



**TURUN
YLIOPISTO**
Kauppakorkeakoulu

Arvonluontimekanismit buy-and-build-strategiassa

Laskentatoimi ja rahoitus,
Laskentatoimen ja rahoituksen laitos
Kandidaatintutkielma

Laatija:
Juhani Mäntynen

Ohjaaja:
KTM Matti Niinikoski

28.04.2026

Turku

Opiskelijan lausunto tekoölyn käytöstä tähän tutkielmaan liittyen:

En ole käyttänyt tekoälyä hyödyntäviä työkaluja tätä tutkielmaa kirjoittaessani.

Olen käyttänyt tekoälyä hyödyntäviä työkaluja tätä tutkielmaa kirjoittaessani. Tämä käyttö on dokumentoitu tutkielman liitteessä. Vakuutan, että tekoälyä käytettiin yliopiston ohjeistuksen mukaisella tavalla.

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Kandidaatintutkielma

Oppiaine: Laskentatoimi ja rahoitus

Tekijä: Juhani Mäntynen

Otsikko: Arvonluontimekanismit buy-and-build-strategiassa

Ohjaaja: KTM Matti Niinikoski

Sivumäärä: 29 sivua + liitteet 2 sivua

Päivämäärä: 28.04.2026

Tiivistelmä

Buy-and-build (B&B) -strategia on vakiinnuttanut asemansa yhtenä pääomasijoittamisen keskeisimpänä kasvustrategiana. Strategiassa sijoittaja hankkii ensin alustayhtiön, jota kasvatetaan systemaattisesti lisäyritysoistoilla. Strategian suosio on kasvanut viimeisten vuosikymmenien aikana, ja joidenkin arvioiden mukaan B&B-transaktiot muodostavat jo lähes puolet kaikista pääomasijoitustransaktioiden volyyymistä. Tästä huolimatta strategian arvonluontimekanismit ovat jääneet akateemisessa kirjallisuudessa verrattain vähälle huomiolle.

Tämän tutkielman tutkimuskysymys on: miten buy-and-build-strategia luo arvoa pääomasijoitusyhtiöiden kohdeyrityksissä? Tutkielman tavoitteena on jäsentää arvonluonnin taustalla vaikuttavat mekanismit, tunnistaa strategian onnistumisen kannalta kriittiset tekijät sekä kartoittaa toteutukseen liittyvät keskeiset haasteet.

Tutkielma on toteutettu kirjallisuuskatsauksena. Aineisto koostuu kansainvälisistä tutkimuksista, jotka käsittelevät B&B-strategiaa, pääomasijoittamisen arvonluontia ja yritysostoihin liittyviä synergiavaikutuksia. Empiirinen aineisto kattaa yhteensä yli 10 000 buyout-transaktiota useilta maantieteellisiltä alueilta ja usealta vuosikymmeneltä.

Tulosten perusteella B&B-strategian arvonluonti rakentuu kolmen toisiaan täydentävän mekanismin – kerrannaisarbitraasin, epäorgaanisen käyttökäteen kasvun ja operatiivisten synergioiden – varaan. Kerrannaisarbitraasissa lisäostot toteutetaan matalammilla arvostuskertoimilla kuin alustayhtiö, mistä syntyy rakenteellinen arvonnousu jo hankintahetkellä. Epäorgaaninen käyttökäteen kasvu selittää valtaosan strategian tuottamasta tuloskehityksestä, ja operatiiviset synergiat tuottavat parannuksia kannattavuuteen ja työn tuottavuuteen. Yhdessä nämä mekanismit selittävät, miksi B&B-strategioiden tuotto ylittää perinteisten buyout-sijoitusten tuoton. Strategian onnistuminen edellyttää kuitenkin toimialan sopivaa hajanaisuutta, riittävää integraatiokapasiteettia ja johdon sitoutumista, ja toteutukseen liittyy pitoajan pidentymisen ja arvostusriskien kaltaisia haasteita, jotka on syytä huomioida strategiaa suunniteltaessa.

Avainsanat: buy-and-build, pääomasijoittaminen, arvonluonti, kerrannaisarbitraasi, epäorgaaninen kasvu, operatiiviset synergiat, yrityskauppa

SISÄLLYS

1	Johdanto	5
1.1	Johdatus aiheeseen	5
1.2	Tutkimuskysymys ja tavoitteet	5
1.3	Tutkimusmenetelmät ja rakenne	6
2	Arvonluonti pääomasijoittamisessa ja buy-and-build-strategia	8
2.1	Pääomasijoittamisen perinteiset arvonluontimekanismit	8
2.2	Markkinaympäristön muutos ja operatiivisen arvonluonnin korostuminen	9
2.3	Buy-and-build-strategian määritelmä ja logiikka	11
3	Arvonluonti buy-and-build-strategiassa	13
3.1	Epäorgaaninen kasvu ja mittakaavaedut	13
3.2	Orgaaninen kasvu ja synergiat	15
3.3	Kerrannaisarbitraasi ja lisähankintojen sourcing-vaikutus	17
3.4	B&B-strategian suorituskyky suhteessa perinteisiin buyouteihin	19
4	Buy-and-build-strategian kriittiset menestystekijät ja haasteet	21
4.1	Kriittiset menestystekijät	21
4.2	Haasteet ja riskit	22
5	Johtopäätökset	25
	Lähteet	28
	Liitteet	30
	Liite 1 Selvitys tekoälyn käytöstä	30

1 Johdanto

1.1 Johdatus aiheeseen

Pääomasijoitusmarkkina on käynyt läpi merkittävän murroksen viimeisen kahden vuosikymmenen aikana. Alan alkuvaiheessa, erityisesti 1980- ja 1990-luvuilla, arvonluonti perustui perinteiseen malliin, jossa hyödynnettiin korkeaa velkavipua ja taseen rahoituksellista optimointia. Nykyisessä kilpailussa markkinaympäristössä, jossa yritysten arvostustasot ovat korkeampia ja markkinat tehokkaampia, pelkkä rahoituksellinen taituruus ei enää riitä ylivertaisten tuottojen saavuttamiseen. Kuten Kaplan ja Strömberg (2009) jo ennakoivat, alan kypsymisen myötä pääomasijoittajien on löydettävä arvoa yhä syvemmältä kohteidensa operatiivisesta ytimestä. Tämä on johtanut siirtymään kohti strategisempaa ostajaprofiilia, jossa aktiivinen operatiivinen kehittäminen ja epäorgaaninen kasvu ovat nousseet rahoituksellisen optimoinnin rinnalle.

Tämän kehityksen keskiössä on buy-and-build-strategia, jossa pääomasijoittaja hankkii ensin vahvan alustayhtiön, jota kasvatetaan systemaattisesti lisähankinnoilla. Strategia tarjoaa keinon konsolidoida fragmentoituneita markkinoita ja saavuttaa mittakaavaetuja, joihin yritykset eivät itsenäisesti kykenisi (Hammer ym. 2017). Strategian suosio on kasvanut voimakkaasti: Hammer ym. (2017) dokumentoivat kattavassa kansainvälisessä aineistossaan, että strategia on vakiintunut merkittäväksi ilmiöksi pääomasijoitusmarkkinoilla, ja myöhemmän kirjallisuuden mukaan B&B-transaktiot muodostavat nykyisin huomattavan osan kaikista buyouteista (Hammer ym. 2022). B&B ei siis ole marginaalinen erikoisstrategia, vaan pääomasijoitusalan valtavirtaa.

Strategian yleistymisestä huolimatta sen arvonluontimekanismit ovat akateemisessa kirjallisuudessa vasta viime vuosina saaneet systemaattista huomiota. Hammer ym. (2022) osoittavat, että strategian tuottopremio suhteessa perinteisiin buyouteihin selittyy ensisijaisesti epäorgaanisella kasvulla ja kerrannaisarbitraasilla, ei perinteisillä private equity (PE) -arvonluontikeinoilla. Heisig ym. (2022) täydentävät kuvaa dokumentoimalla, että ilman onnistunutta lisähankintojen hinnoittelua strategian ylituotto häviää kokonaan. Nämä löydökset haastavat yksinkertaisen käsityksen B&B-strategiasta pelkkänä kasvustrategiana ja nostavat esiin kysymyksen siitä, mitkä mekanismit todella selittävät strategian arvonluonnin. Tämän kysymyksen tarkastelu on tutkielman lähtökohta.

1.2 Tutkimuskysymys ja tavoitteet

Tämän tutkielman tutkimuskysymys on:

- Miten buy-and-build-strategia luo arvoa pääomasijoitusyhtiöiden kohdeyrityksissä?

Tutkimuskysymykseen vastataan kolmen osakokonaisuuden kautta. Ensimmäiseksi tarkastellaan, mitkä ovat B&B-strategian keskeiset arvonluontimekanismit ja miten ne eroavat perinteisen buy-outin mekanismeista. Toiseksi analysoidaan, miten nämä mekanismit (epäorgaaninen kasvu, operaatiiviset synergiat ja kerrannaisarbitraasi) yhdistyvät mitattavaksi ylituotoksi suhteessa perinteisiin buyouteihin. Kolmanneksi arvioidaan, mitkä tekijät vaikuttavat strategian onnistumiseen ja mitä riskejä sen toimeenpanoon liittyy.

Tutkielman tavoitteena on rakentaa yhtenäinen teoreettinen katsaus B&B-strategian arvonluonnista hyödyntäen viimeisintä akateemista tutkimusta. Työ ei ole empiirinen, eli se ei analysoi yksittäisiä sijoituksia tai kerää uutta aineistoa, vaan perustuu olemassa olevan kirjallisuuden synteesiin.

Tutkielma rajautuu pääomasijoitusyhtiön näkökulmaan: tarkastelun kohteena on se, miten pääomasijoitusyhtiö luo arvoa kohdeyrityksissään B&B-strategian kautta. Tarkastelun ulkopuolelle jäävät sijoittajataso tuotot sekä laajemmat yhteiskunnalliset vaikutukset.

1.3 Tutkimusmenetelmät ja rakenne

Tämä tutkielma on luonteeltaan kirjallisuuskatsaus, jossa olemassa olevaa akateemista tutkimusta analysoidaan ja yhdistetään koherentiksi kokonaisuudeksi tutkimuskysymykseen vastaamiseksi. Empiirisen aineiston keräämisen sijaan tutkielma nojaa akateemiseen kirjallisuuteen, joka käsittelee pääomasijoittamisen arvonluontia ja erityisesti buy-and-build-strategiaa. Menetelmävalinta on perusteltu, sillä tutkimuskysymys on luonteeltaan teoreettinen ja selittävä: tavoitteena on ymmärtää ja jäsentää arvonluonnin mekanismeja, ei testata hypoteeseja uudella aineistolla.

