

# Yrityskauppojen vaikutus kilpailuun: empiirisiä tuloksia Suomesta



Eero Lehto  
Tutkimuskoordinaattori  
Palkansaajien tutkimuslaitos

Suomessa yrityskaupat eivät näytä juuri vaikuttaneen kyseisten toimialojen liikevaihtoon tai kannattavuuteen. Tukea ei saa myöskään käsitys, että yrityskaupat rajoittaisivat kilpailua kuluttajan hyvinvoinnin kustannuksella.

Tässä kirjoituksessa arvioin yrityskauppojen vaikutuksia analysoimalla ensin niiden syitä ja mahdollisia seuraamuksia yleisellä tasolla. Suomessa empiirinen tutkimus on viime aikoina tarkastellut lähinnä yrityskauppojen motiiveja, jotka jo sinällään antavat aiheen tehdä tietyyntyyppisiä oletuksia niiden seurauksista. Viitataan myös kansainvälisiin empiirisiin tutkimustuloksiin yrityskauppojen tyypillisistä vaikutuksista. Suomen osalta esittelen alustavia toimialatason aineistoon perustuvia tuloksia ja kuvaan myös kauppojen rakennetta. Yritysaineistoon perustuva tutkimus yrityskauppojen vaikutuksista on vasta käynnistymässä.

## Yrityskauppasääntely osaksi kilpailupolitiikkaa

Yrityskauppa- ja kilpailuviranomaisen vuonna 1998 toteutetun lainsäädännön uudistuksen

myötä tullut myös Suomessa osaksi kilpailupolitiikkaa. Nykykäytännössä yritykset joutuvat hakemaan kilpailuviranomaisten hyväksynnän kaupoille ja sulautumisille, jos yritysvalvonnan liikevaihtorajat ylittyvät. Tieto yritysjärjestelyjen vaikutuksista on siten muodostunut tärkeäksi edellytykseksi kilpailupolitiikan onnistumiselle.<sup>1</sup> Yrityskauppojen vaikutusten tutkiminen on Suomessa kuitenkin jäänyt melko vähäiseksi.

Yrityskauppa- ja kilpailuviranomaisen toimintaa on myös korostunut EU:n kilpailupolitiikassa, mikä on heijastunut toimialatutkimukseen. Taloustieteellinen tutkimus on integroitumassa osaksi käytännön kilpailupolitiikkaa useassa EU-maassa. Yrityskauppoja ja niiden vaikutuksia arvioiva tutkimus on lisääntynyt

<sup>1</sup> Myös viranomaiset pitävät yritysjärjestelyjen vaikutusten analyysia yhä tärkeämpänä., ks. KTM (2003).

huomattavasti. Sitä kuitenkin vaikeuttaa tarkoitukseen sopivien tutkimusaineistojen huono saatavuus ja heikko laatu.

## Miksi yrityskauppoja tehdään?

Yleisesti yrityskauppojen motiiveina pidetään

1) Aitojen synergiaetujen sisäistämistä ja mittakaavaetujen hyväksikäyttöä

2) Markkinavoiman vahvistamista (johon voi liittyä myös mittakaavaetujen hyödyntämistä)

3) Yritysjohdon omia, yrityksen intresseistä poikkeavat päämääriä.

Yrityskaupat onnistuvat sisäistämään synergiaetuja, jos ne tekevät mahdolliseksi esimerkiksi alentaa tehottomamman osapuolen rajakustannuksia tehokkaamman osapuolen rajakustannusten tasolle. Yrityskaupan ansiosta fuusio tuottaa enemmän ja halvemmalla. Aidot synergiaedut voivat liittyä olemassa olevan tuotannon tehostamiseen, innovaatioiden tuoteistamiseen ja uuden tiedon tuottamiseen.

Yrityskauppa voi tehostaa mittakaava- ja yhteistuotannon etujen hyväksikäyttöä erotukseksi synergiaeduista.<sup>2</sup> Se voi myös antaa mahdollisuuden parantaa kannattavuutta keskittämällä toimintaa uuden yrityksen tehokaimpiin yksiköihin.

