Tämän vuoksi ei voida sulkea pois mahdollisuutta, että osa negatiivisesta estimaatista heijastaa jo ennen kauppaa alkanutta eroavaa kehitystä. Toiseksi yrityskaupan vastapuoliin siirtyy poistuneen yrityksen liiketoimintaa ja henkilöstöä, jolloin jalostusarvo henkilötövuotta kohti voi laskea integraatiovaiheessa. Havaittu lasku voi siten osin heijastaa toimintojen yhdistymistä sen sijaan, että toiminnan tehokkuus olisi muuten laskenut.

Käyttökateprosentilla mitatun kannattavuuden kohdalla dynaamisen *event study* -tarkastelun estimaatit ovat positiivisia, mutta tilastollisesti merkitsemättömiä tarkastelussa käytetyillä konservatiivisilla samanaikaisilla luottamusväleillä, jotka kattavat koko havaintopolun (kuvio 7c). Koko aikavälille aggregoidut ATET-estimaatit indikoivat 10,8 %-yksikön parannusta kohdeyritysten kannattavuuteen suhteessa verrokkeihin, ja tämä tulos on tilastollisesti merkitsevä 5 % tasolla. Kokonaisuudessaan kannattavuutta koskevat tulokset viittaavat taloudellises-

ti suureen, mutta epätarkasti estimoituun vaikutukseen. Havainto on yhdenmukainen sen kanssa, että aiemman yrittäjän mukaantulo voi parantaa kohdeyrityksen kannattavuutta, mutta havainto voi osaltaan myös kuvastaa yhdistyneen kokonaisuuden koostumuksen muutosta tai mittakaavaetuja. Esitrenditesti ei hylkää nollahypoteesia, jonka mukaan yrityskauppaa edeltävät ATET-estimaatit ovat yhdessä nollia ($p = 0,760$). Tulos on yhdenmukainen rinnakaistrendioletuksen kanssa eikä anna näyttöä käsittelyä edeltävistä eroista.

Kuvio 7 Dynaamiset *event study* -kuviot erotukset-erotuksissa-malleille (AIPW-DID): yrityskaupan vastapuolet



Lähde: Kirjoittajien laskelmat Tilastokeskuksen aineistoihin perustuen.

Huomautukset: Kuviot esittävät yrityskaupan vastapuolille estimoidut dynaamiset ATET-estimaatit heterogeenisten vaikutusten erotukset-erotuksissa-mallista (Callaway & Sant'Anna, 2021). Dynaamiset estimaatit on muodostettu aggregoimalla kohorttikohtaiset ATET-estimaatit tapahtuma-ajan mukaan käyttäen kohorttikohtaisia painoja. Kontrolliryhmänä ovat ei-vielä-käsittellyt (*not-yet-treated*) yritykset, ja käsittelyä edeltävissä tapahtuma-ajoissa käytetään adaptiivista perustasoa. Kuvioissa raportoidaan samanaikaiset 95 prosentin luottamusvälit, jotka on laskettu *multiplier bootstrap* -menetelmällä 999 toistolla ja jotka kattavat koko tapahtuma-aikapolon.

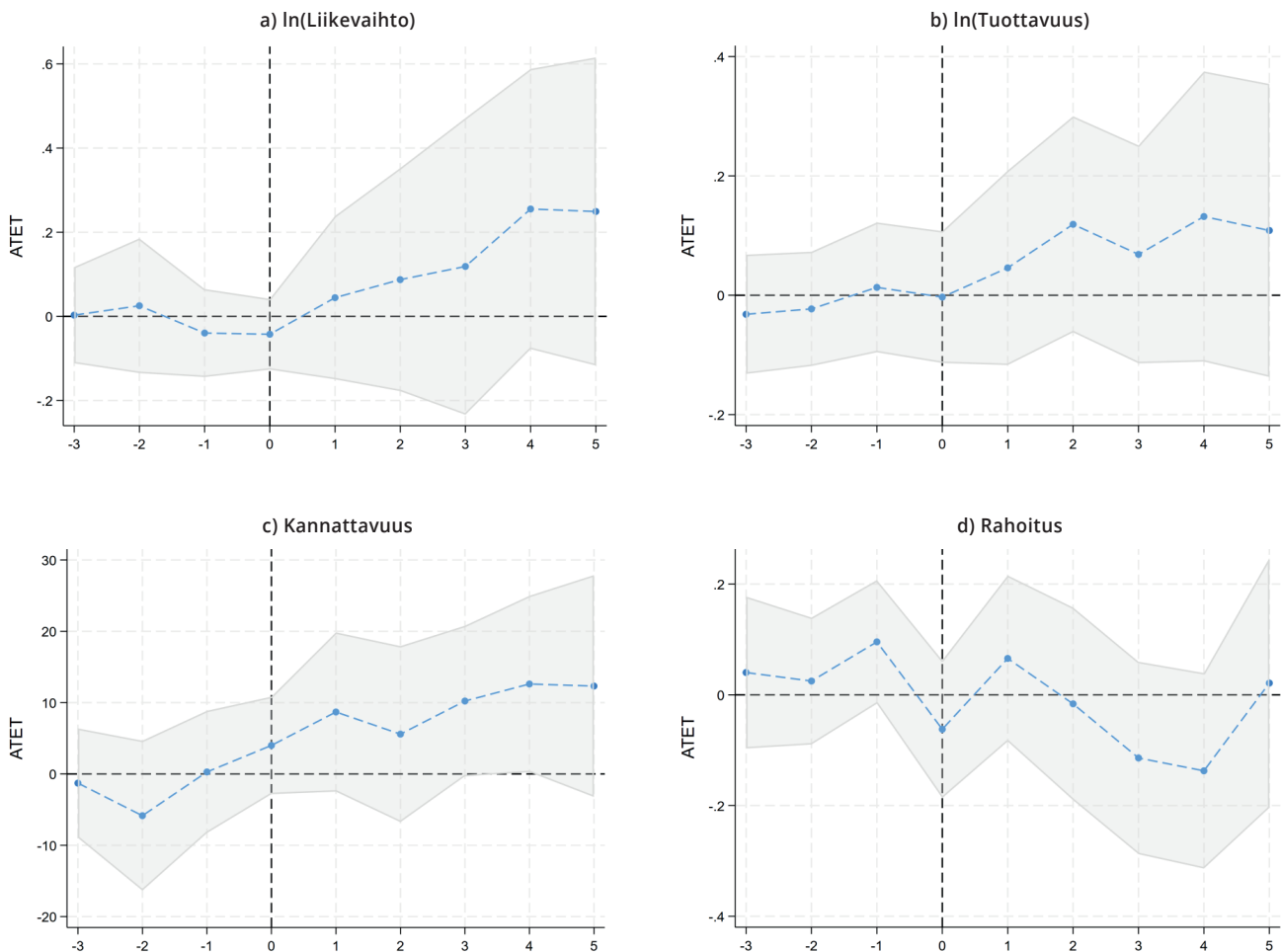
Oman pääoman ehtoista rahoitusta mittaavan indikaattorin kohdalla ei havaita tilastollisesti merkitsevää vaikutusta *event study* -tarkastelussa: estimaatit vaihtelevat nollan molemmiin puolin ilman selkeää kehityssuuntaa (kuvio 7d). Myöskään koko ajanjaksolle aggregoitu kokonaisvaikutus ei ole tilastollisesti merkitsevää. Piste-estimaatin mukaan todennäköisyys saada oman pääoman ehtoista rahoitusta on noin kaksi prosenttiyksikköä suurempi kuin verrokeilla, mutta estimaatti on lähellä nollaa ja hyvin epätarkka. Tämän vuoksi tulos on epävarma sekä vaikutuksen suunnan että suuruuden osalta. Kohdeyritysten rajallinen määrä ja tuleman binäärinen, suhteellisen