Tutkielman keskeinen lähdeaineisto koostuu akateemisista artikkeleista, joista merkittävimmät ovat Hammer ym. (2017, 2022), Heisig ym. (2022), Bansraj ym. (2022), Söffge ja Braun (2018) sekä Kaplan ja Strömberg (2009). Nämä tutkimukset kattavat yhteensä tuhansia buyout-sijoituksia useilta vuosikymmeniltä ja muodostavat B&B-strategian empiiriseen tutkimukseen tällä hetkellä vahvimman akateemisen perustan. Lähteiden valinnassa on painotettu tutkimusten metodologista tarkkuutta, aineiston laajuutta ja tulosten relevanssia tutkimuskysymyksen kannalta. Täydentävinä lähteinä käytetään myös kyselytutkimukseen perustuvaa aineistoa (Lertora & Gervasoni 2024) sekä alan kehitystä kuvaavia toimialaraportteja (McKinsey & Company 2026).

Tutkielma rakentuu viidestä pääluvusta. Luku 2 luo teoreettisen perustan tarkastelemalla pääomasijoittamisen perinteisiä arvonluontimekanismeja, markkinaympäristön muutosta sekä B&B-strategian määritelmää ja logiikkaa. Luku 3 analysoi B&B-strategialle ominaisia arvonluontimekanismeja: epäorgaanista kasvua ja mittakaavaetuja, orgaanista kasvua ja synergioita,

kerrannaisarbitraasia ja sourcing-vaikutusta sekä strategian kokonaissuorituskykyä suhteessa perinteisiin buyouteihin. Luku 4 tarkastelee strategian kriittisiä menestystekijöitä ja haasteita. Luku 5 koostaa tutkielman johtopäätökset, arvioi tutkimuksen rajoitteita ja esittää jatkotutkimusehdotuksia.

2 Arvonluonti pääomasijoittamisessa ja buy-and-build-strategia

2.1 Pääomasijoittamisen perinteiset arvonluontimekanismit

Pääomasijoittamisen kyky luoda arvoa on perinteisesti yhdistetty sen kykyyn toimia tehokkaampana omistusmuotona kuin hajautetun omistuksen julkiset osakeyhtiöt. Akateemisessa kirjallisuudessa tätä yliveraista suorituskykyä selitetään usein agenttiteorian kautta. Jensen ja Meckling (1976) osoittivat, että omistajuuden ja johdon eriytyminen johtaa väistämättä intressiristiriitoihin, joissa johto saattaa priorisoida omia tavoitteitaan, kuten asemaansa, palkkioitaan tai liiallista riskinottoa yrityksen arvon maksimoinnin sijaan. Tätä ongelmaa pahentaa omistajan ja johdon välinen informaatioasymmetria, jossa johdolla on omistajaa parempi tieto yrityksen tilasta ja omista toimistaan, mikä vaikeuttaa tehokasta valvontaa (Jensen & Meckling 1976). Pääomasijoittajat lieventävät näitä ongelmia toimimalla aktiivisina omistajina, jotka valvovat ja ohjaavat johtoa tiiviisti (Jensen 1989).

Buyout-sijoitusten tuottoja voidaan mitata kolmen konkreettisen ajurin avulla, jotka muodostavat niin sanotun arvonluontisillan (equity value creation bridge). Se muodostuu operatiivisen suorituskyvyn paranemisesta, arvostuskertoimen muutoksesta sekä velkavivun purkautumisesta (Achleitner ym. 2011). Operatiivisen suorituskyvyn paranemista mitataan käyttökateen (EBITDA) kasvulla, joka kasvattaa yrityksen arvoa suoraan, sillä yrityksen arvo lasketaan kertomalla käyttökate vallitsevalla arvostuskertoimella. Arvostuskertoimen laajeneminen (multiple expansion) tarkoittaa, että yritys myydään exitissä korkeammalla EV/EBITDA-kertoimella kuin millä se ostettiin. Tämä voi heijastaa suotuisia markkinaolosuhteita, mutta myös PE-firman kykyä neuvotella matalampaa sisäänostohintaa (Achleitner ym. 2011). Velkavivun purkautuminen puolestaan tarkoittaa, että yrityksen kassavirta käytetään velan lyhentämiseen, jolloin oman pääoman osuus koko yritysarvosta kasvaa ilman, että kokonaisarvo välttämättä muuttuu.

Kaplan ja Strömberg (2009) jaottelevat nämä ajurit laadullisesti kolmeen arvonluontimekanismiin: rahoitukselliseen, hallinnolliseen ja operatiiviseen kehittämiseen. Rahoituksellinen kehittäminen on historiallisesti ollut pääomasijoitusalan näkyvin piirre. Se perustuu velkavivun käyttöön ja pääomarakenteen optimointiin. Velkavipu mahdollistaa oman pääoman tuottoasteen nostamisen sitomalla sijoitukseen vähemmän omaa pääomaa, ja toisaalta pakottaa organisaation kurinalaisuuteen sitomalla vapaan kassavirran tiukasti korkoihin ja lyhennyksiin. Tämä poistaa johdolta mahdollisuuden käyttää kassavirtaa tehottomiin tai strategisesti epäolennaisiin investointeihin (Jensen 1989; Kaplan & Strömberg 2009). Velkavivun käyttöä puoltaa myös sen tuoma verosuojia (tax shield), sillä korkojen verovähennyskelpoisuus pienentää efektiivistä pääomakustannusta ja kasvattaa yrityksen arvoa.

PE-sijoittaja ei kuitenkaan yksinkertaisesti maksimoi velkaantumistasetta. Kaplan ja Strömberg (2009) huomauttavat, että liian korkea velkaantumisaste lisää taloudellisen ahdingon riskiä, jolloin verosuojaan hyödyt ja velkaantumisen kustannukset on sovittava yhteen kohdekohtaisesti.

Hallinnollinen kehittäminen kytkeytyy Jensenin ja Mecklingin (1976) kuvaamien agenttiteoreettisten ongelmien ratkaisemiseen. Pääomasijoittajat hyödyntävät taloudellisia insentivejä yhtenäistääkseen johdon ja omistajien intressit. Keskeisimpänä mekanismina toimii johdon merkittävä osakeomistus, joka varmistaa, että avainhenkilöt kantavat taloudellista riskiä ja hyötyvät suoraan arvonnoususta. Hallinnollinen lisäarvo syntyy myös hallitustyöskentelyn ammattimaistumisesta. Pääomasijoitusyhtiöt tuovat hallitukseen kokeneita toimiala-asiantuntijoita ja strategista osaamista, jota pk-sektorin yrityksillä ei tyypillisesti ole saatavilla. Keskittynyt omistajuusmalli mahdollistaa nopean päätöksenteon ja selkeän strategisen fokuksen, mitkä saattavat puuttua hajautetun omistuksen pörs-siyhtiöistä tai perheyrityksistä (Kaplan & Strömberg 2009).

Operatiivinen kehittäminen keskittyy yrityksen ydintoimintojen ja tehokkuuden parantamiseen. Perinteisessä pääomasijoitusmallissa operatiiviset parannukset on suunnattu välittömään kannattavuuden kohentamiseen kustannuskurin, prosessien virtaviivaistamisen ja hukkien poistamisen kautta. Käytännössä tämä tarkoittaa esimerkiksi hankintojen keskittämistä, käyttöpääoman optimointia tai kannattamattomista liiketoiminta-alueista luopumista (Kaplan & Strömberg 2009). Kaplan ja Strömberg (2009) huomauttavat, että operatiivinen kehittäminen on laajentunut merkittävästi 1980-luvun mallista, sillä suurimmat PE-yhtiöt ovat nykyisin organisoituneet toimialojen ympärille ja palkkaavat aktiivisesti operatiivisella taustalla olevia ammattilaisia rahoitusasiantuntijoiden rinnalle. Sijoitushetkellä laaditaan tyypillisesti yksityiskohtainen arvonnouluun suunnitelma, joka voi sisältää kustannussäästämismahdollisuuksien tunnistamisen, strategisen uudelleenpositionnin, yritysos-tomahdollisuudet sekä johdon vahvistamisen (Kaplan & Strömberg 2009).

Rahoituksellinen, hallinnollinen ja operatiivinen kehittäminen muodostavat yhdessä perinteisen pääomasijoittamisen arvonnouluun ytimen, jonka päälle myöhemmät strategiset innovaatiot, kuten buy-and-build-strategia, ovat rakentuneet.

2.2 Markkinaympäristön muutos ja operatiivisen arvonnouluun korostuminen

Pääomasijoitusalan kypsyminen ja voimakas kasvu ovat johtaneet markkinaympäristöön, jossa luvussa 2.1 esitellyt perinteiset arvonnouluunmekanismit eivät enää yksinään riitä takaamaan ylituottoja. Kaplan ja Strömberg (2009) ennakoivat jo varhain, että alan kasvun myötä kilpailu laadukkaista kohteista kiristyy ja pääomasijoittajien on löydettävä arvoa yhä syvemältä yrityksen

operatiivisesta ytimestä. Tämä kehitys on sittemmin toteutunut: korkea sijoittamattoman pääoman määrä (dry powder) ja institutionaalisten sijoittajien kasvava kiinnostus PE-omaisuusluokkaa kohtaan ovat pitäneet kohdeyritysten arvostustasot historiallisen korkeina ja kaventaneet pelkkään velkavipuun nojaavien strategioiden liikkumavaraa (McKinsey & Company 2026). Korkeat arvostustasot heijastuvat myös hankintapremioihin: Hammer ym. (2022) osoittavat, että B&B-strategioiden alustayhtiöistä maksetaan 19–28 prosentin premio suhteessa vertailukelpoisiin kohteisiin. Näin korkeaa hankintapremiota on yhä vaikeampi perustella pelkällä rahoituksellisella kehittämisellä.