Pyrkimys hyödyntää mittakaavaetuja ja siten alentaa keskimääräisiä kustannuksia yrityskaupalla lisää keskittymistä, minkä vuoksi kilpailu saattaa heikentyä. Yrityskaupan teoria on osoittanut, että yrityskauppa toimii melko ongelmattomasti väliseenä, jolla hyödynnetään yritysten välisiä synergia-, mittakaava- tai yhteistuotannon etuja. Sen sijaan kannattavuuden parantaminen siten, että tuottajan ylijäämää kasvatetaan rajoittamalla pelkästään kilpailua yrityskaupan avulla,

on vaikeaa, koska kilpailun vähene- misestä koituva hyöty pyrkii valumaan kilpailijoille.<sup>3</sup> Useat empiiriset tutkimukset, jotka ovat havainneet, ettei yrityskauppa ole parantanut kaupan osapuolten toimintaa, näkevät helposti taustalla myös yritysjohdon oman, yrityksen edusta poikkeavan käyttäytymisen. Sellaista selitystä, jonka mukaan tällainen käyttäytyminen on tendenssinomaista, on tosin vaikea konstruoida.

Kilpailun rajoittaminen parantaa yleisesti yrityskaupan ulkopuolisten yritysten asemaa. Vastaavasti yrityskauppa, joka aidosti tehostaa sen osapuolten toimintaa muun muassa alentamalla yksikkökustannuksia, heikentää ulkopuolisten yritysten tilannetta. Duso, Neven ja Röller (2004) (ks. myös Neven ja Röller, 2000) kiinnittävät huomiota siihen, että kun yrityskauppa tehostaa sen osapuolten toimintaa siinä määrin, että myös kuluttajat hyötävät, pyrkii kaupan ulkopuolelle jääneiden kilpailijoiden kannattavuus heikkenemään. Tämän vuoksi yrityskauppojen kilpailuvaikutuksia (tai laajemmin hyvinvointivaikutuksia) voitaisiin testata arvioimalla, miten niiden ulkopuolelle jääneiden yritysten kannattavuus muuttuu. Ulkopuolisten yritysten kannattavuuden muutosta pidetään jopa parhaana yrityskauppojen kilpailuvaikutusten mittarina.

Kansainvälisesti yrityskauppojen empiirinen analyysi on arvioinut niiden vaikutuksia pääsääntöisesti sen mukaan, miten osapuolten osakekurssi reagoi ilmoitukseen kaupan syntymisestä. Jensen ja Rubak (1983) päätelivät laajassa katsauksessaan alan tutkimuksiin, että kohdeyrityksen omistajat yleensä voittavat eivätkä ostavankaan yrityksen omistajat keskimäärin kärsi tappiota. Myöhempi rahoitusalan tutkimus on vahvistanut, että yrityskauppa hyödyttää yleensä kohdeyrityksen omistajia. Sen sijaan sen perusteella, miten ostavan yrityk-

sen osakekurssi reagoi yrityskauppa-ilmoitukseen, ostavan yrityksen omistajat joutuvat usein myös tappiolle.<sup>4</sup> Rahoitusalan kirjallisuus on kiinnittänyt huomiota myös siihen, että yrityskaupan vaikutukset saattavat riippua sen rahoitustavasta.

Duso, Neven ja Röller (2004) ovat tarkastelleet EU:n yrityskauppavalvonnan päätösten piiriin kuuluneita 164 tapausta arvioimalla yrityskauppojen vaikutuksia kilpailijoiden osakekursseihin. Merkittävän osan kaupoista tulkittiin rajoittavan kilpailua. Koska osakekurssien välitön reaktio ei välttämättä ilmaise yrityskaupan todellista vaikutusta sen osapuolten tuleviin voittoihin, on yrityskauppojen vaikutusta tutkittu myös tarkastelemalla sitä, miten niiden osapuolten kehitys esimerkiksi tuotannon volyymin tai kannattavuuden osalta kehittyy kaupan jälkeen. Guglerin et al. (2003) tutkimuksen mukaan yrityskaupoilla syntyneiden yhteenliittymien liikevaihto kasvaa yleensä hitaammin kuin niihin osallistumattomien yritysten liikevaihto, mikä viittaa siihen, että yrityskaupoilla kasvatetaan markkinavoimaa.

