

Tutkimuksia yrityskaupoista ja innovaatiomarkkinoista*

Eero Lehto

KTT, tutkimuskoordinaattori, ennustepäällikkö

Palkansaajien tutkimuslaitos

Tämä väitöskirja koostuu viidestä taloudellisissa aikakauskirjoissa jo julkaistusta artikkelista, joista neljän aihe liittyy yrityskauppoihin. Yrityskauppa-analyysin kolmessa ensimmäisessä artikkelissa tutkin niitä tekijöitä, jotka saavat yrityksen tulemaan joko yrityskaupan kohteeksi tai ostajaksi. Ensinnäkin tarkastelen vain kotimaisia yrityskauppoja ja tämän jälkeen tarkastelu ulotetaan kattamaan myös kansainväliset yrityskaupat. Neljännessä artikkelissa tarkastelen yrityskauppojen vaikutuksia työllisyyteen. Viides artikkeli on teoreettinen työ, jossa analysoin innovaatioiden markkinoita.

Käytettävissä olevat aineistot ovat rajoittaneet kansainvälisen tutkimuksen mahdollisuuksia analysoida yrityskauppoja empiirisesti. Yrityskauppatutkimus painottuikin vielä pit-

kään tarkastelemaan lähinnä suurimpien yrityskauppatapahtumien heijastumista ostettavan ja ostetun yrityksen pörssikursseihin. Tämä tutkimus koski näin vain julkisia pörssiyhtiöitä. Kun investointipankkien keräämää aineistoa suurimmista yrityskaupoista saatiin tutkijoiden käyttöön, yrityskauppatutkimus monipuolistui. Tosin näihin aineistoihin oli vaikea yhdistää yrityskauppatapahtumia itse yritysten ominaisuuksiin, minkä vuoksi niihin perustuvassa tutkimuksessa tarkastellaan yrityskauppailmiötä usein maa- tai toimialatasolla. Viime aikoina on virinnyt myös tutkimusta, jossa käytetään laajaa rekisteripohjaista aineistoa yrityksen omistajuuden muutoksista. Tämä tutkimus, kuten tässä väitöskirjassakin raportoitu empiirinen tutkimus, tarkastelee yrityskauppoja yritys- ja toimipaikkatasolla. Rekisteriaineistossa voidaan parhaiten spesifioida omistajuuden muuttuminen kotimaisesta ulkomaiseksi (tai toisin päin). Sen sijaan kotimaisia yrityskauppoja on rekisterien avulla vaikea tutkia, koska ne eivät välttämättä näy yrityskaupan tapahtumavuotena ja myöhemminkin vain, jos kohde sulautetaan kokonaan ostajaan. Rekisteripoh-

* Tämä kirjoitus esittelee Tampereen yliopistossa 25.9.2009 tarkastetun väitöskirjani *Essays on mergers and acquisitions and trade on innovations*. Väitöskirjan esitarkastajat olivat Ari Hyytinen (Jyväskylän yliopisto) ja Pekka Ilmakunnas (Helsingin kauppakorkeakoulu). Vastaväittäjänä toimi Pekka Ilmakunnas ja kustoksena Jari Vainiomäki.

jaisella aineistolla ei voi myöskään tehdä tutkimusta, joka ottaa huomioon yhtä aikaa ostajan ja kohteen ominaisuuksia kuten esimerkiksi niiden välisen etäisyyden.

Tässä tutkimuksessa käytetty aineisto on rakennettu pääosin *Talouselämälehden* tilastojen yrityskauppatahtumien pohjalta. Tahtumien osapuolet on spesifioitu yritys- ja sittemmin myös toimipaikkatunnustasolla. Suurten yrityskauppojen kohdalla on määritetty kaikki kaupan osapuolina olevat konserniin kuuluvat yritykset. Kun jostain yrityksestä on ostettu vain jokin liiketoimintalohko, olemme myös spesifioineet ne toimipaikat, jotka kaupassa siirtyvät ostajalle. Kaupat on myös luokiteltu monin tavoin. Niinpä osaa kotimaisista kaupoista voidaan pitää vain sisäisinä tai vastaavatyypisinä järjestelyinä, joissa ostaja ei ole toinen yritys. Yrityskauppa-aineisto on yhdistetty Tilastokeskuksen yritysaineistoihin. Koottu yrityskauppa-aineisto antaa mahdollisuuden tarkastella hyvin monipuolisesti yrityskauppojen syntymistä ja niiden vaikutuksia.