Rahoituksellisen arvonluonnin liikkumavaraa on kaventanut myös korkotason nousu nollakorkoajan päättymisen myötä. McKinsey & Companyn (2026) mukaan velan osuus ostokertoimista on laskenut 44 prosentista vuonna 2016 noin 37 prosenttiin vuonna 2025, ja value bridge -analyysin mukaan liikevaihdon kasvu ja marginaalien parantaminen vastasivat jo 41 prosenttia PE-sijoitusten kokonaistuotoista vuosina 2010–2022. Tämä kehitys on pakottanut pääomasijoittajat siirtämään painopistettä kohti operatiivista arvonluontia. Siirtymä kuvaa muutosta toimialan logiikassa: arvoa ei enää pääsääntöisesti puristeta olemassa olevasta toiminnasta rahoitusjärjestelyjen avulla, vaan sitä rakennetaan aktiivisesti kehittämällä liiketoimintaa sijoitusperiodin aikana.

Operatiivisen fokuksen korostuminen näkyy konkreettisesti siinä, miten B&B-strategia on yleistynyt vastauksena näihin muutospaineisiin. Hammer ym. (2017) vahvistavat tämän kehityssuunnan eurooppalaisessa aineistossaan: B&B-strategioiden osuus kaikista buyouteista on kasvanut tasaisesti 2000-luvun alkupuoliskolla. Kasvu ei ole sattumanvaraista, vaan se heijastaa sitä, että epäorgaaninen kasvu tarjoaa pääomasijoittajille tavan luoda arvoa tilanteessa, jossa orgaaninen kehittäminen ei enää yksinään riitä kattamaan maksettuja premioita. Pääomasijoittajat ovat vastanneet tähän monimutkaistuvaan tehtävään myös vahvistamalla resurssejaan: McKinseyn (2026) mukaan sijoitusyhtiöiden sisäisten operatiivisten tiimien koko on yli kaksinkertaistunut vuodesta 2021, ja toimialaan erikoistuneet rahastot ovat tuottaneet merkittävästi paremmin kuin yleisrahastot, sillä yhdistetty sisäinen korkokanta (pooled internal rate of return, IRR) on 17 % vs. 13 %.

Tämä strateginen käänne ja toimialaerikoistuminen luovat luontevan perustan epäorgaanisille kasvustrategioille. Buy-and-build onkin noussut yhdeksi keskeisimmistä vastauksista nykyiseen markkinaympäristöön: se tarjoaa tavan skaalata operatiivisia parannuksia ja rakentaa markkina-asemaa tavalla, joka ei ole mahdollista yksittäisten buyout-sijoitusten kautta.

2.3 Buy-and-build-strategian määritelmä ja logiikka

Pääomasijoitusalan B&B-strategia voidaan määritellä pääomasijoitusyhtiön toteuttamaksi peräkkäisten yritysostojen sarjaksi, jossa sijoittaja hankkii ensin alustayhtiön (platform), jota se alkaa laajentaa systemaattisilla lisähankinnoilla (add-on acquisitions), tavoitteenaan myydä lopulta yhdistetty kokonaisuus (Bansraj ym. 2022; Hammer ym. 2017). Smit (2001) kuvaa strategian laajempaa logiikkaa: pääomasijoittaja toimii toimialan konsolidaattorina, jonka tavoitteena on muuntaa useita erillisiä fragmentoituneilla markkinoilla toimivia yrityksiä tehokkaaksi ja laajamittaiseksi verkostoksi.

Alustayhtiön valinta on B&B-strategian yksi kriittisimmistä päätöksistä. Alustayhtiön tulisi olla arvostettu yritys, jolla on vakiintunut markkina-asema. Alustayhtiöllä pitäisi olla johtava asema laadussa tai palvelussa sekä ydinosaaminen, jotka voidaan siirtää lisähankinnoille ja näin muuttaa hankitun kokonaisuuden strategista asemaa (Smit 2001). Bansraj ym. (2022) täydentävät tätä määritelmää toteamalla, että alusta voidaan rakentaa myös useammasta pienestä yrityksestä olemassa olevan yrityksen hankkimisen sijaan. Smit (2001) osoittaa, että alustayhtiön merkitys ei rajoitu sen itsenäiseen kassavirtaan, vaan alustayhtiön hankinta luo yhdistelmäoption, joka avaa polun peräkkäisille kasvuinvestoinneille. Tästä syystä alustayhtiöstä joudutaan monesti maksamaan korkea preemio suhteessa sen itsenäiseen arvoon. Alustayhtiöstä maksettava preemio on kuitenkin usein perusteltavissa, kun hankintaa tarkastellaan alustayhtiön tarjoamien synergiamahdollisuuksien ja strategisen joustavuuden kautta (Smit 2001).

Alustayhtiöltä vaadittavat piirteet liittyvät myös empiirisesti havaittuihin lisähankintojen ajureihin. Hammer ym. (2017) osoittavat, että lisähankintojen todennäköisyys on merkittävästi korkeampi silloin, kun alustayhtiöllä on aiempaa kokemusta yritysostoista jo pääomasijoittajan sisääntuloheikellä. Tämä aiempi kokemus laskee transaktiokuluja ja nopeuttaa lisähankintojen integrointia. Alustayhtiön koolla on myös positiivinen yhteys lisähankintojen todennäköisyyteen, sillä suurempi yritys kykenee tarjoamaan riittävän kapasiteetin ja infrastruktuurin myöhempien hankintojen liittämiseksi alustaan (Hammer ym. 2017). Toimialarakenne asettaa myös omat raaminsa B&B-strategian toteuttamiselle. Hammer ym. (2017) havaitsevat, että B&B-strategia toteutuu todennäköisimmin kohtalaisesti fragmentoituneilla toimialoilla, joilla on sekä riittävästi konsolidaatiomahdollisuuksia että tarpeeksi suuria alustoja niiden hyödyntämiseksi.

Kun alustayhtiö on vakiinnutettu, strategia etenee lisähankintoihin (add-on acquisitions). Lisähankintakohteet ovat tyypillisesti yksityisessä omistuksessa olevia yrityksiä, jotka toimivat fragmentoituneilla toimialoilla. Brown ym. (2005) osoittavat, että konsolidaatioiden kohteiksi valikoituu usein

pienyrittäjiä, joiden itsenäiset kasvumahdollisuudet ovat rajalliset pääomamarkkinoille pääsyn puutteen vuoksi. Konsolidaation mahdollisuuksia lisää myös se, että monet pienyrittäjät ovat valmiita myymään yrityksensä puuttuvan jatkajan tai eläköitymisen vuoksi (Brown ym. 2005). Smit (2001) täydentää tätä arvostuksen näkökulmasta: pienten yritysten osakkeet ovat usein aliarvostettuja suhteessa suurempiin kilpailijoihinsa, mikä tekee niistä erityisen houkuttelevia kohteita pääomasijoittajille. Itsenäisinä toimijoina nämä yritykset eivät kykene hyödyntämään mittakaavaetuja, mutta osana suurempaa kokonaisuutta niiden kassavirta voidaan arvottaa uudelleen korkeammalla kertoimella.

Lisähankinnat eivät rajoitu pelkästään saman toimialan yrityksiin. Hammer ym. (2017) havaitsivat, että 65 prosenttia B&B-strategioita toteuttavista kaupoista sisälsi ainoastaan kotimaisia lisähankintoja, ja lähes puolessa kaupoista tehtiin vähintään yksi toimialarajat ylittävä hankinta. Bansraj ym. (2022) vahvistavat samansuuntaiset tulokset: alle puolet lisähankinnoista tapahtuvat alustayhtiön kanssa samassa kapeassa toimialaluokassa. Osa lisähankinnoista voi toimia myös arvoketjun eri vaiheissa suhteessa alustaan, jolloin hankinnoilla tavoitellaan arvoketjun laajempaa hallintaa. Alustat ja lisähankintakohteet pysyvät tyypillisesti juridisesti erillisinä yksiköinä pääomasijoittajien omistuksen aikana, jolloin konsolidaatio tapahtuu yhteisen omistuksen, eikä täydellisen sulautumisen kautta (Bansraj ym. 2022).

B&B-strategian logiikka perustuu ajatukseen siitä, että fragmentoituneilla markkinoilla toimivien pienten yritysten yhdistäminen luo kokonaisuuden, joka on arvokkaampi kuin osiensa summa. Strategian onnistuminen edellyttää sekä oikean alustayhtiön valintaa että onnistunutta lisähankintojen integraatiota. Nämä tekijät määrittävät sen, miten strategia luo arvoa sijoittajalle.

3 Arvonluonti buy-and-build-strategiassa

B&B-strategia rakentuu osaltaan luvussa 2 esiteltyjen perinteisten pääomasijoittamisen arvonluontimekanismien varaan, mutta laajentaa niitä strategialle ominaisilla arvonluontikeinoilla. Perinteisessä buyoutissa arvonluonti perustuu Achleitner ym. (2011) kuvaamaan kolmijakoon: käyttökatteen kasvuun, arvostuskertoimien nousuun ja velkavivun purkautumiseen. B&B-strategiassa nämä mekanismit ovat edelleen läsnä, mutta niiden rinnalle nousee kaksi strategialle ominaista ajuria: epäorgaaninen kasvu lisähankintojen kautta sekä kerrannaisarbitraasi, jossa hyödynnetään pienten ja suurten yritysten välisiä systemaattisia arvostuseroja. Yhdessä nämä mekanismit muodostavat strategian, joka on rakenteeltaan monimutkaisempi ja potentiaalisesti tuottoisampi kuin yksittäinen buyout, mutta myös vaativampi toteuttaa.

Hammer ym. (2022) osoittavat, että B&B-strategioiden tuotto-premio suhteessa perinteisiin buyouteihin selittyy ensisijaisesti liikevaihdon kasvulla ja arvostuskertoimien nousulla, ei marginaalien parantamisella eikä velanlyhennyksellä. Tämä havainto on teoreettisesti merkittävä: se tarkoittaa, että strategian arvo syntyy nimenomaan epäorgaanisesta kasvusta ja siihen kytkeytyvästä kerrannaisarbitraasista, ei perinteisen buyoutin keinovalikoimasta. Heisig ym. (2022) täydentävät tätä kuvaa osoittamalla, että ilman onnistunutta lisähankintojen arvostuseron hyödyntämistä, eli sourcing-vaikutusta, B&B-strategioiden ylisuoritus häviää kokonaan. Operatiivinen kehittäminen on välttämätön osa strategiaa, mutta se ei yksinään selitä strategian paremmuutta.