Siltä osin kuin pyritään arvioimaan yrityskauppojen vaikutuksia todelliseen käyttäytymiseen, empiirinen tutkimus on kansainvälisestikin tarkastellut pääosin vain toimialakohtaisia vaikutuksia. Mikroaineistolla tehtyjen analyysien puutteena on taas ollut se, että käytetty yrityskauppa-aineisto ei ole katannut kuin pienen osa tarkastellun alueen yrityskaupoista.

## Aiempi Suomen yrityskauppa-aineistoa käyttänyt tutkimus

Palkansaajien tutkimuslaitos on koonnut laajan yrityskauppoja kuvaavan aineiston, jolla on toistaiseksi tutkittu yrityskauppojen syntymiseen vaikuttavia tekijöitä. On tutkittu muun

<sup>2</sup> Yleensä synergiaedut käsitteenä erotetaan mittakaavaeduista; ks. Farrel ja Shapiro (1990).

<sup>3</sup> Ks. Perry ja Porter (1985) sekä Salant et al. (1983).

<sup>4</sup> Ks. Muellerin (2003) katsaus alan empiiriseen kirjallisuuteen.

muassa, miten yrityskauppoja käytetään tietopääoman siirtämiseen (Lehto ja Lehtoranta 2002; 2004). Myöhempi tutkimus, jossa käytettiin laajennettua ja yksin Talouselämä-lehden tiedoista kerättyä yrityskauppa-aineistoa, kiinnitti päähuomion yrityskauppojen alueellottuvaisuuteen ja niiden rooliin talouden kansainvälistymisessä (Böckerman ja Lehto 2003; Lehto 2004a; Lehto 2004b; Ali-Yrkkö et al. 2004). Näiden tulosten perusteella ainakin kansainvälisissä ja seutukuntien välisissä yrityskaupoissa teknologian siirto – siis jonkinlaisten synergiaetujen saavuttaminen – olisi keskeistä.

Kysymykseen, missä määrin yrityskaupoilla rajoitetaan kilpailua, ei aiempi tutkimus ole voinut antaa vastausta. Toistaiseksi Suomessa ei ole tutkittu yrityskauppojen vaikutuksia juuri millään tavalla. Jatkossa esitetään alustavia tuloksia yrityskauppojen vaikutuksista. Tätä ennen tarkastellaan yrityskauppojen rakennetta.

## Tutkimusaineisto ja yrityskauppojen rakenne

Yrityskauppa-aineisto perustuu Talouselämä-lehden vuosittain 1989–2001 keräämiin tietoihin tapahtumista, joissa ostava yritys hankki enemmistöosuuden kohdeyrityksestä. Tämä manuaalinen tilasto on jatkajalostettu Palkansaajien tutkimuslaitoksessa, jossa kaupan osapuolille on annettu oikeat yritystunnukset. Aineisto sisältää tiedot

5 126 kaupasta. Yrityskaupat on tarkoin identifioitu niiden erityisluonteen mukaan.

Käytettävissä olevassa aineistossa yrityskaupat on luokiteltu luonteensa puolesta useaan kategoriaan:

- ostaja kotimainen/kohde ulkomainen
- ostaja kotimainen/kohde kotimainen mutta eri seutukunnassa
- edellisistä ne, joissa ostaja ja kohde samalla toimialalla
- ostaja kotimainen/kohde kotimainen ja samassa seutukunnassa
- edellisistä ne, joissa ostaja ja kohde ovat samalla toimialalla
- ostaja ulkomainen/kohde kotimainen
- ostaja uusi yritys
- muut tapaukset, joissa ostaja on tyypillisesti henkilöomistaja

Edellä esitetty tyypittely mahdollistaa varsin rikkaan analyysin yrityskauppojen vaikutuksista. Esimerkiksi kansainväliset yrityskaupat saattavat erota vaikutuksiltaan kotimaan sisäisistä kaupoista. Voisi kuvitella, että nimenomaan seutukuntien sisäiset horisontaaliset<sup>5</sup> (ostaja ja kohde samalla toimialalla) kaupat rajoittavat kilpailua. Yrityskauppojen vaikutuksia voidaan myös tarkastella eri toimialoilla jakamalla kaupat ostavan yrityksen toimi-

<sup>5</sup> Horisontaalisiksi voitaisiin luokitella kaupat, joissa ostaja ja kohde sijaitsevat kaksi- tai kolminumerotasolla samalla toimialalla. Käsillä olevassa toimialakohtaisessa analyysissä on käytetty kaksinumerotasoa. Yrityskauppa-aineistoon sisältyy tarkistettu tieto ostajan ja kohteen toimialasta.

alan mukaan esimerkiksi teollisuuteen ja palvelualoihin.