Yrityskaupan tarkoituksena on epäilemättä nostaa osapuolena olevien yritysten markkina-arvoa. Tämän tavoitteen saavuttaminen on kyseenalaistettu useissa empiirisissä tutkimuksissa, joita Jensen ja Rubak (1983) sekä Andrade, Mitchell ja Stafford (2001) ovat katsauksissaan käyneet läpi. Jensenin (1986) mukaan jotkut yritysjohtajat käyttävät yrityksen ajoittain runsaita käteisvaroja löyhäkätisesti yritysostoihin, jotka tuhoavat yrityksen markkina-arvoa. Vaikka yrityskauppojen vaikutukset eivät ole kaupan osapuolten kannalta aina suotuisia, on ilmeistä, että pyrkimykset ovat alun alkaen kuitenkin yleensä jossain määrin jalommat kuin mitä joidenkin kauppojen seuraamuksista voisi päätellä. Minun ja kollegojeni yrityskauppa-projekti onkin nähtävä tutkimussarjana, jossa

huomio kiinnitetään ensin yrityskaupan osapuolten pyrkimyksiin saavuttaa erityyppisiä synergiaetuja nimenomaan teknologiasiirtojen avulla. Vasta myöhemmin kiinnitetään huomio mahdollisiin kielteisiin seuraamuksiin, joita koituu, ei välttämättä kaupan osapuolille, mutta yhteiskunnalle laajemmin.

Käytössä olevaan tutkimusaineistoon sisältyy tietoja myös yritysten henkilökunnan koulutustasosta, yritysten tekemistä T&K-investoinneista ja niiden aikaansaamista huomattavista innovaatioista, mikä antaa perusedellytykset sen tutkimiseen, liittykö yrityskauppoihin pyrkimys saavuttaa synergiaetuja teknologiasiirtojen avulla. Väitöskirjan ensimmäisessä artikkelissa osoitimme, että teknologiasiirtojen rooli on merkittävä. Prosessiteollisuudessa mekanismi oli erilainen kuin muilla toimialoilla. Näyttää siltä, että muilla toimialoilla yritysostajat pyrkivät hankkimaan teknologiaa kehittäneitä yrityksiä, joiden mahdollisuudet soveltaa innovaatioita laajasti tuotantoon ovat rajalliset. Prosessiteollisuudessa taas innovoiva yritys hakee yritysostoissaan sovelluspintaa uudelle entistä tehokkaammalle menetelmälleen. Artikkelissa tarkastellaan myös yrityskauppojen muita motiiveja, kuten pyrkimystä tehostaa toimintaa alkamalla hyödyntää yhteisesti alun perin joko kohdeyrityksen tai ostavan yrityksen hallussa olleita pääomatavaroita ja muita tuotantopanosia.

Yritystajaehdokas, jonka informaatio ostokohteesta on keskimääräistä epätarkempi, jää helposti yrityskaupan ulkopuolelle. Ostajan informaatio kohteesta muuttuu heikommaksi, kun sen maantieteellinen etäisyys kohteesta kasvaa. Koska yleisesti saatavissa oleva informaatio kohteesta ei vielä riitä, tarvitaan myös lähempää kanssakäymistä ja mahdollisesti pitempiä aikaista kohdeyrityksen kehityksen seu-

rantaa. Kohdeyrityksen arvo riippuu osin siihen kertyneestä hiljaisesta tiedosta, jota ei voi dokumentoida ja siten havainnoida etäältä. Nämä edellä esitetyt näkemykset johtavat hypoteesiin, jonka mukaan ostaja pyrkii sijaitsemaan lähellä yrityskaupan kohdetta. Hypoteesin testaaminen Suomen tapauksessa onkin verraten helppoa tukeutumalla yrityskauppa-aineistoomme ja toisaalta yritysrekisterin tietoihin siitä, miten yritykset jakautuvat Suomen eri osiin.