Luvun rakenne seuraa tätä logiikkaa. Alaluvussa 3.1 tarkastellaan epäorgaanista kasvua ja mittakaavaetuja, jotka muodostavat strategian kasvullisen perustan. Alaluvussa 3.2 käsitellään orgaanista kasvua ja synergioita, jotka syntyvät lisähankintojen integraation kautta. Alaluvussa 3.3 analysoidaan kerrannaisarbitraasia ja sourcing-vaikutusta, jotka ovat tutkimusnäytön valossa strategian kriittisin yksittäinen arvonalähte. Alaluvussa 3.4 tarkastellaan B&B-strategian kokonaissuorituskykyä suhteessa perinteisiin buyouteihin ja arvioidaan, miten nämä mekanismit yhdistyvät mitattavaksi ylisuoritukseksi.

3.1 Epäorgaaninen kasvu ja mittakaavaedut

B&B-strategian keskeisin arvonluontimekanismi on epäorgaaninen kasvu, jolla tarkoitetaan liikevaihdon ja käyttökatteen kasvua yritysostojen kautta, ei orgaanisen liiketoiminnan kehityksen kautta. Kun pääomasijoitusyhtiö tekee alustayrityksen hankinnan jälkeen lisäyritysostoja, kasvaa yrityskokonaisuuden liikevaihto välittömästi jokaisen toteutetun lisähankinnan myötä.

Heisig ym. (2022) osoittavat 161 alustayhtiötä ja 971 lisähankintaa kattavassa aineistossaan, että B&B-strategioissa käyttökäteen vuotuisesta kasvusta jopa 71,1 prosenttia on epäorgaanista, kun taas orgaaninen osuus jää 7,7 prosenttiin. Loput 21,2 prosenttia selittyy niin kutsutulla sourcing-vaikutuksella, jota tarkastellaan tarkemmin alaluvussa 3.3. Tämä erittely ilmentää sitä, kuinka merkittävässä asemassa yritysostot ovat strategian tuottamassa käyttökäteen kasvussa. Vastaavasti Hammer ym. (2022) havaitsivat 3 399 buyouttia kattavassa eurooppalaisessa aineistossaan, että B&B-strategioiden liikevaihdon vuotuinen kasvuvauhti ylittää perinteisten buyoutien vastaavan noin 10 prosenttiyksiköllä. Tämä kasvuero heijastuu suoraan sijoituksen kokonaistuottoon, sillä suurempi liikevaihto kasvattaa käyttökätepohjaa, jolle arvostuskerrointa myyntihetkellä sovelletaan.

Epäorgaanisen kasvun taloudellinen logiikka kytkeytyy mittakaavaetuihin. Kun alustayritys kasvaa lisähankintojen myötä, sen neuvotteluasema toimittajia ja asiakkaita kohtaan vahvistuu, kiinteät kustannukset jakautuvat suuremmalle liikevaihtopohjalle, ja organisaatiolle muodostuu kapasiteettia investoida esimerkiksi myynti-infrastruktuuriin tai tuotekehitykseen, johon pienemmällä yrityksellä ei yksin olisi varaa. Mittakaavaedut eivät siis rajoitu pelkästään kustannusrakenteeseen, vaan kasvava konserni voi houkuttaa parempaa johtamisosaamista, parantaa brändin tunnettavuutta ja laajentaa maantieteellistä tai tuotteellista peittävyytään tavalla, joka vahvistaa kilpailuasemaa pitkällä aikavälillä. Bansraj ym. (2022) osoittavat, että B&B-strategioiden kohteena olevat yritykset kasvavat taseen loppusummalla mitattuna 17 prosenttiyksikköä ja liikevaihdolla 16 prosenttiyksikköä nopeammin kuin vertailukelpoiset ilman lisäyritysostoja toteutetut buyoutit. Samassa tutkimuksessa myös henkilöstömäärä kasvaa 13 prosenttiyksikköä enemmän, mikä kuvastaa sitä, että kyse on aidosta toiminnallisesta laajentumisesta eikä pelkästä taserakenteen muokkaamisesta.

Epäorgaanisen kasvun toteutuminen edellyttää kuitenkin suotuisaa toimialarakennetta. Hammer ym. (2017) osoittavat 86 maata ja lähes 9 500 buyouttia kattavassa aineistossaan, että lisäyritysostojen todennäköisyys on suurin toimialoilla, joilla Herfindahl–Hirschman-indeksi (HHI) asettuu noin 1 000–1 500:n välille. HHI mittaa toimialan konsentraatioastetta: mitä pienempi arvo, sitä fragmentoituneempi toimiala. Optimaalinen väli tarkoittaa, että toimiala on riittävän hajautunut sisältääkseen runsaasti sopivia lisähankintakohteita, mutta ei niin pirstaleinen, että kohteiden tunnistaminen ja integraatio muodostuisivat ylivoimaisen haastaviksi. Erittäin tiivistyneillä toimialoilla puolestaan potentiaalisia kohteita on vähän, ja kilpailuviranomaisten puuttuminen voi asettaa rajoitteita konsolidaatiolle.

Toimialarakenteen ohella lisähankintojen toteutumiseen vaikuttavat merkittävästi pääomasijoitusyhtiön ominaisuudet. Hammer ym. (2017) havaitsivat, että kokeneemmat ja maineikkaammat

pääomasijoittajat toteuttavat lisähankintoja selvästi todennäköisemmin kuin vähemmän kokeneet toimijat. Tämä heijastelee sitä, että B&B-strategian toistettava toimeenpano edellyttää erikoistuneita resursseja, kykyä tunnistaa sopivia kohteita, neuvotella nopeasti ja integroida tehokkaasti. Hammer ym. (2017) osoittavatkin, että vain 16 prosenttia pääomasijoitusyhtiöistä vastaa 80 prosentista kaikista lisähankinnoista, mikä kertoo siitä, että B&B-osaaminen on voimakkaasti keskittynyttä. Myös alustayhtiön oma historia yritysjärjestelyissä (mergers and acquisitions, M&A) on merkityksellinen: yritys, jolla on aiempaa kokemusta yritysostoista, kykenee integroimaan uusia lisähankintoja tehokkaammin kuin sellainen, jolle prosessi on vieras.

Lisähankintojen ajoituksessa on havaittavissa selkeä kaava. Hammerin ym. (2017) mukaan ensimmäinen lisähankinta toteutetaan tyypillisesti noin vuoden sisällä alustayhtiön hankinnasta, ja aktiivisuus on suurimmillaan sijoitusperiodin alkuvaiheessa. Tämä nopea eteneminen on strategisesti perusteltua, sillä mitä aikaisemmin konsernin rakentaminen käynnistyy, sitä enemmän synergioille ja integraation kypsymiselle jää aikaa ennen suunniteltua irtautumista. Nämä havainnot korostavat, että epäorgaaninen kasvu ei ole opportunistista tai sattumanvaraista, vaan edellyttää järjestelmällistä sijoitusstrategiaa, jossa alustayritys valitaan alun alkaen laajentumispotentiaali mielessä pitäen ja lisähankinnat suunnitellaan osaksi kokonaisstrategiaa jo ennen ensimmäistä ostoa.

3.2 Orgaaninen kasvu ja synergiat

Epäorgaanisen kasvun rinnalla B&B-strategia pyrkii tuottamaan arvoa myös orgaanisesti. Tämä tapahtuu parantamalla alustan ja sen lisähankintojen operatiivista suorituskykyä integraation kautta. Kuten luvussa 2 todettiin, Kaplan ja Strömberg (2009) jaottelevat pääomasijoittamisen arvonluontimekanismit kolmeen pilariin: rahoitukselliseen, hallinnolliseen ja operatiiviseen kehittämiseen. B&B-strategiassa operatiivinen pilari korostuu erityisesti, sillä jokainen lisäyritysosto käynnistää integraatioprosessin, joka pakottaa tarkastelemaan ja yhdenmukaistamaan liiketoimintaprosesseja koko yrityskokonaisuudessa.

Bansraj ym. (2022) erottavat B&B-strategiassa kaksi synergiatyyppiä: rakenneuudistussynergiat (restructuring synergies) ja kasvussynergiat (growth synergies). Rakenneuudistussynergioilla tarkoitetaan kustannussäästöjä ja tehokkuusparannuksia, kuten päällekkäisten toimintojen karsimista, hankintavolyymien yhdistämistä ja hallinnollisten resurssien jakamista. Kasvussynergiat puolestaan syntyvät liikevaihdon kasvattamisesta yhdistämällä esimerkiksi asiakasverkostoja, myyntiorganisaatioita tai tuotetarjoomia. Jako on analyttisesti tärkeä, sillä nämä kaksi synergiatyyppiä edellyttävät erilaista integraatio-osaamista ja realisoituvat eri aikajänteellä: rakenneuudistussynergiat ovat

tyypillisesti nopeammin saavutettavissa, kun taas kasvusynergioiden hyödyntäminen edellyttää usein syvempää organisatorista yhteensulautumista.

Bansraj ym. (2022) havaitsevat seitsemän Euroopan maata kattavassa aineistossaan, joka sisältää 684 B&B-strategiaa ja yhteensä 2 085 yrityskauppaa vuosilta 1997–2017, että rakenneuudistus-synergiat dominoivat B&B-strategioissa selvästi. Kohdeyritysten liikevoitto suhteessa liikevaihtoon (ROS) kasvaa 23 prosenttia ja työn tuottavuus 15 prosenttia orgaanisesti koko sijoitusperiodin aikana. Tämä kehitys ei selity pelkästään yritysostoilla, vaan kuvastaa aitoa operatiivista parannusta. Kasvusynergioiden vaikutus jää sen sijaan rakenneuudistussynergioita selvästi heikommaksi, mikä viittaa siihen, että B&B-strategia luo arvoa ensisijaisesti tehostamisen eikä liikevaihtokasvun kautta, kun tarkastellaan orgaanista kasvua.