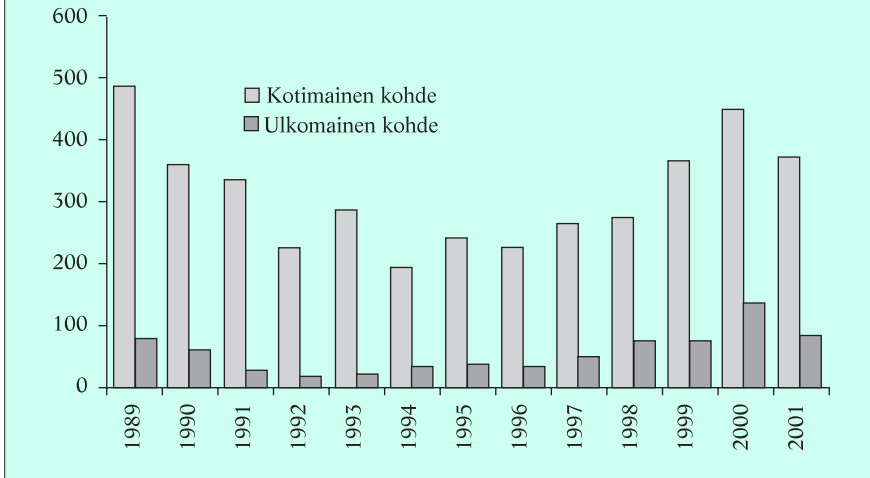
Tutkimusaineiston yrityskaupat jakaantuvat luonteensa puolesta kolmeen ryhmään mitä tulee yhtäältä omistuksen ja toisaalta itse toimintojen keskitämiseen. Useimmissa yrityskaupoissa on keskitetty vain omistusta, jolloin kohdeyritys on jatkanut toimintaansa entisellä yritystunnuksella. Osa taas on sellaisia, joissa on ostettu jokin kohdeyrityksen itsenäinen liiketoimintalohko. Loput yrityskaupoista ovat luonteeltaan fuusioita, joissa kohdeyritys on sulautunut ostavaan yritykseen.

Toimialakohtaisessa tarkastelussa kaupat on kohdistettu yrityskaupan kohteen toimialalle. Kun kohde on ulkomainen, kaupat on sijoitettu ostajan toimialalle.<sup>6</sup> Kuviossa 1 yrityskaupat on jaettu sellaisiin, joissa ostetaan kotimainen kohde ja sellaisiin, joissa suomalainen yritys ostaa ulkomaisen yrityksen. Kaiken kaikkiaan yrityskauppojen määrä on kehittynyt syklistesti. Kauppojen lukumäärä supistui rajusti lamavuosina ja lisääntyi reaali-talouden elpyessä. ICT-toimialan boomin vuosina 1999–2000 yrityskauppojen määrä oli korkeimmillaan. Talouden kansainvälistyminen näkyy siinä, että suomalaisten yritysten ulkomaisen yritysostojen trendi on nouseva. Kansainvälistymisen myötä myös ulko-