harvoin toteutuva luonne rajoittavat tarkastelun tilastollista voimaa. Tuloksen tilastollista merkitsemättömyyttä ei siksi tule tulkita näytöksi vaikutuksen puuttumisesta. Esitrenditesti ei anna näyttöä käsittelyä edeltävistä eroista, mutta leveiden luottamusvälien ja alhaisen havaintomäärän vuoksi testin ei-hylkäävä tulos ($p = 0,906$) voi heijastaa pikemminkin matalaa testivoimaa kuin vahvaa näyttöä rinnakkaisista kehityskuluista.

Muut yritykset

Muita kohdeyrityksiä, joissa aiemmin yrittäjänä toimineen henkilön rooli muuttuu yrityskaupan jälkeen, koske-

Kuvio 8 Dynaamiset *event study* -kuviot erotukset-erotuksissa-malleille (AIPW-DID): muut yritykset



Lähde: Kirjoittajien laskelmat Tilastokeskuksen aineistoihin perustuen.

Huomautukset: Kuviot esittävät muille kohdeyrityksille estimoidut dynaamiset ATET-estimaatit heterogeenisten vaikutusten erotukset-erotuksissa-mallista (Callaway & Sant'Anna, 2021). Dynaamiset estimaatit on muodostettu aggregoimalla kohorttikohtaiset ATET-estimaatit tapahtuma-ajan mukaan käyttäen kohorttikohtaisia painoja. Kontrolliryhmänä ovat ei-vielä-käsittellyt (*not-yet-treated*) yritykset, ja käsittelyä edeltävissä tapahtuma-ajoissa käytetään adaptiivista perustasoa. Kuvioissa raportoidaan samanaikaiset 95 prosentin luottamusvälit, jotka on laskettu *multiplier bootstrap* -menetelmällä 999 toistolla ja jotka kattavat koko tapahtuma-aikapolon.

vat tulokset ovat seuraavat: Kohdeyritysten liikevaihdon ja työn tuottavuuden estimaatit ovat *event study* -tarkastelussa pääosin positiivisia, mutta kehitys ei poikkea tilastollisesti merkitsevästi verrokeista (kuviot 8a ja 8b). Aggregoitujen kokonaisvaikutusten estimaatit viittaavat siihen, että kohdeyritysten liikevaihto on noin 12 % suurempi (0,116 log-pistettä) ja työn tuottavuus noin 8,5 % (0,082 log-pistettä) suurempi suhteessa verrokkeihin, mutta vaikutukset eivät ole tilastollisesti merkitseviä. Liikevaihdon tapauksessa esitrenditesti hylkää nollahypoteesin heikosti 10 %:n merkitsevyystasolla ($p = 0,091$). *Event study* -kuvioden perusteella yrityskauppa edeltävällä ajanjaksolla ei kuitenkaan havaita selkeää systemaattista esitrendiä. Tuottavuuden kohdalla esitrenditesti ei hylkää nollahypoteesia ($p = 0,595$), eikä tulos viittaa merkittäviin eroihin tuottavuuden kehityksessä ennen yrityskauppaa.

Dynaamisen *event study* -tarkastelun perusteella kohdeyritysten kannattavuus kehittyy verrokkiryhmää paremmin neljäntenä vuonna yrityskaupan jälkeen, ja piste-estimaatit ovat positiivisia koko tarkastelujaksolla (kuvio 8c). Kokonaisvaikutusta mittaavan aggregoidun ATET-estimaatin perusteella kohdeyritysten kannattavuus on noin 8,6 prosenttiyksikköä verrokkeja suurempi; estimaatti on tilastollisesti merkitsevä 5 %:n tasolla. Vaikutus on taloudellisesti merkittävä, mutta – kuten edellä – estimaatti on suhteellisen epätarkka. Esitrenditesti ei hylkää nollahypoteesia, jonka mukaan yrityskauppaa edeltävät ATET-estimaatit ovat yhdessä nollia ($p = 0,409$). Kokonaisuutena tulokset ovat yhdenmukaisia sen näkemyksen kanssa, että aiemmin yrittäjänä toimineen henkilön mukaantulo omistajaksi tai aktiiviseksi päätöksentekijäksi voi tukea kohdeyritysten kannattavuuden positiivista kehitystä. Muiden kohdeyritysten tapauksessa tämä tulkinta on vähemmän altis liiketoimintojen mekaaniseen yhdistämiseen liittyvälle selitykselle kuin yrityskaupan vastapuolia koskevassa tarkastelussa.

Oman pääoman ehtoisia sijoituksia koskevan indikaattorin kohdalla kohdeyritysten estimaatit vaihtelevat nollan molemmiin puoliin, eikä kehitys poikkea tilastollisesti merkitsevästi verrokeista *event study* -tarkastelussa (kuvio 8d). Aggregoitu kokonaisvaikutus on negatiivinen mutta ei tilastollisesti merkitsevä. Esitrenditesti ei hylkää nollahypoteesia tavanomaisilla merkitsevyystasoilla ($p = 0,152$). Tämän tuleman kohdalla pätevät samat varaukset kuin edellä yrityskaupan vastapuolten kohdal-

la: estimoitu vaikutus on epätarkka vaikutuksen suunnan ja suuruuden osalta, ja esitrenditestin voima voi jäädä alhaiseksi.

Kaiken kaikkiaan tulokset viittaavat siihen, että yrityskaupan vastapuolet kehittyvät liikevaihdolla mitattuna paremmin kuin verrokkit, mutta kohtaavat tuottavuuden pudotuksen, joka painottuu kaupan jälkeisiin ensimmäisiin vuosiin. Havainnot voivat liittyä yritysjärjestelyiden jälkeisiin haasteisiin toimintojen uudelleenorganisoinnissa, joskin negatiivinen tuottavuusvaikutus on havaittavissa myös koko tarkastelujaksolle aggregoiduissa kokonaistuloksissa. Kokonaisvaikutukset viittaavat myös siihen, että kohdeyritysten kannattavuus kehittyy verrokkeja paremmin. Muiden kohdeyritysten kohdalla liikevaihdon ja tuottavuuden estimaatit ovat positiivisia, mutta eivät tilastollisesti merkitseviä. Kannattavuuden osalta havaitaan, että aiemman yrittäjän mukaantulo on positiivisesti yhteydessä yritysten kannattavuuden kehitykseen. Emme löydä tilastollisesti merkitsevää näyttöä siitä, että yrityskaupan vastapuolet tai muut kohdeyritykset saisivat suuremmalla todennäköisyydellä oman pääoman ehtoista rahoitusta.