Erityisen merkittävä on Bansrajn ym. (2022) havainto työn tuottavuuden kehityksestä: se nousee jopa 40 prosenttiyksikköä ensimmäisen lisähankinnan jälkeen. Tämä hyppy on huomattavasti suurempi kuin myöhempien lisäostojen yhteydessä havaittu tuottavuuskehitys, mikä viittaa siihen, että ensimmäinen integraatio on strategian operatiivisen arvonluonnin kannalta kriittisin vaihe. Ilmiötä voi selittää se, että ensimmäinen lisähankinta pakottaa alustan johdon yhtenäistämään prosessit ja järjestelmät sekä kirkastamaan organisaatorakenteen tavalla, jota itsenäinen kasvu ei olisi edellyttänyt. Toisin sanoen integraatio itsessään laukaisee operatiivisen tehostumisen, joka ei olisi syntynyt ilman ulkoista kasvupainetta. Tämä havainto on teoreettisesti kiinnostava, sillä se haastaa näkemyksen, jonka mukaan B&B-strategian arvo syntyy yksinomaan kohteiden lukumäärästä tai niiden yhteenlasketusta koosta.

Söffge ja Braun (2018) vahvistavat operatiivisen kehittämisen merkityksen toisesta näkökulmasta. Heidän tutkimuksensa kattaa 124 saksankielisen alueen (Saksa, Itävalta, Sveitsi) buyout-sijoitusta vuosilta 1995–2010, ja sen metodologinen erityispiirre on velkavivuttamattoman sisäisen korkokannan (unlevered IRR) käyttäminen suorituskyvyn mittarina. Tämä lähestymistapa erottaa operatiivisen arvonluonnin rahoitusrakenteen vaikutuksesta ja mahdollistaa operatiivisen ylituoton (operational alpha) tarkastelemisen. Buyout-sijoitusten tuottama ylisuoritus suhteessa vertailukelpoisiin julkisiin yrityksiin on aineistossa mediaanilla mitattuna 5,6 ja keskiarvolla mitattuna 11,5 prosenttiyksikköä vuodessa, ja tämä ylisuoritus on selitettävissä nimenomaan operatiivisilla parannuksilla eikä pelkästään velkavivun käytöllä.

Söffge ja Braun (2018) osoittavat, että käyttökatemarginaalin kasvu on tärkein yksittäinen operatiivisen alfan selittäjä. Pelkkä liikevaihdon kasvu ei yksinään tuota tilastollisesti merkitsevää vaikutusta velkavivuttamattomaan tuottoon. Sen sijaan kannattavuuden parantaminen ja

arvostuskertoimien kasvu ovat ratkaisevampia tekijöitä. Tämä löydös on strategisesti merkittävä: se tarkoittaa, että yrityksen kasvattaminen ei itsessään riitä, jos kasvu tapahtuu kannattavuuden kustannuksella. Pääomasijoittajan on kyettävä sekä laajentamaan liiketoimintaa että pitämään marginaalit kurissa tai mieluiten parantamaan niitä samanaikaisesti.

B&B-strategian kannalta tämä asettaa erityisen vaativan johtamishaasteen. Jokainen lisähankinta tuo mukanaan integraatiotyön, joka vie johdon huomiota ja resursseja. Samaan aikaan alustan on jatkettava orgaanista kehittämistään ja ylläpidettävä operatiivista tehokkuuttaan. Söffge ja Braun (2018) huomauttavatkin, että epäorgaanista kasvua toteuttavat pääomasijoittajat kohtaavat kaksoishaasteen: ulkoinen kasvu on hallittava lisähankintojen kautta, mutta sisäinen marginaalikehitys on varmistettava samanaikaisesti integraatiovaiheen läpi. Tämä edellyttää operatiivista osaamista huomattavasti enemmän kuin pelkkä taloudellinen tai rakenteellinen uudelleenjärjestely, ja selittää osaltaan, miksi B&B-strategioiden toteutus on keskittynyt kokeneimpien pääomasijoittajien käsiin.

3.3 Kerrannaisarbitraasi ja lisähankintojen sourcing-vaikutus

Kerrannaisarbitraasi (multiple arbitrage) on B&B-strategialle ominainen arvonaluontimekanismi, jossa pääomasijoittaja hyödyntää pienten ja suurten yritysten välisiä arvostuseroja. Strategian logiikka on yksinkertainen: lisähankintakohteet ostetaan alhaisemmilla arvostuskertoimilla kuin millä konsolidoitu konserni myöhemmin myydään. Hammer ym. (2022) osoittavat, että lisähankintakohteiden arvostuskertoimet ovat keskimäärin 22 prosenttia matalampia kuin vertailukelpoisilla itsenäisillä yrityksillä. Toisin sanoen pääomasijoittaja maksaa lisähankinnasta pienemmän EV/EBITDA-kertoimen kuin minkä se saa myydessään koko konsernin irtautumishetkellä.

Hintaero syntyy useasta rakenteellisesta tekijästä. Pienet yritykset toimivat usein ilman institutionaalisia omistajia, niiden johto ei tunne yrityskauppaprosesseja, eikä niitä kilpailuteta samalla intensiteetillä kuin suuria yrityksiä. Tämän lisäksi pienten yritysten kassavirrat arvotetaan markkinoilla lähtökohtaisesti matalammiksi kuin suurten yritysten vastaavat. Suurten yritysten kassavirrat nähdään vähäriskisempinä: niillä on tyypillisesti hajautuneempi asiakaspohja, vakiintuneempi markkina-asema ja parempi kyky selviytyä taloudellisista häiriöistä. Tämä riskipremio heijastuu suoraan arvostuskertoimiin, sillä sijoittajat ovat valmiita maksamaan suuremman kertoimen kassavirrasta, kun sen jatkuvuus koetaan varmemmaksi. B&B-strategia hyödyntää tätä epäsymmetriaa tietoisesti. Ostamalla pieniä, aliarvostettuja yrityksiä ja yhdistämällä ne osaksi kasvavaa konsernia pääomasijoittaja siirtää koko kokonaisuuden arvostuksen korkeampaan kokoluokkaan, jossa riskipremio on pienempi ja arvostuskertoimet vastaavasti suuremmat.

Arvostusero pienten ja suurten yritysten välillä on huomattava. Hammer ym. (2022) osoittavat, että suurten yritysten EV/sales-kerroin on keskimäärin 3,05, kun taas pienten yritysten vastaava on vain 1,15. Tämä yli kaksinkertainen ero kuvastaa sitä, kuinka merkittävästi yrityksen koko vaikuttaa markkinoiden sille antamaan arvostukseen riippumatta siitä, onko yksittäisen lisähankinnan liiketoiminta itsessään muuttunut millään tavalla. Kun B&B-strategia kasvattaa alustayhtiön kokoa lisähankintojen myötä, koko konserni siirtyy arvostukseltaan korkeampaan kokoluokkaan. Arvo syntyy siis osittain pelkästä kokonaisuuden koosta. Pääomasijoittaja ostaa pieniä yrityksiä matalilla kertoimilla ja myy yhdistetyn kokonaisuuden korkeammilla kertoimilla, vaikka operatiivisessa toiminnassa ei tapahtuisi muutoksia. Tämä dynamiikka tekee kerrannaisarbitraasista erityisen tehokkaan mekanismin silloin, kun lisähankintoja tehdään useita: jokainen uusi lisähankinta ei ainoastaan kasvata konsernin käyttökatepohjaa, vaan voi samanaikaisesti nostaa koko yrityskokonaisuuteen sovellettavaa arvostuskerrointa. Hammer ym. (2022) havaitsivat, että B&B-strategioiden EV/EBITDA-kerroin kasvaa sijoitusperiodin aikana noin 3–5 prosenttiyksikköä vuodessa, mikä on huomattavasti enemmän kuin perinteisissä buyouteissa. Kertoimien nousu ei ole sattumanvaraista, vaan se on osittain seurausta tietoisesta strategiasta, jossa yrityskokonaisuuden kokoa kasvatetaan irtautumisvaihtoehtojen monipuolistamiseksi ja ostajien välisen kilpailun lisäämiseksi, sillä kasvava konserni houkuttelee laajempaa ostajakuntaa, sopii paremmin pörssilistautumisen kohteeksi ja kiinnostaa myös strategisia ostajia, jotka eivät olisi harkinneet pienemmän alustayhtiön hankintaa.

Heisig ym. (2022) erittelevät kerrannaisarbitraasin mekanismin tarkemmin niin kutsutun lisähankintojen sourcing-vaikutuksen avulla. Heidän analyysinsä mukaan 21,2 prosenttia B&B-strategioiden käyttökateen kasvusta selittyy nimenomaan tällä sourcing-vaikutuksella. Käsitteellä tarkoitetaan sitä, että lisähankintakohteita ostetaan matalammilla EV/EBITDA-kertoimilla, jolloin yhdistetyn kokonaisuuden keskimääräinen hankintakerroin (average entry multiple) laskee. Efekti on mitattavissa myös oman pääoman tuoton tasolla: se vastaa 8,2 prosenttiyksikköä sijoituksen vuotuisesta oman pääoman tuotosta. Sourcing-efekti ei siis ole strategian sivutuote, vaan yksi strategian merkittävimmistä yksittäisistä arvonlähteistä. Se on suuruusluokaltaan vertailukelpoinen luvussa 3.2 käsitellyn orgaanisen kasvun kanssa ja selvästi sitä suurempi.

Heisig ym. (2022) tekevät tältä osin erityisen merkittävän havainnon: ilman sourcing-vaikutusta B&B-strategioiden ylisuoritus suhteessa perinteisiin buyouteihin häviää kokonaan. Tämä tarkoittaa, että B&B-strategian paremmuus ei perustu yksinomaan operatiiviseen kehittämiseen tai epäorgaanisen kasvun volyyymiin, vaan ratkaiseva tekijä on kyky hankkia aliarvostettuja lisähankintakohteita. Pääomasijoittaja, joka onnistuu rakentamaan suuren konsernin, mutta maksaa lisäkohteistaan täyden markkinahinnan, ei välttämättä saavuta merkittävää ylisuoritusta suhteessa perinteiseen buyout-

strategiaan. Tämä havainto korostaa deal sourcing -osaamisen merkitystä B&B-strategian käytännön toimeenpanossa. Tällä tarkoitetaan kykyä löytää ja neuvotella lisähankintoja ilman laajaa kilpailutusta.

On kuitenkin huomattava, että kerrannaisarbitraasin hyödyntäminen edellyttää jatkuvaa saatavuutta sopiviin, aliarvostettuihin lisähankintakohteisiin. Tämä ehto ei ole aina itsestään selvä. Vilkkaassa yrityskaupparakennossa myös pienten yritysten arvostukset nousevat, kun ostajien välinen kilpailu kiristyy, jolloin aliarvostusetu kapenee tai häviää kokonaan. Vastaavasti, jos toimiala on jo pitkälle konsolidoitunut, sopivia kohteita voi olla vaikea löytää ilman, että hinnasta joudutaan maksamaan preemiota. Kerrannaisarbitraasi on siis mekanismi, jonka toteutuminen on sidoksissa sekä toimialarakenteeseen että vallitsevaan markkinatilanteeseen, eikä sitä voida pitää automaattisena arvonalähteenä jokaisessa B&B-strategiassa.