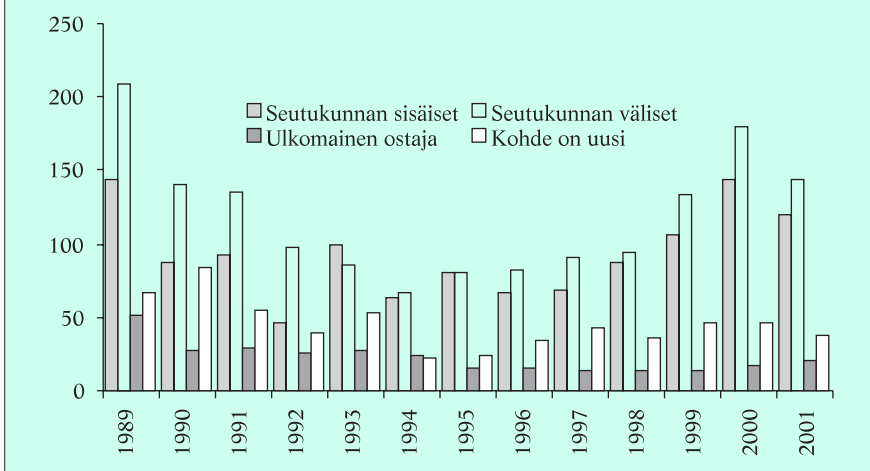
<sup>6</sup> Aineistoon sisältyy vain muutamia samanarvoisia fuusioita, joiden kohdalla ei voida sanoa, kumpi osapuoli on kohde tai ostaja. Näissä tapauksissa toinen osapuoli on luokiteltu mielivaltaisesti kohteeksi.



**Kuvio 1. Yrityskaupat kohteen mukaan.**



**Kuvio 2. Yrityskauppojen rakenne, kun kohde on kotimainen.**



maisten yritysten ostot Suomesta ovat olleet kasvussa (kuvio 2).

Kotimaisten yrityskauppojen jaossa seutukunnan sisäisiin ja niiden välisiin ei ole havaittavissa mitään selkeää muutosta. Kansainvälisten kauppojen rakenne on ollut teollisuudessa erilainen kuin eräillä palvelutoimialoilla. Perinteisillä ja Suomelle vahvoilla teollisuustoimialoilla kotimaiset yritykset ostavat enemmän ulkomaisia yrityksiä kuin ulkomaiset yritykset ostavat Suomesta. Palvelutoimialoilla tilanne on päinvastainen. Erityisen jyrkästi yrityskaupat lisääntyivät viime vuosituhanen vaihteessa ATK-palveluissa Koti-

maan ja seutukunnan sisäisten kauppojen osuus oli suuri. Prosessissa, jonka myötä radio- ja tietoliikennelaitteiden valmistuksesta tuli Suomen keskeisin teollisuuden ala, yrityskauppojen merkitys ei ollut keskeinen. Kansainvälistenkin kauppojen vaikutus jäi vähäiseksi.

### **Kilpailuvaikutukset ja tuloksia toimialakohtaisesta analyysistä**

Kilpailuvaikutuksia voidaan analysoida arvioimalla yrityskauppojen vaiku-

tuksia ensinnäkin niihin osallistuneisiin ja toiseksi niiden ulkopuolella jääneisiin yrityksiin. Ohessa kuitenkin tarkastellaan sitä, miten yrityskaupat ovat vaikuttaneet koko toimialan liikevaihtoon ja kannattavuuteen. Jos toimialan liikevaihto supistuu yrityskauppojen vaikutuksesta ja kannattavuus puolestaan paranee tai on jäänyt ennalleen, voidaan päätellä, että yrityskaupat ovat ensisijaisesti heikentäneet kilpailua ja vahvistaneet niihin osallistuneiden markkinavoimaa. Jos taas sekä toimialan liikevaihto on kasvanut ja kannattavuus on parantunut, voidaan päätellä, että yrityskaupat ovat ensisijaisesti parantaneet tuottavuutta ja kustannustehokkuutta ilman, että kilpailu olisi oleellisesti rajoittunut. Jos kannattavuus on heikentynyt ja liikevaihto supistunut, voidaan tulkita, että yrityskaupoissa on epäonnistuttu. Vaihtoehtoisesti tämä voi kuvastaa sitä, että yrityskauppojen motiivina on ollut yritysjohdon omien – yrityksen edusta poikkeavien – tavoitteiden edistäminen.

Oheista analyysin ongelmana on se, että koska teollisuus kilpailee pääosin ulkomaisten yritysten kanssa, ei kilpailun rajoittuminen näy välttämättä kotimaisessa liikevaihdossa. Samasta syystä toimialan kotimaisen liikevaihdon supistuminen ei kerro luotettavasti kilpailun rajoittumisesta. Niinpä yritystoiminnan kansainvälistymisen vaikutus sekoittuu jossain määrin kilpailuvaikutuksiin.

