

VAASAN YLIOPISTO

KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA

LASKENTATOIMI JA RAHOITUS

Julius Perttunen

PERHEOMISTEISET YHTIÖT JA TALOUDELLINEN SUORIUTUMINEN

Master's Degree Programme in Finance

VAASA 2016

SISÄLLYSLUETTELO	sivu
TIIVISTELMÄ	7
1. JOHDANTO	9
1.1. Tutkielman tavoite ja tutkimusongelma	10
1.2. Aikaisempia tutkimuksia	10
1.3. Hypoteesit	18
1.4. Tutkielman rakenne	21
2. OMISTUSRAKENTEEN VAIKUTUS MENESTYKSEEN	22
2.1. Valtio-omistus	22
2.2. Institutionaalinen omistaja	24
2.3. Pörssiyritysten omistusrakenne Suomessa	25
3. PERHEYHTIÖ	28
3.1. Perheyhtiön määritelmä	30
3.2. Erilaiset perheytykset	31
3.3. Perheomistuksen mahdolliset hyödyt	34
3.4. Perheomistuksen mahdolliset haitat	36
4. PERHEYHTIÖT JA RAHOITUSTEORIA	38
4.1. Agenttiteoria	39
4.2. Resurssiperusteinen teoria	40
4.3. Johdon osakeomistus	41
4.4. Finanssikriisi	43
5. TUTKIMUSAINEISTO JA –MENETELMÄT	47
5.1. Tutkimusaineisto	47
5.2. Tutkimusmenetelmät	49
5.3. Analysoitavien muuttujien määrittely	50
5.3.1. Tobinin q	50
5.3.2. Pääoman tuottoaste	51

5.3.3. Selittävä muuttuja	51
5.3.4. Kontrollimuuttujat	52
5.4. Tutkimusaineiston kuvailu	52
6. EMPIIRISET TULOKSET	58
6.1. Regressiomalli	58
6.2. Tulokset	59
6.2.1. Tulokset vuosilta 2008–2011	61
6.2.2. Tulokset vuosilta 2012–2014	63
7. YHTEENVETO	66
7.1. Johtopäätökset	67
7.2. Tutkimuksen jatkokäsittely	68
LÄHDELUETTELO	71
LIITTEET	
Liite 1. Tutkimusaineiston luokittelu.	77

KUVIOLUETTELO**sivu**

Kuvio 1. Ulkomaalaisten omistus Helsingin pörssissä noteerattujen osakkeiden markkina-arvosta.	26
Kuvio 2. Kolmen ympyrän malli perheyryyksille.	29
Kuvio 3. Erilaisten perheyryytysten luokittelu nelikentässä.	32
Kuvio 4. Perheomistajan vaikutus yrityksen suoriutumiseen.	38
Kuvio 5. Yhdysvaltain yrityslyuottokanta vuosina 2007–2008.	44
Kuvio 6. Helsingin pörssin yleisindeksin kehitys vuosina 1999–2014.	45

TAULUKKOLUETTELO

Taulukko 1. Yhteenveto perheyryryksii koskevistä tutkimuksista ja niiden tuloksista.	16
Taulukko 2. Tutkimusaineiston yhtiöt lajiteltuna toimialojen mukaan.	49
Taulukko 3. Tutkimusaineiston tunnuslukuja.	53
Taulukko 4. Keskiarvojen vertailu perheyryrytysten ja ei-perheyryrytysten välillä.	55
Taulukko 5. Tutkimusaineiston muuttujien keskinäiset korrelaatiot.	57
Taulukko 6. Regressiomallin tulokset vuosilta 2008–2014.	60
Taulukko 7. Regressiomallin tulokset vuosilta 2008–2011.	62
Taulukko 8. Regressiomallin tulokset vuosilta 2012–2014.	64