3.4 B&B-strategian suorituskyky suhteessa perinteisiin buyouteihin

Edellisissä alaluvuissa tarkasteltiin B&B-strategian arvonaluontimekanismeja erikseen: epäorgaanista kasvua ja mittakaavaetuja, orgaanista kehittämistä ja synergioita sekä kerrannaisarbitraasia ja sourcing-vaikutusta. Tässä alaluvussa tarkastellaan, mitä empiirinen tutkimus sanoo strategian kokonaistuotosta suhteessa perinteisiin buyouteihin, eli miten nämä mekanismit yhdistyvät mitattavaksi suorituskyvyksi.

Hammer ym. (2022) tarjoavat tähän kysymykseen kattavimman vastauksen. Heidän 3 399 eurooppalaista buyouttia kattavassa aineistossaan B&B-strategioiden sisäinen korkokanta on parhaimmillaan jopa 10 prosenttiyksikköä perinteisiä buyouteja korkeampi. Tuotto-preemion lähteet ovat tunnistettavissa: ylivoimaisesti suurin selittäjä on liikevaihdon kasvu, jonka vuotuinen kasvuvauhti ylittää perinteiset buyoutit noin 10 prosenttiyksiköllä. Toiseksi merkittävin tekijä on arvostuskertoimien nousu, joka on B&B-strategioissa noin 3–5 prosenttiyksikköä vuodessa perinteisiä buyouteja nopeampaa. Sen sijaan käyttökatemarginaalin kehitys ja velkaantuneisuuden väheneminen eivät selitä B&B-strategioiden ylituottoa. Nämä perinteisen buyoutin arvonaluontimekanismit eivät siis ole strategian erottavia tekijöitä. Tulos on teoreettisesti merkittävä: se osoittaa, että B&B-strategia luo arvoa eri mekanismeilla kuin perinteinen buyout, ja näiden mekanismien ymmärtäminen on edellytys strategian onnistuneelle toimeenpanolle.

Heisig ym. (2022) täydentävät kuvaa erittelemällä, mikä yksittäinen mekanismi on kokonaistuoton kannalta kriittisin. Kuten alaluvussa 3.3 todettiin, sourcing-vaikutus vastaa 8,2 prosenttiyksikköä sijoituksen vuotuisesta oman pääoman tuotosta, ja ilman sitä B&B-strategioiden ylituotto häviää

kokonaan. Tämä havainto asettaa epäorgaanisen kasvun ja kerrannaisarbitraasin etusijalle suhteessa operatiiviseen kehittämiseen: strategia voi tuottaa ylituottoa vain, jos lisähankintoja onnistutaan hankkimaan aliarvostettuina. Operatiivinen kehittäminen on välttämätöntä, mutta ei yksin riittävää.

Bansraj ym. (2022) vahvistavat B&B-strategioiden ylituoton laajemmalla eurooppalaisella aineistolla: strategioiden kohteena olevat yritykset kasvavat liikevaihdolla, taseella ja henkilöstömäärällä mitattuna selvästi nopeammin kuin vertailukelpoiset standalone-buyoutit. B&B-strategioiden pitoaika ylittää perinteisen buyoutin: Hammer (2018) raportoi B&B-strategioiden mediaanipitoajaksi 4,4 vuotta varhaisemmassa aineistossa, ja myöhempien tietojen valossa pitoajat ovat nousseet yli viiteen vuoteen (Bansraj ym. 2022). Pidempi sijoitusperiodi on strategian toimeenpanon kannalta looginen, koska lisähankintojen toteuttaminen, integraatio ja synergioiden kypsyminen vaativat aikaa, mutta se vaikuttaa myös kokonaistuoton laskentaan, sillä pidempi sitoutumisaika kasvattaa pääoman vaihtoehtoiskustannusta.

Söffge ja Braun (2018) tarjoavat tasapainottavan näkökulman buyout-sijoitusten operatiivisesta suorituskyvystä laajemmin. Heidän mukaansa buyout-sijoitukset tuottavat mediaanilla mitattuna 5,6 ja keskiarvolla mitattuna 11,5 prosenttiyksikköä korkeampaa velkavivuttamatonta tuottoa kuin vertailukelpoiset julkiset yritykset. Havainto osoittaa, että operatiivinen alfa on todellinen ilmiö. B&B-strategian erityishaaste on kuitenkin se, että epäorgaanista kasvua toteuttavan pääomasijoittajan on hallittava integraatio ja marginaalikehitys samanaikaisesti. Tämä kaksoisvaatimus tekee strategiasta operatiivisesti vaativamman kuin perinteinen buyout, ja selittää osaltaan, miksi strategian ylisuoritus on keskittynyt kokeneimpien toimijoiden käsiin.

Kokonaisuutena empiirinen tutkimus osoittaa, että B&B-strategia tuottaa systemaattista ylisuoritusta suhteessa perinteisiin buyouteihin, mutta ylituotto ei ole itsestäänselvyys. Se edellyttää kaikkien kolmen mekanismin onnistunutta yhdistämistä: riittävää epäorgaanista kasvua fragmentoituneella toimialalla, tehokasta integraatiota ja operatiivista kehittämistä sekä kykyä hankkia lisähankintakohteet aliarvostettuina. Jos jokin näistä edellytyksistä puuttuu, strategian tuottopotentiaali jää realisoitumatta.

4 Buy-and-build-strategian kriittiset menestystekijät ja haasteet

B&B-strategian arvonluontimekanismit on tunnistettu, mutta mekanismien olemassaolo ei vielä selitä, miksi osa strategioista onnistuu ja osa epäonnistuu. Tässä luvussa tarkastellaan tekijöitä, jotka erottavat menestyksekkään B&B-strategian epäonnistuneesta. Alaluvussa 4.1 käsitellään kriittisiä menestystekijöitä ja alaluvussa 4.2 strategian keskeisiä haasteita ja riskejä.

4.1 Kriittiset menestystekijät

B&B-strategian onnistuminen edellyttää useiden toisiinsa kytkeytyvien tekijöiden samanaikaista toteutumista. Tutkimuskirjallisuus nostaa esiin kolme keskeistä menestystekijää: pääomasijoitusyhtiön osaaminen ja kokemus, alustayhtiön valinta sekä toimialarakenne.

Pääomasijoitusyhtiön osaaminen on strategian toimeenpanon kannalta ensisijainen tekijä. Hammer ym. (2017) osoittavat, että vain 16 prosenttia pääomasijoitusyhtiöistä vastaa 80 prosentista kaikista lisähankinnoista. B&B-osaaminen on siis voimakkaasti keskittynyttä eikä tasaisesti jakautunutta alan toimijoiden kesken. Kokeneemmat ja maineikkaammat pääomasijoittajat toteuttavat lisähankintoja merkittävästi todennäköisemmin kuin vähemmän kokeneet, mikä heijastaa sitä, että strategian toistettava toimeenpano vaatii erikoistuneita resursseja, kuten kykyä tunnistaa sopivia kohteita, rakentaa dealflow-putki ilman laajaa kilpailutusta ja integroida kohteet tehokkaasti. Acharya ym. (2011) vahvistavat tätä havaintoa toisesta suunnasta: M&A-intensiivisissä strategioissa rahoitustaustaiset partnerit tuottavat enemmän kuin operatiivisella taustalla olevat, mikä viittaa siihen, että B&B-strategia vaatii spesifistä yrityskauppaosaamista, jota ei voi korvata yleisellä sijoituskokemuksella. Osaamisen kumuloituminen on itseään vahvistava prosessi: mitä enemmän lisähankintoja pääomasijoittaja on toteuttanut, sitä paremmat verkostot, prosessit ja toimialaosaaminen sillä on seuraavaa strategiaa varten. Tämä selittää osaltaan, miksi B&B-strategian ylisuoritus on niin voimakkaasti keskittynyt pienelle joukolle toimijoita.

Alustayhtiön valinta on strategian yksittäisistä päätöksistä kriittisin. Lertora ja Gervasoni (2024) osoittavat kyselytutkimuksessaan, että kokeneet PE-sijoittajat arvioivat kohteen potentiaalia alustayhtiönä jo due diligence -prosessissa ennen hankintapäätöstä. B&B-strategia on siis ex ante -päättös, ei jälkikäteinen opportunistinen ratkaisu. Hammer ym. (2022) dokumentoivat, että B&B-strategioiden alustayhtiöistä maksetaan 19–28 prosentin hankintapremio suhteessa vertailukelpoisiin kohteisiin. Tämä premio on perusteltavissa ainoastaan, jos alusta todella kykenee toimimaan kasvualustana tuleville lisähankinnoille. Jos alustavalinta epäonnistuu, koko strategian tuottopotentiaali vaarantuu jo ennen ensimmäistäkään lisähankintaa. Smit (2001) kuvaa tätä yhdistelmäoption

logiikan kautta: alustayhtiön arvo ei perustu sen itsenäiseen kassavirtaan, vaan sen avaamiin tuleviin kasvumahdollisuuksiin. Tämä tarkoittaa, että alustayhtiöltä edellytetään vakiintunutta markkina-asemaa, siirrettävissä olevaa ydinosaa ja riittävää operatiivista kapasiteettia, johon lisähankintoja voidaan liittää. Hammer ym. (2017) täydentävät tätä empiirisesti: alustayhtiön aiempi M&A-kokemus on merkittävä lisähankintojen todennäköisyyttä selittävä tekijä. Yritys, jolla on jo kokemusta integraatioista, kykenee toteuttamaan ne tehokkaammin ja nopeammin kuin sellainen, jolle prosessi on vieras.