Toimialat on otettu huomioon kaksinumerotasolla. Tarkasteluun sisältyvät teollisuuden toimialat, rakentaminen, tukkukauppa, suurin osa liikenteen toimialoista, ATK-palvelut sekä tekniset ja muut liike-elämän palvelut.

Yrityskauppojen toimialakohtaisia vaikutuksia on arvioitu aineistosta, joka kattaa vuodet 1994–2002. Estimoiduissa malleissa pääosa selittäjistä on erilaisia yrityskauppatapahtumia. Näissä selitysmalleissa on kontrolloitu myös toimialan yritysten lukumäärää viivästettynä yhdellä vuodella sekä käytetty vuosimuuttujia

(vuosi-dummeja). Myös yritysten velkaantuneisuutta (viivästettynä yhdellä vuodella) kuvaavaa muuttujaa on käytetty.

Toimialan yritysten lukumäärään heijastuu ennen kaikkea uusien yritysten syntyminen ja vanhojen poistuminen. Vuosimuuttujien käyttö taas ottaa huomioon yrityskauppojen voimakkaan syklin havaintojaksolla. Liikevaihto on nimellinen, ja ilmeisesti vuosimuuttujien käytön vuoksi toimialakohtaisten deflaattoreiden käyttö, jota on myös kokeiltu, ei muuttanut estimointituloksia. Käytetyistä estimointimenetelmistä tavanomainen OLS-menetelmä ottaa huomioon sekä toimialojen välisen että niiden sisäisen, ajassa tapahtuvan vaihtelun. Sen sijaan kiinteiden vaikutusten GLS-menetelmä, joka kuvaa aidommin yrityskauppojen tosiasiallisia vaikutuksia, rajoittuu vain toimialakohtaiseen vaihteluun yli vuosien.

Tutkimuksesta saatiin seuraavia tuloksia:

– Yritysten ulkomaiset yritysostot lisäävät OLS-mallissa niiden suomalaisten toimipaikkojen tuotantoa. Tosin GLS-malliestimaatit kiistävät tämän tuloksen. Niiden mukaan kyseinen vaikutus olisi heikosti negatiivinen.

– Kotimaisten yritysten ulkomaiset yritysostot lisäävät kotimaista liikevaihtoa (sekä OLS- että GLS-malli)

– Kotimaisista yrityskaupoista vain ne, jotka tapahtuvat seutukunnan sisällä ja joissa ostaja ja kohde ovat samalla toimialalla, pienentävät toimialan liikevaihtoa (OLS-malli). Tämäkin tulos horjuu, kun otetaan huomioon vain toimialan sisäinen varianssi yli ajan (GLS-malli).

– Kotimaisista yrityskaupoista toimialojen ja seutukuntien välisten yrityskauppojen vaikutus toimialan liikevaihtoon on nolla (GLS-malli) tai heikosti positiivinen (OLS-malli).

Tämän jälkeen arvioitiin yrityskauppojen vaikutusta toimialan liikevoittoprosenttiin. Yrityskauppojen vaikutukset jäävät olemattomiksi. Toimialojen välinen varianssi OLS-malleissa mität ilmeisimmin aikaansaa vain lisäharhaa estimaatteihin. Kiinteiden vai-

kutusten mallistakaan (GLS-malli) saadut kerroinestimaatit eivät anna tulosta, jonka perusteella yrityskaupat vahvistaisivat toimialan kannattavuutta. Heikkoja viitteitä olisi kuitenkin siitä, että seutukuntien väliset kaupat heikentäisivät kannattavuutta. Tulos ei siis ainakaan tue käsitystä, jonka mukaan yrityskaupat rajoittaisivat kilpailua kuluttajien hyvinvoinnin kustannuksella.

Edellä saatujen tulosten perustella yrityskaupat heikentäisivät kilpailua lähinnä vain silloin, kun kaupan osapuolet ovat samassa seutukunnassa ja samalla toimialalla. Tutkimus antoi myös melko vahvaa näyttöä siitä, että kotimaisten yritysten ulkomaiset yritysostot pikemminkin vahvistavat kuin heikentävät kotimaista tuotantoa sillä toimialalla, jolla yritysostot tapahtuvat.