Uudet yritykset

Uusia yrityksiä koskevat AIPW-estimoinnin tulokset on esitetty taulukossa 8. Toisin kuin edellä vanhojen yritysten erotukset-erotuksissa-analyysissa, uusien yritysten tulokset perustuvat ehdolliseen riippumattomuusoletukseen havaittujen ominaisuuksien suhteen (*selection on observables*) ilman ennen-jälkeen-vaihtelua. Tämä on vahvempi ja vaikeammin testattava oletus, minkä vuoksi tuloksia on syytä tulkita kausaalisesti varovaisemmin kuin edeltävässä analyysissa.

Aiempien yrittäjien vastaperustettujen kohdeyritysten, joissa irtautumisen tehnyt yrittäjä on omistajana, hallituksen jäsenenä tai johtajana, liikevaihto oli noin 38 % (0,322 log-pistettä) suurempi kuin verrokeilla. Tulos on tilastollisesti merkitsevä 1 %:n tasolla. Työn tuottavuudella mitattuna kohdeyritykset kuitenkin suoriutuivat verrokkeja heikommin, sillä kohdeyritysten työn tuottavuus oli noin 15,5 % (-0,169 log-pistettä) alempi, ja tämä tulos on tilastollisesti merkitsevä 1 %:n tasolla. Kannattavuuden ATET-estimaatti on positiivinen (3,5 prosenttiyksikköä), mutta ei tilastollisesti merkitsevä ($p = 0,113$). Myös oman pääoman ehtoista rahoitusta koskevan indikaattorin ATET-estimaatti on positiivinen

Taulukko 8 Uusien yritysten ATET-estimaatit AIPW-menetelmällä

Tulema	Kohderyhmä	ATET	SE	p	CI _{II}	CI ^{III}	NT	Käsiteltyjä Verrokkeja	M _T	M _c	bal_p	ps_p1	ps_p99	
In(Liikevaihto) t+1	Muut	0,322	0,089	0,000	0,147	0,496	3466	156	3310	15,459	13,279	0,247	0,001	0,310
In(Tuottavuus) t+1	Muut	-0,169	0,064	0,008	-0,294	-0,044	3316	152	3164	10,970	10,913	0,337	0,001	0,315
Kannattavuus t+1	Muut	3,452	2,179	0,113	-0,819	7,723	3466	156	3310	4,992	1,464	0,247	0,001	0,310
Rahoitus t+1	Muut	0,036	0,044	0,409	-0,050	0,122	3466	156	3310	0,468	0,432	0,247	0,001	0,310
In(Liikevaihto) t+1	Vastapuolet ja muut	0,373	0,082	0,000	0,213	0,534	3923	213	3710	15,526	13,429	0,385	0,001	0,314
In(Tuottavuus) t+1	Vastapuolet ja muut	-0,064	0,050	0,205	-0,162	0,035	3768	209	3559	11,002	10,895	0,396	0,001	0,323
Kannattavuus t+1	Vastapuolet ja muut	4,603	1,843	0,013	0,991	8,215	3923	213	3710	5,988	1,450	0,385	0,001	0,314
Rahoitus t+1	Vastapuolet ja muut	0,026	0,037	0,490	-0,047	0,098	3923	213	3710	0,465	0,433	0,385	0,001	0,314

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Tilastokeskuksen aineistoihin perustuen.

Huomautukset: Taulukko raportoi ATET-estimaatit vastaperustetuille yrityksille AIPW-menetelmällä. Käsittelymallina on logit. Tulemamalli on lineaarinen. Lyhenteet: ATET: keskimääräinen vaikutus käsittelyihin yrityksiin, SE: keskiarvo, p: p-arvo, CI_{II} : 95 %:n luottamusvälin yläraja, CI^{II} : 95 %:n luottamusvälin alaraja, M_r : keskiarvo (käsittelyt) ja M_c : keskiarvo (verrokki) ja bal_p on p-arvo yli-identifioituvuustestistä. PS_{p1} ja PS_{p99} ovat 1. ja 99. persenttiili estimointitoksen propensity score -jakaumasta. Kokonaishavaintoja (NT), käsittelyjä ja verrokkeja koskevat luvut ovat yritysvuosi-havaintoja.

(0,036 eli 3,6 prosenttiyksikköä), mutta ei tilastollisesti merkitsevä ($p = 0,409$).

Laajemmassa kohdeyritysmääritelmässä tarkasteluun sisällytetään edellisten yritysten lisäksi myös yrityskaupan vastapuolet eli uudet yritykset, joihin yrittäjän poistuneen yrityksen liiketoimintaa on sulautunut. Tässä yritys-joukossa liikevaihtoa koskevat tulokset pysyvät positiivisina ja merkitsevinä. Kohdeyritysten liikevaihto oli noin 45 % (0,373 log-pistettä) suurempi kuin verrokeilla. Tässä kohdeyritysjoukossa tuottavuuden ATET-estimaatti on negatiivinen (-0,064 log-pistettä), mutta ei tilastollisesti merkitsevä ($p = 0,205$). Kerroin on myös itseisarvoltaan pienempi kuin edellisessä ryhmässä ja vastaa noin 6,2 % alemmaa työn tuottavuutta. Kannattavuutta koskevat tulokset ovat positiiviset ja tilastollisesti merkitsevät 5 %:n tasolla ($p = 0,013$). Estimointitulosten mukaan kohdeyritysten kannattavuus oli noin 4,6 prosenttiyksikköä verrokkeja korkeampi. Oman pääoman ehtoista rahoitusta koskevan indikaattorin ATET-estimaatti on positiivinen (0,026 eli 2,6 prosenttiyksikköä), mutta ei tilastollisesti merkitsevä ($p = 0,490$).

Mallien diagnostiikassa tarkastellaan, ovatko käsittelymallin selittävät muuttujat tasapainoisesti jakautuneet kohde- ja verrokkiyritysten välillä painotuksen jälkeen. Tätä arvioidaan yli-identifioituvuustestillä, jonka p-arvot on raportoitu taulukossa 8. Kummankaan kohdeyritysmääritelmän kohdalla testi ei hylkää nollahypoteesia selittävien muuttujien tasapainoisuudesta. Tältä osin diagnostiikka ei anna näyttöä käsittelymallin muuttujien tasapainon puutteista. Testi ei kuitenkaan sulje pois havaitsemattomaan valikoitumiseen tai mallin funktionaaliseen määrittelyyn liittyviä ongelmia. Tämän vuoksi uusien yritysten tuloksia on tulkittava ennen kaikkea mahdollisina vertailuina havaittavilta ominaisuuksiltaan samankaltaisiin verrokkeihin.