Toimialarakenne määrittää reunaehdot, joiden puitteissa strategia voi toteutua. Kuten luvussa 3.1 todettiin, Hammer ym. (2017) havaitsivat lisähankintojen todennäköisyyden olevan suurin toimialoilla, joiden HHI asettuu välille 1 000–1 500. Tämän lisäksi menestyksekkäät B&B-strategiat hyödyntävät toimialoja, joilla on rakenteellisia syitä fragmentaatiolle: perheyrittäjäpohjaisuus, sukupolvenvaihdokset tai institutionaalisen pääoman puute luovat tilanteen, jossa on saatavilla runsaasti aliarvostettuja kohteita ilman intensiivistä kilpailua. Heisig ym. (2022) osoittavat, että sourcing-vaikutus on strategian kriittisin yksittäinen arvonalähtö, mikä tarkoittaa, että oikean toimialan valinta on välttämätön ehto koko strategian onnistumiselle, ei pelkästään lisähankintojen toteutumisen, vaan myös niiden hinnoittelun kannalta. Toimialavalinta ja alustayhtiön valinta ovat siten toisistaan erottamattomia: oikea alusta väärällä toimialalla tai oikea toimiala väärällä alustalla johtavat kumpikin strategian epäonnistumiseen.

4.2 Haasteet ja riskit

B&B-strategian toteuttamiseen liittyy useita merkittäviä haasteita, jotka voivat vaarantaa strategian tuottopotentiaalin. Haasteet voidaan jakaa kolmeen toisiinsa kytkeytyvään alueeseen: integraation hallintaan, sourcing-osaamisen ylläpitämiseen ja strategian skaalautuvuuden rajoitteisiin.

Integraation hallinta on strategian operatiivisesti vaativin osa-alue. Kuten luvussa 3.2 todettiin, Söffge ja Braun (2018) osoittavat, että B&B-strategiaa toteuttava pääomasijoittaja kohtaa kaksoishaasteen, koska ulkoista kasvua lisähankintojen kautta ja sisäistä marginaalikehitystä on hallittava samanaikaisesti. Jokainen lisähankinta käynnistää integraatioprosessin, joka sitoo johdon huomion ja resurssit, ja samaan aikaan alustan on jatkettava orgaanista kehittämistään sekä ylläpidettävä operatiivista tehokkuuttaan. Hammer (2018) täsmentää tätä haastetta limited attention -hypoteesin kautta: lisähankintojen due diligence -prosessit, neuvottelut, juridiset prosessit ja integraatio työ vievät johdon kapasiteettia muista arvonaluontitoimenpiteistä. Kun konsernin koko ja kompleksisuus kasvavat, riski johdon ylikuormittumisesta valvonnassa ja strategisessa ohjauksessa kasvaa vastaavasti. Hammer (2018) osoittaaakin empiirisesti, että jokainen lisähankinta pidentää sijoituksen

pitoaikaa 5–7 prosenttia, ja B&B-strategiat kokonaisuudessaan pidentävät pitoaikaa jopa 20 prosenttia, keskimäärin 3,7 vuodesta 4,4 vuoteen. Monimutkaisimmissa strategioissa, joissa lisähankintoja tehdään useita ja ne ylittävät toimiala- tai maarajoja, pitoaika voi pidentyä jopa 24 prosenttia. Pidempi pitoaika ei itsessään ole ongelma, mutta se sitoo pääoman pidemmäksi aikaa ja kasvattaa vaihtoehtoiskustannusta, mikä on huomioitava kokonaistuottoa arvioitaessa.

Bansraj ym. (2022) dokumentoivat, että työn tuottavuus nousee jopa 40 prosenttiyksikköä ensimmäisen lisähankinnan jälkeen, mutta tämä edellyttää onnistunutta integraatiota. Ensimmäinen integraatio on strategian operatiivisen arvionluontiketjun kannalta kriittisin vaihe: se luo organisatoriset rakenteet, prosessit ja kulttuurin, joiden varaan myöhemmät integraatiot rakentuvat. Jos ensimmäinen integraatio epäonnistuu tai jää kesken, myöhempien lisähankintojen integroiminen heikentyneeseen alustaan on huomattavasti vaikeampaa. Lertora ja Gervasoni (2024) vahvistavat käytännön toimijoiden näkökulmasta, että yrityskaupan jälkeinen integraatio on yksi B&B-strategian keskeisimmistä haasteista: synergioiden realisointi on kallista, aikaa vievää ja edellyttää monimutkaisia integraatioprosesseja, jotka ovat ratkaiseva tekijä strategian onnistumisessa tai epäonnistumisessa.

Sourcing-osaamisen ylläpitäminen on strategian taloudellisen logiikan kannalta kriittinen haaste. Heisig ym. (2022) osoittavat, että ilman onnistunutta lisähankintojen aliarvostuksen hyödyntämistä strategian ylisuoritus häviää kokonaan. Tämä tarkoittaa, että pääomasijoittajan on kyettävä hankkimaan lisäkohteita johdonmukaisesti alle markkinahinnan koko sijoitusperiodin ajan, eikä vain yksittäisissä kaupoissa. Vilkaassa yrityskauppariikossa tämä on yhä vaikeampaa: kilpailun kiristytessä myös pienten, yksityisomistuksessa olevien yritysten arvostukset nousevat, jolloin sourcing-vaikutus kapenee. Hammer ym. (2022) dokumentoivat, että alustayhtiöstä maksetaan jo lähtökohtaisesti 19–28 prosentin premio, ja jos lisähankintoistakin joudutaan maksamaan lähellä täyttä markkinahintaa, koko kerrannaisarbitraasin logiikka murtuu. Lisäksi Lertora ja Gervasoni (2024) havaitsivat, että PE-sijoittajat välttävät tekemästä lisähankintoja sijoitusperiodin loppuvaiheessa, koska silloin synergioiden kehittymiselle ei jää riittävästi aikaa ennen suunniteltua irtautumista. Tämä ajoitusrajoite kaventaa sourcing-ikkunaa entisestään ja korostaa strategian etupainotteisen toimeenpanon merkitystä.

Strategian skaalautuvuudella on rakenteelliset rajansa. Hammer ym. (2017) havaitsivat, että B&B-strategia toimii optimaalisesti kohtalaisesti fragmentoituneilla toimialoilla, mutta strategian edetessä toimiala konsolidoituu, jolloin sopivia lisähankintakohteita on yhä vähemmän saatavilla ja jäljellä olevista kohteista käydään kovempaa kilpailua. Tietyissä pisteissä konsolidaatio alkaa hidastua ja kilpailuviranomaisten puuttumisen riski kasvaa. Tämä tarkoittaa, että B&B-strategialla on

luontainen elinkaari: se on tehokkain fragmentaation alkuvaiheessa ja menettää voimaansa sitä mukaa kuin toimiala tiivistyy. Pääomasijoittajan on kyettävä ajoittamaan irtautuminen ennen kuin lisähankintojen marginaalinen arvo alkaa laskea. Liian pitkään jatkuva konsolidaatio voi johtaa tilanteeseen, jossa uusista lisähankinnoista maksetaan enemmän kuin niistä saatavissa oleva synergiaetu on.

Lopuksi on huomattava, että korkea alustapremio yhdistettynä epäonnistuneeseen sourcing-osamiseen muodostaa strategian vaarallisimman yhdistelmän. Jos pääomasijoittaja maksaa alustasta täyden premion olettaen merkittävää lisähankintapotentiaalia, mutta ei kykene toteuttamaan lisähankintoja aliarvostettuina, joko markkinatilanteen, kokemattomuuden tai toimialarakenteen muutosten vuoksi, strategia tuottaa todennäköisesti perinteistä buyoutia heikommin. Tämä riski korostaa sitä, että B&B-strategia ei ole yleisesti sovellettava kaava, vaan edellyttää tarkkaa kontekstianalyysia ennen sijoituspäätöstä.

5 Johtopäätökset

Tämän tutkielman tavoitteena oli tarkastella sitä, miten buy-and-build-strategia luo arvoa pääomasijoitusyhtiöiden kohdeyrityksissä. Vastaukseksi muodostuu kolmen toisiaan täydentävän mekanismin kokonaisuus, jonka ymmärtäminen edellyttää sekä perinteisen pääomasijoittamisen logiikan että B&B-strategialle ominaisten arvonalähteiden tunnistamista.

Tutkimusnäytön tärkein yksittäinen löydös koskee B&B-strategian arvonaluonnin erityisluonnetta suhteessa perinteiseen buyoutiin. Hammer ym. (2022) osoittavat, että B&B-strategioiden tuotto-premio selittyy liikevaihdon kasvulla ja arvostuskertoimien nousulla, ei marginaalien parantamisella eikä velanlyhentämisellä. Tämä on teoreettisesti merkittävä tulos: se tarkoittaa, että B&B-strategia luo arvoa olennaisesti eri mekanismeilla kuin perinteinen buyout, eikä sen suorituskykyä voida selittää pelkästään perinteisen pääomasijoittamisen keinovalikoimalla. Strategian ymmärtäminen edellyttää omaa analyttistä kehystä.

Tähän kehykseen kuuluu kolme toisiinsa kytkeytyvää mekanismia. Ensimmäinen niistä on epäorgaaninen kasvu ja mittakaavaedut. B&B-strategioiden kohteena olevat yritykset kasvavat liikevaihdolla, taseella ja henkilöstömäärällä mitattuna selvästi nopeammin kuin verrokkibuyoutit, ja Heisig ym. (2022) osoittavat, että käyttökatteen vuosittaisesta kasvusta jopa 71,1 prosenttia on epäorgaanista alkuperää. Toinen mekanismi on kerrannaisarbitraasi: lisähankintakohteet ostetaan systemaattisesti alhaisemmilla arvostuskertoimilla kuin millä konsolidoitu kokonaisuus myöhemmin myydään. Erityisen huomionarvoista on, että arvo syntyy tässä osittain pelkästä kokonaisuuden koosta, sillä pääomasijoittaja ostaa pieniä yrityksiä matalilla kertoimilla ja myy yhdistetyn kokonaisuuden korkeammilla kertoimilla, vaikka operatiivisessa toiminnassa ei tapahtuisi muutoksia. Kolmas mekanismi on operatiiviset synergiat, joista rakenneuudistussynergiat toteutuvat nopeasti kustannussäästöinä ja kasvusynergiat pidemmällä aikavälillä markkina-aseman vahvistumisena.