## Jatkotutkimus

Saatujen tulosten todistusvoimaa heikentää se tosiasia, että yrityskauppojen määrä suhteessa yritysten määrään toimialalla on ollut lopulta verraten pieni. Niinpä todellinen toimialakohdainen kehitys on saattanut muotoutua pitkälti muiden tekijöiden varaan, eikä yrityskauppojen vaikutuksia pystytä tämän esitutkimuksen aggregoidusta aineistosta saamaan esille. Vasta yritysakohtaiseen aineistoon perustuvat tulokset antavat tarkemman käsityksen yrityskauppojen vaikutuksista.

Jatkotutkimuksessa omistusrakenteiden muutosten vaikutuksia analysoidaan yritysakohtaisella aineistolla. Ensin arvioidaan yrityskauppojen vaikutuksia laskenta-algoritmeilla, joka arvioi, miten niiden osapuolten liikevaihto tai kannattavuus olisi kehittynyt, jos ne eivät olisi osallistuneet kauppoihin. Kun tätä laskennallista kehitystä verrataan yrityskauppojen osapuolten tai niiden yhteenliittymän todelliseen kehitykseen, voidaan saada käsitys yrityskaupan vaikutuksesta. Toisessa vaiheessa estimoidaan ekonometrinen

malli, jossa liikevaihtoa tai kannattavuutta selitetään yrityskauppatapah-tuminen lisäksi muilla yritysten kehitykseen vaikuttavilla muuttujilla.

## KIRJALLISUUS

Ali-Yrkkö J. & Hyttinen, A. & Pajari-nen, M. (2004), Does Patenting Increase the Probability of Being Acquired? Evidence from Cross-border and Domestic Acquisitions, ETLA Discussion Papers No. 891.

Böckerman, P. & Lehto, E. (2003), Does Geography Play a Role in Takeovers? Theory and Finnish Microlevel Evidence, Palkansaajien tutkimuslaitos, Työpapereita No. 190.

Duso, T. & Neven, D.J. & Röller, L.-H. (2004), The Political Economy of European Merger Control: Evidence Using Stock Market Data, Manuscript presented in EARIE 2004 Berlin.

Farrel, J. & C. Shapiro (1990), Horizontal Mergers: an Equilibrium Analysis, American Economic Review, 80, 107–126.

Gugler, K. & Mueller, D.C. & Yurtoglu, B.B. & Zulehner, C. (2003), The Effects of Mergers: an International Comparison, International Journal of Industrial Organization, 21, 625–653.

Jensen, M. & Rubak, K.J. (1983), The Market for Corporate Control, Journal of Financial Economics, 11, 5–50.

KTM (2003), Kotimarkkinoiden toimivuus ja kansainvälinen kilpailukyky: Kilpailupolitiikan ohjelmatyöryhmän loppuraportti, 2003(3).

Lehto, E. & Lehtoranta, O. (2002), How Do Innovations Affect Mergers and Acquisitions? Palkansaajien tutkimuslaitos, Työpapereita No. 181.

Lehto, E. & Lehtoranta, O. (2004), Becoming an Acquirer and Becoming Acquired, Technological Forecasting and Social Change, 51, 635–650.

Lehto E. (2004a), Motives to Restructure Industries – Finnish Evidence of Cross-border and Domestic Mergers and Acquisitions, Palkansaajien tutkimuslaitos, Työpapereita No. 195.

Lehto E. (2004b), On the Motives and Geographical Structure of Finnish Mergers and Acquisitions, Palkansaajien tutkimuslaitos, Työpapereita No. 197.

Mueller, D. (2003), The Finance Literature on Mergers: a Critical Survey, EARIE 2002 Madrid.

Neven, D. & Röller, L.-H. (2004), Consumer Surplus vs. Welfare Standard in a Political Economy Model of Merger



Control, International Journal of Industrial Organization, forthcoming.

Perry, M.K. & Porter, R.K. (1985), Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger, American Economic Review, 75, 219–227.

Salant, S.W. & Switzer, S. & Reynolds, R.J. (1983), Losses from Horizontal Merger: the Effects of an Exogenous Change in Industry Structure on Cournot-Nash Equilibrium, Quarterly Journal of Economics, 108, 185–199.