Väitöskirjaan sisältyvässä yrityskauppojen alueulottuvaisuuden tarkastelussa esitetään myös hypoteesi, jonka mukaan kohteen havaittavuus tai ostajan hyvä monitorointikyky lisää sellaisten yrityskauppojen määrää, joissa ostaja ja kohde sijaitsevat kaukana toisistaan. Väitteelle saatiin myös todistusvoimaa, kun esimerkiksi ostajan kykyä tehdä havaintoja kohdeyrityksestä mitattiin ostajayrityksen henkilökunnan koulutustasolla. Mitään sataprosenttista varmuutta tulkinnalle ostajan monitorointikyvyn merkityksestä ei voida saada ja onkin mahdollista, että ostavan yrityksen henkilökunnan korkea koulutustaso tai sen tekemät mittavat T&K-investoinnit kuvastavat osin niitä tuntuvia synergiaetuja, joita yrityskaupassa voidaan saavuttaa. Jos synergiaedut ovat tarpeeksi suuria, ne ylittävät yrityskaupan kohteen huonosta havaittavuudesta aiheutuvat haitat. Tämäkin voisi selittää, miksi investoinnit T&K:hon tai henkilökunnan korkea koulutustaso lisäävät kansainvälisen yrityskaupan syntymisen todennäköisyyttä suhteessa kotimaisen ja seutukunnan sisäisen kaupan syntymisen todennäköisyyteen.

Väitöskirjan alkuosan artikkeleissa yrityskaupan muut kuin synergiaetujen saavuttamiseen liittyvät motiivit jäävät vähemmälle huomiolle. Pyrkimys voimistaa markkinavoimaa

voi myös olla yrityskaupan motiivi. Tämän motiivin toteutumisen ehtoja on arvioitu väitöskirjan toisessa artikkelissa. Shleifer ja Summers (1988) ovat kiinnittäneet huomiota siihen, että yksi yrityskaupan vaikutin voi liittyä kohdeyrityksen johdon ja henkilökunnan välisiin implisiittisiin sopimuksiin. Yrityskauppa tarjoaisi mahdollisuuden irtautua sopimuksista, jotka koskevat esimerkiksi henkilökunnan työsuhteen jatkuvuutta. Yrityskaupassa kohdeyrityksen johto korvataan ostajayrityksen johdolla tai ainakin kohdeyrityksen johto saa itselleen uuden johtokunnan. Nämä muut motiivit tulevat merkityksellisiksi, kun analysoidaan yrityskauppojen vaikutuksia kohdeyritysten toimipaikkojen työllisyyteen.

Väitöskirjassa saatujen tutkimustulosten perusteella kaiken tyyppiset yrityskaupat – niin kotimaiset kuin kansainvälisetkin – supistavat tuntuvasti kohdeyritysten työpaikkojen määrää. Kansainvälisten kauppojen osalta tämä vaikutus rajoittuu lähinnä teollisuuteen. Kuitenkin kaupoissa, joissa ostaja on ulkomaisessa omistuksessa oleva kotimainen yritys, negatiivinen työllisyysvaikutus ulottuu myös palvelualoille. Yksi mahdollinen selitys ilmiölle on, että kansainvälisen kaupan yhteydessä ulkomainen yritys tulee maahan ilman että sillä on vielä edellytyksiä pitemmälle meneviin rakennjärjestelyihin. Kun yritys on perustanut maahan kotimaisen tytäryrityksen ja vakiinnuttanut asemansa markkinoilla, sillä on jo tarpeeksi paikallistuntemusta henkilökuntaa vähentäviin rationalisointeihin. Selityksen kanssa on sopusoinnussa tulos, jonka mukaan kotimaiset yrityskaupat vähentävät henkilöiden määrää sekä teollisuudessa että palvelualoilla. Vaikuttaa siltä, että seutukunnan sisäisissä yrityskaupoissa palvelualan ostava yritys toimii samoilla paikallisilla markkinoilla kuin saman toimialan koh-