Kokonaisuutena uusien yritysten tulokset viittaavat siihen, että irtautuneiden yrittäjien uudet kohdeyritykset ovat liikevaihdoltaan selvästi verrokkeja suurempia. Suppeammassa kohdeyritysmääritelmässä suurempaan liikevaihtoon yhdistyy kuitenkin matalampi työn tuottavuus, kun taas laajemmassa määritelmässä tuottavuusero on pienempi eikä tilastollisesti merkitsevä. Kannattavuuden osalta tulokset ovat positiivisia, mutta tilastollisesti merkitsevä ero havaitaan vain laajemmassa kohdeyritysmääritelmässä. Oman pääoman ehtoisen rahoituksen

osalta tulokset ovat positiivisia mutta epätarkkoja, eikä tilastollisesti merkitsevää eroa verrokkeihin nähden havaita. Tulokset ovat siten yhdenmukaisia sen kanssa, että aiempien yrittäjien yritykset käynnistyvät verrokkeja suurempina, mutta ne eivät tarjoa näyttöä paremmasta tuottavuudesta tai suuremmasta todennäköisyydestä saada oman pääoman ehtoista rahoitusta.

7 Johtopäätökset

Tässä tutkimuksessa tarkastelimme yrityskaupan jälkeen vapautuvan yrittäjyyspääoman kohdentumista ja sen yhteyttä myöhempään taloudelliseen kehitykseen sellaisissa yrityksissä, joihin yrityskaupan kohteena olleiden yritysten omistajia siirtyy. Nämä tarkastelun kohteena olleet yritykset voivat olla omistajien perustamia uusia yrityksiä tai yrityskaupan vastapuolia, joissa ainakin yhdellä poistuneiden yritysten omistajista on omistusosuus, hallituksen jäsenyys tai johtajan asemataso yrityskaupan jälkeen. Kohdeyritykset voivat olla myös jo useamman vuoden toiminnassa olleita muita kuin yrityskaupan vastapuolia, mikäli poistuneiden yritysten omistajat kasvattavat niissä omistusosuuttaan, tulevat hallituksen jäseniksi ja/tai alkavat työskennellä johtotehtävissä.

Poistuneiden yritysten omistajat olivat tyypillisesti iältään jo varttuneempia, mediaani-ikältään 50-vuotiaita. He olivat myös varsin korkeasti koulutettuja, ja heidän ansiotasonsa ylitti selvästi palkansaajien keskimääräisen ansiotason. Omistamisen ohella suuri osa heistä oli myös aktiivisia toimijoita yrityksessään hallituksen jäsenenä tai johtotehtävissä. Havainnot ovat yhdenmukaisia sen kanssa, että omistajille oli todennäköisesti kertynyt osaamista ja tietoa siitä, kuinka organisoida ja johtaa yritystoimintaa, ja kumuloitunut aineetonta pääomaa siirrettäväksi seuraavaan yritykseen aineellisen pääoman ohella.

Tulosten mukaan monet yrityksensä myyneet yrittäjät eivät poistu yritystoiminnasta kokonaan, vaan jatkavat aktiivisissa omistus-, hallitus- ja johtorooleissa. Yrittäjyyspääoman kierto näyttää kohdistuvan ennen kaikkea jo toimiviin yrityksiin. Tämä laajentaa kuvaa sarjayrittäjyydestä: yrityskaupan jälkeinen yrittäjäura ei rajoitu uusien yritysten perustamiseen, vaan jatkuu usein myös jo toimivissa yrityksissä.

Ekonometriset tulokset viittaavat siihen, että yrittäjyyspääoman uudelleenkohdentuminen on yhteydessä kohdeyritysten mittakaavan kasvuun ja kannattavuuteen. Yrityskaupan vastapuolten liikevaihto kasvaa selvästi suhteessa verrokkeihin, ja molemmissa vakiintuneiden kohdeyritysten ryhmissä kannattavuus kehittyy verrokkeja myönteisemmin. Näitä havaintoja on kuitenkin tulkittava erikseen kohdeyritystyypeittäin. Yrityskaupan vastapuolia koskevat tulokset voivat heijastaa aiemman yrittäjän osaamisen ja verkostojen lisäksi myös yritysjärjestelyn mekaanisia koko-, integraatio- ja allokaatiovaikutuksia. Muissa kohdeyrityksissä tulkinta on tältä osin selkeämpi, mutta liikevaihtoa ja työn tuottavuutta koskevissa tuloksissa on havaittavissa varsin suuria yrityskohtaisia vaihteluita.

Tutkimuksessa ei saatu näyttöä siitä, että yrittäjyyspääoman uudelleenkohdentuminen tuottaisi tarkastelujaksolla systemaattista tuottavuusetua. Yrityskaupan vastapuolilla työn tuottavuus heikkenee etenkin ensimmäisinä kaupan jälkeisinä vuosina, mikä voi kuvastaa toimintojen yhdistämiseen liittyviä sopeutumis- ja integraatiokustannuksia. Vastaperustetuissa kohdeyrityksissä liikevaihto on verrokkeja suurempi, mutta niiden työn tuottavuus jää verrokkeja matalammaksi suppeammassa kohdeyritysmääritelmässä, jossa yrityskaupan vastapuolina toimineet vastaperustetut yritykset jätetään pois tarkastelusta. Tulokset sopivat tulkintaan, jonka mukaan irtautuneiden yrittäjien resurssit voivat auttaa yrityksiä saavuttamaan suuremman mittakaavan, mutta mittakaavan kasvu ei automaattisesti muutu korkeammaksi työn tuottavuudeksi.

Oman pääoman ehtoista rahoitusta koskevat tulokset ovat kauttaaltaan epätarkkoja eivätkä osoita tilastollisesti merkitsevää eroa kohdeyritysten ja verrokkien välillä. Tämä ei välttämättä tarkoita, ettei rahoituskanavalla olisi merkitystä. Käyttämämme mittari havaitsee vain osan oman pääoman ehtoisesta rahoituksesta, ja erityisesti kokeneiden yrittäjien vaikutus voi ilmetä myös epämuodollisena rahoituksena, parempana uskottavuutena, verkostojen kautta saatuna neuvontana tai strategisena päätöksentekokykynä. Näiden mekanismien erottaminen edellyttäisi jatkotutkimuksessa tarkempia tietoja sijoituksen lähteistä, omistusrakenteiden muutoksista ja yrittäjien todellisesta päätöksentekovallasta kohdeyrityksissä.