Tutkimusnäytön kriittisin yksittäinen löydös koskee sourcing-vaikutusta. Heisig ym. (2022) osoittavat, että ilman onnistunutta lisähankintojen aliarvostuksen hyödyntämistä B&B-strategioiden ylisuoritus suhteessa perinteisiin buyouteihin häviää kokonaan. Tämä tarkoittaa, että strategian arvo ei perustu ensisijaisesti operatiiviseen kehittämiseen tai epäorgaanisen kasvun volyyymiin sinänsä, vaan ratkaiseva tekijä on kyky hankkia lisähankintakohteita aliarvostettuina. Operatiivinen kehittäminen on välttämätön osa strategiaa, mutta ei yksin riittävä. Löydös haastaa yksinkertaisen käsityksen B&B-strategiasta pelkkänä kasvustrategiana ja osoittaa, että sen ydin on hinnoittelu- ja deal sourcing -kyvykkyydessä.

Toinen teoreettisesti kiinnostava havainto koskee synergioiden syntymistä: Bansraj ym. (2022) osoittavat, että työn tuottavuus nousee jopa 40 prosenttiyksikköä ensimmäisen lisähankinnan jälkeen, ja tämä hyppy on huomattavasti suurempi kuin myöhempien lisäostojen yhteydessä havaittu tuottavuuskehitys. Tämä haastaa näkemyksen, jonka mukaan B&B-strategian arvo syntyy yksinomaan kohteiden lukumäärästä tai niiden yhteenlasketusta koosta. Sen sijaan ensimmäinen integraatio on strategian operatiiviseen arvonluontiketjuun nähden kriittisin vaihe: se käynnistää tehostumisen, joka ei olisi syntynyt ilman ulkoista kasvupainetta, ja luo organisatorisen pohjan, jonka varaan myöhemmät integraatiot rakentuvat.

On myös syytä korostaa, että kerrannaisarbitraasi ei ole automaattinen arvonlähde. Sen toteutumisen edellyttää jatkuvaa saatavuutta aliarvostettuihin lisähankintakohteisiin. Tämä ehto ei ole itseltään selvä, koska vilkkaassa yrityskauppamarkkinassa pienten yritysten arvostukset nousevat, jolloin aliarvostusetu kapenee tai häviää kokonaan. Kerrannaisarbitraasi on siten mekanismi, jonka toteutuminen on sidoksissa sekä toimialarakenteeseen että vallitsevaan markkinatilanteeseen.

Strategian onnistuminen edellyttää kolmen menestystekijän samanaikaista toteutumista: pääomasijoitusyhtiön kumuloitunutta B&B-osaamista, oikein valittua alustayhtiötä ja suotuisaa toimialarakennetta. Nämä tekijät ovat toisistaan erottamattomia: oikea alusta väärällä toimialalla tai oikea toimiala väärällä alustalla johtavat kumpikin strategian epäonnistumiseen. Strategian vaarallisimman yhdistelmän muodostaa korkea alustapremio yhdistettynä epäonnistuneeseen sourcing-osaamiseen. Jos pääomasijoittaja maksaa alustasta täyden preemion odottaen merkittävää lisähankintapotentialia, mutta ei kykene toteuttamaan lisähankintoja aliarvostettuina, strategia tuottaa todennäköisesti perinteistä buyoutia heikommin. Haasteiden osalta integraation kaksoisvaatimus, sourcing-osaamisen ylläpitäminen kilpaillussa markkinassa ja strategian luontainen elinkaari fragmentaation edessä muodostavat kolme keskeistä riskitekijää, jotka selittävät osaltaan, miksi strategian ylisuoritus on niin voimakkaasti keskittynyt pienelle joukolle kokeneimpia toimijoita.

Tutkielman keskeisimpänä rajoitteena on sen kirjallisuuskatsausluonne: työ perustuu olemassa olevan tutkimuksen synteisiin eikä tuota uutta empiiristä evidenssiä. Lisäksi käytetty tutkimuskirjallisuus painottuu pääasiassa eurooppalaisiin aineistoihin, mikä rajoittaa löydösten yleistettävyyttä muihin markkinakonteksteihin. Eri tutkimusten erilaiset aineistot, ajanjaksot ja metodologiat tekevät suorasta vertailusta haastavaa, vaikka tulokset ovatkin pääosin samansuuntaisia.

Jatkotutkimuksen näkökulmasta suomalainen pääomasijoitusmarkkina tarjoaa luontevan kohteen: kotimainen empiirinen tutkimus B&B-strategioiden arvonluonnista on käytännössä olematonta, vaikka strategia on yleistynyt myös Suomessa. Lisäksi integraation laadun mittaaminen ja sen

yhteys pitkän aikavälin operatiiviseen suorituskyykyyn on kirjallisuudessa edelleen puutteellisesti katettu alue. Korkean korkotason ja tiukentuneiden rahoitusehtojen vaikutus B&B-strategioiden kannattavuuteen on niin ikään aihe, joka ansaitsee empiiristä tarkastelua nyt, kun nollakorko aika on päättynyt.

Lähteet

- Acharya V.V., Gottschalg O., Hahn M. & Kehoe C. (2011). Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. *European Corporate Governance Institute (ECGI)* (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1324016).
- Achleitner A.-K., Braun R. & Engel N. (2011). Value creation and pricing in buyouts: Empirical evidence from Europe and North America. *Review of Financial Economics*. (<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S105833001100036X>).
- Bansraj D., Smit H. & Volosovych V. (2022). Private Equity as Strategic Buyers. Working Paper. (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3646984).
- Brown K.C., Dittmar A. & Servaes H. (2005). Corporate Governance, Incentives, and Industry Consolidations. *The Review of Financial Studies*. (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=469681).
- Hammer B. (2018). Buy-and-Build Strategies and Buyout Duration: Evidence from Survival-Time Treatment Effects. Working Paper. (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2819995).
- Hammer B., Knauer A., Pflücke M. & Schwetzler B. (2017). Inorganic Growth Strategies and the Evolution of the Private Equity Business Model. *Journal Of Corporate Finance*. (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2338115#).
- Hammer B., Marcotty-Dehm N., Schweizer D. & Schwetzler B. (2022). Pricing and Value Creation in Private Equity-backed Buy-and-Build Strategies. *Journal of Corporate Finance*. (<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119922001286>).
- Heisig P., Kick J. & Schwetzler B. (2022). Buying Performance? The Impact of Multiple Arbitrage in B&B Strategies. Working Paper. (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4169612).
- Jensen M.C. (1989). Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*. (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146149).
- Jensen M.C. & Meckling W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043).
- Kaplan S.N. & Strömberg P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*. (<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.23.1.121>).
- Lertora M. & Gervasoni A. (2024). Buy-and-Build strategy: Evidence from a survey of private equity general partners. *Sinergie Italian Journal of Management*. (<https://ojs.sijm.it/index.php/sinergie/article/view/1671>).
- McKinsey & Company (2026). Global Private Markets Report 2026. (<https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/global-private-markets-report>).

- Smit H. (2001). Acquisition Strategies as Option Games. *Journal of Applied Corporate Finance*. (<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1745-6622.2001.tb00332.x>).
- Söffge F. & Braun R. (2018). Buyout Transactions in the German-Speaking Region: Determinants of Abnormal Performance and Unlevered Returns. *Journal of Applied Corporate Finance*. (<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/jacf.12300>).

Liitteet

Liite 1 Selvitys tekoälyn käytöstä

Olen käyttänyt generatiivista tekoälyä tämän tutkielman laatimisessa tukityökaluna. Käyttämäni työkalut, niiden käyttötarkoitus sekä tekoälyn tietojen todentamiseksi tekemäni toimenpiteet on kuvattu alempana. Vakuutan, että olen käyttänyt tekoälytyökaluja huolellisesti ja ilmoittanut niiden käytöstä ohjeistuksen mukaisesti. Otan täyden vastuun työni sisällöstä.

Käytetyt työkalut: Google Gemini 3.1, Anthropic Claude Sonnet 4.6

1.

- **Käytön vaihe:** aiheen valinta ja rajaus sekä tutkimuksen suunnittelu
- **Käyttötarkoitus:** Käytin Geminiä aiheen ideointiin ja rajaamiseen. Lisäksi käytin tekoälyä tutkimuksen alustavaan suunnitteluun.
 - esimerkki syöttötiedosta (20.1.2026): Ehdota minulle pääomasijoittamiseen liittyviä kandiaihteita.
 - esimerkki syöttötiedosta (9.2.2026): Millainen olisi toimiva rakenne kandille, kun aiheena on buy-and-build-strategian arvonluonti.
- **Todentaminen:** Käytin tekoälyä oman ideoinnin tukena, mutta lopullinen aiheen valinta ja rajaus sekä suunnittelu ovat itse tekemiäni. Tekemäni valinnat perustuivat pitkälti lukemaani kirjallisuuteen ja omaan kiinnostukseeni.

2.

- **Käytön vaihe:** kirjallisuuskatsauksen laatiminen
- **Käyttötarkoitus:** Käytin Geminiä hakusanojen ja -lausekkeiden ideointiin lähteiden hakua varten. Lisäksi pyysin tekoälyä etsimään tunnettuja lähteitä aiheeseeni liittyen.
 - **esimerkki syöttötiedosta (10.2.2026):** Ehdota erilaisia hakusanayhdistelmiä buy-and-build-strategian arvonluontiin liittyen.
 - **esimerkki syöttötiedosta (10.2.2026):** Ehdota minulle pääomasijoittamiseen liittyviä tunnettuja lähteitä.

- **Todentaminen:** Kaikki lähteet on valittu, luettu ja tarkistettu omasta toimestani. Tekoälyn ehdottamia lähteitä on hyväksytty käyttöön vain, jos ne sopivat asettamiini kriteereihin ja kandin luonteeseen.

3.

- **Käytön vaihe:** Tekstin muokkaaminen ja viimeistely
- **Käyttötarkoitus:** Käytin Claudea tekstini viimeistelemisessä ja tarkistamisessa. Lisäksi käytin tekoälyä tekemään tekstistäni sujuvampaa.
 - **esimerkki syöttötiedosta (10.4.2026):** Tarkista alaluku 3.2 kriittisesti ja anna konkreettiset korjausehdotukset.
 - **esimerkki syöttötiedosta (22.3.2026):** Pitäisikö luvun loppuun lisätä siirtymä seuraavaan lukuun vai onko tämänhetkinen silta lukujen välillä riittävä?
- **Todentaminen:** Tekoälyä on käytetty vain itse kirjoittamani tekstin viimeistelyyn ja kriittiseen arviointiin. Tarkistin huolellisesti tekoälyn ehdottamat muutokset varmistaakseni, että tekstin sanoma säilyi sellaisena kuin olin sen tarkoittanut. Vastaan täysin omasta tekstistäni.