deyryitys, mikä lisää halua supistaa kohdeyrityksen henkilöstön määrää.

Väitöskirjan ensimmäisessä artikkelissa tarkastellaan, voisiko yrityskauppa olla se mekanismi, jolla teknologia siirtyy toisen yrityksen käyttöön. Väitöskirjan viidennessä artikkelissa puolestaan tätä mekanismia tutkitaan teoreettisesti kehikossa, jossa useat yritykset käyvät innovaatioista kauppaa markkinoilla. Tarkastellussa tilanteessa osa yrityksistä on puhtaita innovaatioiden tuottajia ja taas osa sellaisia, joilla on myös laajamittaista tuotantoa. Jälkimmäiset yritykset saattavat ostaa innovaatioita markkinoilta tai vaihtoehtoisesti pyrkiä innovoimaan itse investoimalla tutkimukseen ja tuotekehitykseen. Analyysi kiinnittää huomion siihen, miten innovaatioiden myyjien ja ostajien määrän mukaan riippuva markkinarakenne vaikuttaa innovaation markkinahintaan ja missä määrin tuotannolliset yritykset pyrkivät itse innovoimaan investoimalla T&K:hon tai vaihtoehtoisesti tyytyvät ostamaan tarvittavia innovaatioita (tai siihen rinnastettavaa tietoa) suoraan markkinoilta. Tässä kehikossa tutkitaan myös julkisen T&K-tuen vaikutuksia. Tuolloin osoitetaan, että julkisen T&K-tuen vaikutus kaikkien yritysten yhteenlaskettuihin T&K-investointeihin vaimenee helposti epäsuorien markkinavaikutusten vuoksi. Kun tuki suunnataan jo vakiintuneille tuottajille, erikoistuneiden innovaattoreiden tulo markkinoille vähennee. Kun tuki kohdistetaan erikoistuneille innovaattoreille, tuotannollisten yritysten T&K-investoinnit supistuvat. □

Kirjallisuus

- Andrade, G., Mitchell, M. ja Stafford, E. (2001), "New evidence and perspectives on mergers", *Journal of Economic Perspectives* 15: 103–120.
- Jensen, M. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review* 76: 323–329.
- Jensen, M. ja Rubak, R. (1983), "The market for corporate control: The scientific evidence", *Journal of Financial Economics* 11: 5–50.
- Shleifer, A. ja Summers, L. (1988), "Breach of trust in hostile takeovers", teoksessa Auerbach, A. (toim.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago.

Väitöskirjaan sisältyvät julkaisut

- Lehto, E. ja Lehtoranta O. (2006), "How do innovations affect mergers and acquisitions – evidence from Finland", *Journal of Industry, Competition and Trade* 6: 5–26.
- Böckerman, P. ja Lehto, E. (2006), "Geography of Domestic Mergers and Acquisitions (M&As): Evidence from Matched Firm-Level Data", *Regional Studies* 40: 847–860.
- Lehto, E. (2006), "Motives to restructure industries – Finnish evidence from cross-border and domestic mergers and acquisitions", *Papers in Regional Science* 85: 1–22.
- Lehto, E. ja Böckerman, P. (2008), "Analysing the Employment Effects of Mergers and Acquisitions", *Journal of Economic Behavior & Organization* 68: 112–124.
- Lehto, E. (2008), "On the impacts of R&D support and on specialization in the production of new knowledge", *Economics of Innovation and New Technology* 17: 227–240.