Tulokset nostavat talous- ja elinkeinopolitiikan näkökulmasta esiin muutamia keskeisiä huomioita. Yrityskaupat voivat toimia mekanismina, jonka kautta kokeneiden

yrittäjien varallisuus, osaaminen ja verkostot palautuvat yrityskentän käyttöön. Tämä tukee näkemystä, että toimivat yrityskauppa- ja kasvurahoitusmarkkinat voivat edistää yritysdynamiikkaa myös yrityskaupan jälkeisessä vaiheessa. Tuloksia on kuitenkin varottava tulkitsemas- ta liian suoraviivaisesti: kasvuvaikutukset eivät ole sama asia kuin tuottavuusvaikutukset, ja yrityskauppojen vastapuolilla havaittava kehitys sekoittuu väistämättä yritys- järjestelyjen muihin vaikutuksiin. Talous- ja elinkeino- politiikan kannalta keskeistä ei ole vain uusien yritysten perustamisen lisääminen, vaan myös kokeneiden yrittä- jien osaamisen ja pääoman tehokas kohdentuminen yri- tyksiin, joissa niillä voi olla suurin lisäarvo.

Liitteet

Liitetaulukko A1 Dynaamiset ATET-estimaatit

Tulema	Ryhmä	Tapahtuma-aika	ATET	Keskivirhe	95 % LV, alaraja	95 % LV, yläraja
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	-3	-0,102	0,088	-0,321	0,117
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	-2	0,011	0,077	-0,182	0,203
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	-1	0,085	0,038	-0,010	0,181
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	0	-0,010	0,043	-0,116	0,096
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	1	0,774	0,135	0,438	1,109
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	2	1,040	0,157	0,649	1,430
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	3	1,177	0,184	0,717	1,637
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	4	1,205	0,194	0,720	1,689
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	5	1,083	0,200	0,585	1,581
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	-3	-0,065	0,049	-0,194	0,064
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	-2	0,029	0,054	-0,112	0,170
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	-1	-0,009	0,061	-0,170	0,153
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	0	-0,092	0,046	-0,213	0,029
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	1	-0,396	0,098	-0,655	-0,137
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	2	-0,266	0,095	-0,516	-0,016
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	3	-0,185	0,085	-0,409	0,038
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	4	-0,177	0,077	-0,379	0,025
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	5	-0,145	0,109	-0,431	0,141
Kannattavuus	Vastapuolet	-3	-2,218	4,743	-15,383	10,948
Kannattavuus	Vastapuolet	-2	-0,458	3,426	-9,968	9,052
Kannattavuus	Vastapuolet	-1	4,238	4,740	-8,917	17,393
Kannattavuus	Vastapuolet	0	2,860	4,338	-9,179	14,898
Kannattavuus	Vastapuolet	1	7,307	6,376	-10,389	25,003
Kannattavuus	Vastapuolet	2	10,346	6,254	-7,012	27,705
Kannattavuus	Vastapuolet	3	14,011	8,380	-9,247	37,270
Kannattavuus	Vastapuolet	4	13,274	6,705	-5,335	31,883
Kannattavuus	Vastapuolet	5	14,605	6,639	-3,822	33,032
Rahoitus	Vastapuolet	-3	0,031	0,056	-0,120	0,183
Rahoitus	Vastapuolet	-2	-0,013	0,059	-0,171	0,145
Rahoitus	Vastapuolet	-1	-0,039	0,057	-0,191	0,113
Rahoitus	Vastapuolet	0	0,069	0,059	-0,088	0,226
Rahoitus	Vastapuolet	1	0,026	0,056	-0,126	0,178
Rahoitus	Vastapuolet	2	0,018	0,079	-0,195	0,231
Rahoitus	Vastapuolet	3	-0,055	0,071	-0,246	0,136
Rahoitus	Vastapuolet	4	0,014	0,078	-0,195	0,222
Rahoitus	Vastapuolet	5	0,096	0,083	-0,127	0,319
In(Liikevaihto)	Muut	-3	0,003	0,040	-0,111	0,117
In(Liikevaihto)	Muut	-2	0,025	0,057	-0,135	0,185
In(Liikevaihto)	Muut	-1	-0,040	0,037	-0,144	0,065
In(Liikevaihto)	Muut	0	-0,042	0,030	-0,127	0,042
In(Liikevaihto)	Muut	1	0,044	0,069	-0,150	0,239
In(Liikevaihto)	Muut	2	0,087	0,094	-0,178	0,352
In(Liikevaihto)	Muut	3	0,119	0,125	-0,234	0,471

Tulema	Ryhmä	Tapahtuma-aika	ATET	Keskivirhe	95 % LV, alaraja	95 % LV, yläraja
ln(Liikevaihto)	Muut	4	0,255	0,118	-0,078	0,588
ln(Liikevaihto)	Muut	5	0,249	0,130	-0,117	0,616
ln(Tuottavuus)	Muut	-3	-0,032	0,037	-0,132	0,068
ln(Tuottavuus)	Muut	-2	-0,023	0,035	-0,119	0,073
ln(Tuottavuus)	Muut	-1	0,013	0,040	-0,096	0,122
ln(Tuottavuus)	Muut	0	-0,003	0,041	-0,113	0,107
ln(Tuottavuus)	Muut	1	0,046	0,060	-0,117	0,209
ln(Tuottavuus)	Muut	2	0,119	0,067	-0,062	0,300
ln(Tuottavuus)	Muut	3	0,069	0,068	-0,114	0,251
ln(Tuottavuus)	Muut	4	0,132	0,090	-0,111	0,375
ln(Tuottavuus)	Muut	5	0,109	0,091	-0,137	0,354
Kannattavuus	Muut	-3	-1,284	2,944	-8,953	6,385
Kannattavuus	Muut	-2	-5,847	4,035	-16,360	4,666
Kannattavuus	Muut	-1	0,282	3,290	-8,290	8,853
Kannattavuus	Muut	0	4,003	2,625	-2,836	10,843
Kannattavuus	Muut	1	8,688	4,285	-2,477	19,852
Kannattavuus	Muut	2	5,584	4,737	-6,759	17,927
Kannattavuus	Muut	3	10,226	4,052	-0,331	20,782
Kannattavuus	Muut	4	12,614	4,744	0,254	24,974
Kannattavuus	Muut	5	12,322	5,970	-3,232	27,877
Rahoitus	Muut	-3	0,040	0,050	-0,097	0,178
Rahoitus	Muut	-2	0,025	0,042	-0,090	0,140
Rahoitus	Muut	-1	0,096	0,041	-0,016	0,207
Rahoitus	Muut	0	-0,062	0,045	-0,187	0,062
Rahoitus	Muut	1	0,066	0,055	-0,084	0,216
Rahoitus	Muut	2	-0,016	0,063	-0,190	0,158
Rahoitus	Muut	3	-0,114	0,063	-0,288	0,060
Rahoitus	Muut	4	-0,137	0,064	-0,314	0,039
Rahoitus	Muut	5	0,021	0,082	-0,204	0,247

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Tilastokeskuksen aineistoihin perustuen.

Huomautukset: Taulukko raportoi dynaamiset ATET-estimaatit tapahtuma-ajan mukaan. ATET tarkoittaa keskimääräistä vaikutusta käsitellyille yrityksille. Keskivirheet on klusteroitu yritystasolla. Esitetyt 95 prosentin luottamusvälit ovat samanaikaisia (*simultaneous*), ja ne on laskettu *multiplier bootstrap* -menetelmällä 999 toistolla. Tapahtuma-aika ilmaisee vuosien lukumäärän suhteessa yrityskaupvuoteen.

Liitetaulukko A2 Tapahtuma-aikakohtainen havaintopohja (*event-time support*)

Tulema	Ryhmä	Tapahtuma-aika	Käsiteltyjä yrityksiä	Käsiteltyjä havaintoja	Kohortteja
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	-3	95	95	6
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	-2	95	95	6
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	-1	95	95	6
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	0	94	94	6
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	1	76	76	6
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	2	74	74	6
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	3	71	71	6
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	4	68	68	6
In(Liikevaihto)	Vastapuolet	5	66	66	6
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	-3	91	91	6
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	-2	91	91	6
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	-1	92	92	6
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	0	88	88	6
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	1	73	73	6
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	2	71	71	6
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	3	69	69	6
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	4	66	66	6
In(Tuottavuus)	Vastapuolet	5	63	63	6
Kannattavuus	Vastapuolet	-3	95	95	6
Kannattavuus	Vastapuolet	-2	95	95	6
Kannattavuus	Vastapuolet	-1	95	95	6
Kannattavuus	Vastapuolet	0	94	94	6
Kannattavuus	Vastapuolet	1	76	76	6
Kannattavuus	Vastapuolet	2	74	74	6
Kannattavuus	Vastapuolet	3	71	71	6
Kannattavuus	Vastapuolet	4	68	68	6
Kannattavuus	Vastapuolet	5	66	66	6
Rahoitus	Vastapuolet	-3	83	83	5
Rahoitus	Vastapuolet	-2	95	95	6
Rahoitus	Vastapuolet	-1	95	95	6
Rahoitus	Vastapuolet	0	94	94	6
Rahoitus	Vastapuolet	1	75	75	6
Rahoitus	Vastapuolet	2	73	73	6
Rahoitus	Vastapuolet	3	71	71	6
Rahoitus	Vastapuolet	4	68	68	6
Rahoitus	Vastapuolet	5	66	66	6
In(Liikevaihto)	Muut	-3	243	243	6
In(Liikevaihto)	Muut	-2	243	243	6
In(Liikevaihto)	Muut	-1	240	240	6
In(Liikevaihto)	Muut	0	239	239	6
In(Liikevaihto)	Muut	1	225	225	6
In(Liikevaihto)	Muut	2	182	182	6
In(Liikevaihto)	Muut	3	150	150	6
In(Liikevaihto)	Muut	4	129	129	6
In(Liikevaihto)	Muut	5	122	122	6
In(Tuottavuus)	Muut	-3	232	232	6
In(Tuottavuus)	Muut	-2	228	228	6

Tulema	Ryhmä	Tapahtuma-aika	Käsiteltyjä yrityksiä	Käsiteltyjä havaintoja	Kohortteja
In(Tuottavuus)	Muut	-1	229	229	6
In(Tuottavuus)	Muut	0	228	228	6
In(Tuottavuus)	Muut	1	215	215	6
In(Tuottavuus)	Muut	2	171	171	6
In(Tuottavuus)	Muut	3	140	140	6
In(Tuottavuus)	Muut	4	124	124	6
In(Tuottavuus)	Muut	5	115	115	6
Kannattavuus	Muut	-3	243	243	6
Kannattavuus	Muut	-2	243	243	6
Kannattavuus	Muut	-1	240	240	6
Kannattavuus	Muut	0	239	239	6
Kannattavuus	Muut	1	225	225	6
Kannattavuus	Muut	2	182	182	6
Kannattavuus	Muut	3	150	150	6
Kannattavuus	Muut	4	129	129	6
Kannattavuus	Muut	5	122	122	6
Rahoitus	Muut	-3	209	209	5
Rahoitus	Muut	-2	243	243	6
Rahoitus	Muut	-1	240	240	6
Rahoitus	Muut	0	238	238	6
Rahoitus	Muut	1	224	224	6
Rahoitus	Muut	2	181	181	6
Rahoitus	Muut	3	148	148	6
Rahoitus	Muut	4	129	129	6
Rahoitus	Muut	5	122	122	6

Lähde: Kirjoittajien laskelmat Tilastokeskuksen aineistoihin perustuen.

Huomautukset: Taulukko kuvaa dynaamisten ATET-estimaattien tapahtuma-aikakohtaista havaintopohjaa kaikille tulemille ja ryhmille. Sarakkeissa raportoidaan kunkin tapahtuma-ajan osalta käsiteltyjen yritysten, käsiteltyjen yritys-vuosihavaintojen ja edustettujen käsittelykohorttien lukumäärät.

Viitteet

- ¹ Yrittäjien irtautumisen jälkeinen toiminta voi olla myös muuta kuin varsinaista yritystoimintaa. Yrittäjät ovat perinteisesti tukeneet yhteisöään myös hyväntekeväisyydellä (Acs & Phillips, 2002). Listautumisanneilla vaurastuneet yrittäjät harjoittavat muita yleisemmin ja aktiivisemmin hyväntekeväisyyttä ja suuntaavat lahjoituksia todennäköisemmin korkeakoulutuksen ja tieteen tukemiseen (Clayton, Feldman & Nwakpuda, 2021).
- ² Yrityskaupat ja fuusiot voivat johtaa yrityksen katoamiseen yritysrekisteristä. Ulkomaisten yritysostojen tapauksessa yrityskauppatransaktio voidaan pyrkiä tunnistamaan yrityksen omistusstatuksen muutoksena, mikäli yritys on ollut aiemmin kotimaisessa omistuksessa. Emme kuitenkaan pysty tarkastelemaan ulkomaalaisomisteisten yritysten omistajakuntaa henkilötasolla kotimaisilla rekisteriaineistoilla.
- ³ Pienemmissä yrityksissä tilastoviranomaiset impu-toivat puuttuvia tietoja useammin kuin suuremmis-sa yrityksissä, koska tietojen kattavuus- ja keruutavat poikkeavat yrityskoon suhteen.
- ⁴ EU-Klems -tietokannassa koodi MARKTxAG ”Non-agricultural market economy (Market economy less industry A)”, jossa MARKT on ”Market economy (all industries excluding L, O, P, Q, T and U)”. MARKT ei siis sisällä seuraavia Tilastokeskuksen TOL2008 -luokituksen luokkia (<https://www.stat.fi/fi/luokitukset/toimiala/>): Kiinteistöalan toiminta (L), Julkinen hallinto ja maanpuolustus; pakollinen sosiaalivakuutus (O), Koulutus (P), Terveys- ja sosiaalipalvelut (Q), Kotitalouksien toiminta työnantajina (T) ja Kansainvälisten organisaatioiden ja toimielinten toiminta (T). Mainittujen lisäksi MARKTxAG ei sisällä luokkaa: Maatalous, metsätalous ja kalatalous (A). On huomattava, että toki mainittuihin tilastoluokkiin voi sisältyä myös yksityistä toimintaa.
- ⁵ Kyseisiä toimialoja ovat EU-KLEMS -rajausten lisäksi Tilastokeskuksen TOL 2008 -luokituksen luokat: rahoitustoiminta (64–66) sekä hallintayhtiöt (701).
- ⁶ [FIRM_ENTER Yritystietovarasto: yritykset 2023 - aineistokuvaus](#) | [Taika-tutkimusaineistokatalogi](#) | [Tilastokeskus](#)
- ⁷ [FOLK työssäkäynti - aineistokuvaus](#) | [Taika-tutkimus-aineistokatalogi](#) | [Tilastokeskus](#)
- ⁸ Kävimme läpi yritysomistusten välillisiä omistusketjuja maksimissaan 50 välillisen omistajan osalta, mikäli välillinen omistus oli jonkin Suomeen rekisteröidyn yrityksen kautta. Aineistosta ei pystytty jäljittämään mahdollisten ulkomaille rekisteröityjen holding-yhtiöiden kautta tapahtuvaa välillistä omistusta.
- ⁹ Ks. esim. <https://stat.fi/tilasto/dokumentaatio/ssij#-Tilaston%20perustiedot>
- ¹⁰ <https://stat.fi/julkaisu/cm1ks981cdm5107w7ze-melot7>; käyty 22.12.2025.
- ¹¹ Mikäli oman pääoman arvo on ollut negatiivinen, omistuksen arvoksi on koodattu 0 euroa.
- ¹² Annex 3: https://ec.europa.eu/eurostat/cache/meta-data/en/htec_esms.htm#annexDisseminated
- ¹³ Teollisuuden korkeampaan teknologialuokkaan kuuluu mm. sähkö- ja elektroniikkatuotteiden sekä lääkkeiden valmistus. Vastaavasti teollisuuden matalampaan teknologialuokkaan lukeutuvat mm. elintarvikkeiden, puutuotteiden ja metallituotteiden valmistus.
- ¹⁴ Tietointensiivisiä palveluita ovat mm. suunnittelu-, konsultointi- ja tietotekniset palvelut. Muita palveluita ovat mm. tukku- ja vähittäiskauppa sekä majoitus- ja ravitsemustoiminta.
- ¹⁵ Yhdistämme tässä luokittelussa luokat korkea ja keskikorkea teknologia sekä luokat matala ja keskimatala teknologia. Käytämme samaa toimialaluokittelua AIPW-mallien tulemamalleissa (*outcome model*) toimialavaikutusten kontrolloimiseksi. Käsittelymalleissa (*treatment model*) karkeistamme luokittelua ja kontrolloimme teknologia-/tietointensiivisyyden tasoa kolmiportaisella luokittelulla (korkea, keskikorkea, matala).

Kirjallisuus

- ¹⁶ Ääriarvojen vaikutuksen rajoittamiseksi winsoroimme ekonometrisissa analyyseissa kannattavuutta ja käyttöomaisuuden osuutta taseesta mittaavat suhdelukumuuttujat 1. ja 99. persentiilin kohdalta.
- ¹⁷ Käytämme uusien yritysten kohdalla samoja toimiala- ja kokoluokkia sekä tulelamuuttujia kuin vanhoja yrityksiä koskevassa tarkastelussa.
- ¹⁸ Raportoimme dynaamiset ATET-estimaatit ja tapahtuma-aikakohtaiset havaintomäärät liitetaulukoissa A1–A2.
- ¹⁹ Adaptiivinen perustaso tarkoittaa, että käsittelyä edeltävät ATET-estimaatit kuvaavat peräkkäisten esiperiodien välisiä eroja suhteessa verrokkiryhmään, kun taas käsittelyn jälkeiset estimaatit suhteutetaan käsittelyä edeltävään periodiin.
- Acs, Z. J. & Phillips, R. J.** (2002). Entrepreneurship and Philanthropy in American Capitalism. *Small Business Economics*, 19(3), 189–204. doi:10.1023/A:1019635015318
- Azoulay, P., Jones, B. F., Kim, J. D. & Miranda, J.** (2020). Age and High-Growth Entrepreneurship. *American Economic Review: Insights*, 2(1), 65–82. doi:10.1257/aeri.20180582
- Babina, T.** (2020). Destructive Creation at Work: How Financial Distress Spurs Entrepreneurship. *The Review of Financial Studies*, 33(9), 4061–4101. doi:10.1093/rfs/hhz110
- Babina, T. & Howell, S. T.** (2024). Entrepreneurial Spillovers from Corporate R&D. *Journal of Labor Economics*, 42(2), 469–509. doi:10.1086/723501
- Balsvik, R.** (2011). Is Labor Mobility a Channel for Spillovers from Multinationals? Evidence from Norwegian Manufacturing. *The Review of Economics and Statistics*, 93(1), 285–297. doi:10.1162/REST_a_00061
- Bermejo, V. J., Ferreira, M. A., Wolfenzon, D. & Zambrana, R.** (2025). How Do Cash Windfalls Affect Entrepreneurship? Evidence from the Spanish Christmas Lottery. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 60(5), 2229–2258. doi:10.1017/S0022109024000371
- Bernstein, S., Lerner, J. & Mezzanotti, F.** (2019). Private Equity and Financial Fragility during the Crisis. *The Review of Financial Studies*, 32(4), 1309–1373. doi:10.1093/rfs/hhy078
- Bloom, N., Hassan, T. A., Kalyani, A., Lerner, J. & Tahoun, A.** (2021). The Diffusion of Disruptive Technologies. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, No. 28999. doi:10.3386/w28999
- Callaway, B. & Sant’Anna, P. H. C.** (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>

- Clayton, P., Feldman, M. & Nwakpuda, E. I.** (2021). After the IPO: Entrepreneurs' transition to philanthropy. *Journal of Business Venturing Insights*, 15, e00236. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2021.e00236>
- Decker, R. A., Haltiwanger, J., Jarmin, R. S. & Miranda, J.** (2014). The Role of Entrepreneurship in US Job Creation and Economic Dynamism. *Journal of Economic Perspectives*, 28(3), 3–24. doi:10.1257/jep.28.3.3
- Ebersberger, B.** (2011). Public funding for innovation and the exit of firms. *Journal of Evolutionary Economics*, 21(3), 519–543. doi:10.1007/s00191-010-0186-0
- Evans, D. S. & Jovanovic, B.** (1989). An Estimated Model of Entrepreneurial Choice under Liquidity Constraints. *Journal of Political Economy*, 97(4), 808–827. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1832192>
- Franco, A. M. & Filson, D.** (2006). Spin-outs: knowledge diffusion through employee mobility. *The RAND Journal of Economics*, 37(4), 841–860. <https://doi.org/10.1111/j.1756-2171.2006.tb00060.x>
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J. & Scharfstein, D.** (2010). Performance persistence in entrepreneurship. *Journal of Financial Economics*, 96(1), 18–32. doi:10.1016/j.jfineco.2009.11.001
- Gompers, P., Lerner, J. & Scharfstein, D.** (2005). Entrepreneurial Spawning: Public Corporations and the Genesis of New Ventures, 1986 to 1999. *Journal of Finance*, 60(2), 577–614. doi:10.1111/j.1540-6261.2005.00740.x
- Görg, H. & Strobl, E.** (2005). Spillovers from Foreign Firms through Worker Mobility: An Empirical Investigation. *The Scandinavian Journal of Economics*, 107(4), 693–709. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/3441021>
- Haque, S., Jang, Y. & Mayer, S.** (2022). Private Equity and Corporate Borrowing Constraints: Evidence from Loan Level Data. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.4294228
- Hsu, D. H.** (2007). Experienced entrepreneurial founders, organizational capital, and venture capital funding. *Research Policy*, 36(5), 722–741. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2007.02.022>
- Hurst, E. & Lusardi, A.** (2004). Liquidity Constraints, Household Wealth, and Entrepreneurship. *Journal of Political Economy*, 112(2), 319–347. doi:10.1086/381478
- Hyytinen, A. & Ilmakunnas, P.** (2007a). Entrepreneurial Aspirations: Another Form of Job Search? *Small Business Economics*, 29(1/2), 63–80. doi:10.1007/s11187-005-4783-5
- Hyytinen, A. & Ilmakunnas, P.** (2007b). What distinguishes a serial entrepreneur? *Industrial & Corporate Change*, 16(5), 793–821. doi:10.1093/icc/dtm024
- Hyytinen, A. & Maliranta, M.** (2008). When Do Employees Leave Their Job for Entrepreneurship? *Scandinavian Journal of Economics*, 110(1), 1–21. doi:10.1111/j.1467-9442.2008.00522.x
- Hyytinen, A. & Rouvinen, P.** (2008). The Labour Market Consequences of Self-Employment Spells: European Evidence. *Labour Economics*, 15(2), 246–271.
- Härmälä, V., Roiha, U., Salminen, V., Halme, K., Kettilinen, J., Ali-Yrkkö, J., Pajarinen, M. & Ylhäinen, I.** (2021). *Kasvuyritysten rahoitus Suomessa – InvestEU-ohjelman hyödyntäminen ja mahdollisuudet*. Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 2021:18.
- Kerr, W. R., Lerner, J. & Schoar, A.** (2014). The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings. *The Review of Financial Studies*, 27(1), 20–55. doi:10.1093/rfs/hhr098
- Kerr, W. R., Nanda, R. & Rhodes-Kropf, M.** (2014). Entrepreneurship as Experimentation. *Journal of Economic Perspectives*, 28(3), 25–48. doi:10.1257/jep.28.3.25
- Kim, J. D.** (2022). Startup acquisitions, relocation, and employee entrepreneurship. *Strategic Management Journal*, 43(11), 2189–2216. <https://doi.org/10.1002/smj.3408>
- Lafontaine, F. & Shaw, K.** (2016). Serial Entrepreneurship: Learning by Doing? *Journal of Labor Economics*, 34, S217–S254. doi:10.1086/683820

**Lahtinen, H., Pekkala, H., Halme, K., Salminen, V., Härmälä, V., Wiikeri, J., Lamminkoski, H., Lähde, K., Mikkilä, K., Rouvinen, P., Kotiranta, A., Pajari-
nen, M., Dalziel, Ma., Barge, B., Meade, C. & Zhao, X.** (2016). *Startup-yritysten kasvun ajurit ja pullonkaulat*. Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkai-
susarja 30/2016.

Lerner, J., Schoar, A., Sokolinski, S. & Wilson, K. (2018). The Globalization of Angel Investments: Evi-
dence across Countries. *Journal of Financial Economics*,
127(1), 1–20. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.05.012>

Maksimovic, V. & Phillips, G. (2001). The Market for
Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sa-
les and Are There Efficiency Gains? *The Journal of Finan-
ce*, 56(6), 2019–2065. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2697816>

Maksimovic, V., Phillips, G. & Prabhala, N. R. (2011).
Post-merger restructuring and the boundaries of the firm.
Journal of Financial Economics, 102(2), 317–343. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.05.013>

Maliranta, M. & Nurmi, S. (2019). Business owners,
employees, and firm performance. *Small Business Econo-
mics*, 52(1), 111–129. doi:10.1007/s11187-018-0029-1

Maliranta, M., Pajarinen, M. & Rouvinen, P. (2018).
Startupit kansantaloudessa, Etlä B277, Taloustieto Oy, Hel-
sinki.

Mason, C. & Brown, R. (2014). *Entrepreneurial Ecosys-
tems and Growth Oriented Entrepreneurship*. Background
paper prepared for the workshop organised by the OECD
LEED Programme and the Dutch Ministry of Economic
Affairs on.

Mason, C. & Harrison, R. T. (2006). After the exit: ac-
quisitions, entrepreneurial recycling and regional eco-
nomic development. *Regional Studies*, 40(1), 55–73.
doi:10.1080/00343400500450059

Møen, J. (2007). R&D spillovers from subsidized firms
that fail: Tracing knowledge by following employees
across firms. *Research Policy*, 36(9), 1443–1464. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2007.06.004>

Parker, S. C. (2013). Do serial entrepreneurs run suc-
cessively better-performing businesses? *Journal of Busi-
ness Venturing*, 28(5), 652–666. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2012.08.001>

Pelucco, V. & Vismara, S. (2025). Where do angels co-
me from? *Journal of Corporate Finance*, 94, 102815. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2025.102815>

Politis, D. (2008). Business angels and value added: what
do we know and where do we go? *Venture Capital*, 10(2),
127–147. doi:10.1080/13691060801946147

Queiró, F. (2022). Entrepreneurial Human Capital and
Firm Dynamics. *The Review of Economic Studies*, 89(4),
2061–2100. doi:10.1093/restud/rdab070

Ring, M. A. K. (2023). Entrepreneurial Wealth and Emp-
loyment: Tracing Out the Effects of a Stock Market Crash.
The Journal of Finance, 78(6), 3343–3386. <https://doi.org/10.1111/jofi.13280>

Rocha, V., Carneiro, A. & Amorim Varum, C. (2015).
Serial entrepreneurship, learning by doing and self-sele-
ction. *International Journal of Industrial Organization*, 40,
91–106. <https://doi.org/10.1016/j.ijindorg.2015.04.001>

Røed, K. & Skogstrøm, J. F. (2014). Job Loss and Ent-
repreneurship. *Oxford Bulletin of Economics and Statis-
tics*, 76(5), 727–744. <https://doi.org/10.1111/obes.12042>

Shaw, K. & Sørensen, A. (2019). The Productivity
Advantage of Serial Entrepreneurs. *ILR Review*, 72(5),
1225–1261. doi:10.1177/0019793919865501

Sterk, V., Sedláček, P. & Pugsley, B. (2021). The Na-
ture of Firm Growth. *American Economic Review*, 111(2),
547–579. doi:10.1257/aer.20190748



Elinkeinoelämän tutkimuslaitos

ETLA Economic Research

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

Kustantaja: Etlatieto Oy

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

Arkadiankatu 23 B
00100 Helsinki