VAASAN YLIOPISTO**Kauppätieteellinen tiedekunta**

Tekijä:	Julius Perttunen
Tutkielman nimi:	Perheomisteiset yhtiöt ja taloudellinen suoriutuminen
Ohjaaja:	Sami Vähämaa
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri
Yksikkö:	Laskentatoimi ja rahoitus
Oppiaine:	Laskentatoimi ja rahoitus
Aloitusvuosi:	2011
Valmistumisvuosi:	2016

Sivumäärä: 79

TIIVISTELMÄ

Perheomistus ovat yksi merkittävä omistamisen muoto. Perheet eroavat muista omistajatahoista siten, että niiden sijoitushorisontti saattaa olla erilainen, ne voivat olla kiinnostuneempia yrityksen liiketoiminnasta kuin muut omistajat ja omistajaperheen jäseniä voi työskennellä myös yhtiön operatiivisessa johdossa. Omistavan perheen varallisuudesta valtaosa saattaa olla sijoitettuna omistettavaan yritykseen. Lisäksi perheomistajuuden väitetään pienentävän agenttikustannuksia ja siten johtavan parempaan taloudelliseen suoriutumiseen.

Moni kansainvälisellä aineistolla tehty tutkimus perheyhtiöistä osoittaa, että perheomistajuus on positiivisesti korreloitunut yrityksen taloudellisen menestymisen kanssa. Aiheesta on julkaistu useita tutkimuksia viimeisen 10 vuoden kuluessa, mutta suomalaisesta aineistosta tehtyä tutkimusta on olemassa vain vähän.

Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää, kuinka perheomistus vaikuttaa suomalaisten pörssilistattujen yhtiöiden taloudelliseen suoriutumiseen vuosina 2008–2014. Tätä selvitetään regressiomallilla, jossa suoriutumista mitataan kokonaispääoman tuottoasteella sekä Tobinin q :lla. Lisäksi vertaillaan perheyriyten menestymistä vuosina 2008–2011 sekä vuosina 2012–2014 ja selvitetään, onko suoriutumisessa eroa erilaisissa taloussuhdanteissa.

Tutkielman tulosten perusteella suomalaiset perheyhtiöt ovat keskimäärin pienempiä ja vanhempia kuin hajautetusti omistetut yhtiöt. Kun mitataan taloudellista menestymistä pääoman tuottoasteella ja Tobinin q :lla, ei perheomistajuudella vaikuta olevan positiivista vaikutusta yritysten taloudelliseen menestymiseen. Tulokset ovat samansuuntaisia sekä koko tutkimusperiodin ajan kuin myös vuosina 2008–2011 ja 2012–2014.

AVAINSANAT: perheyhtiö, menestyminen, Tobinin q , kokonaispääoman tuottoaste, agenttiteoria

1. JOHDANTO

Järjestäytynyt arvopapereiden kauppa alkoi Suomessa jo 1860-luvulla ja arvopaperikauppa Helsingin pörssissä aloitettiin vuonna 1912 (Pörssisäätiö 2012). Suomessa pörssiyhtiöiden omistus oli pitkään keskittynyt suurille pankeille sekä muille institutionaalisille toimijoille. Ulkomaalaisten toimijoiden ei ollut lupa omistaa pörssiosakkeita. Vasta 1980- ja 1990-lukujen vaihteissa tätä säännöstelyä alettiin asteittain purkaa ja sitä myöten ulkomaalaisomistus on Helsingin pörssissä kasvanut. Tällä hetkellä pörssin yritysten markkina-arvosta noin 44 prosenttia on ulkomaalaisomistuksessa. Lisäksi eläkevakuutusyhtiöillä ja kotitalouksilla on merkittävä rooli Suomen osakemarkkinoilla. (Suomen Pankki 2015.)

Yksi olennainen omistajaryhmä, joka usein jää omistuskeskusteluissa sivuun, on perheomistajuus. Tällä viitataan siihen, että jokin perhe, suku tai yksittäinen henkilö hallitsee merkittävää omistusosuutta yhtiöstä joko suoraan tai välillisesti. Aihe on sikäli mielenkiintoinen, että kaikista Suomessa olevista yrityksistä arvioidaan 80–86 prosenttia olevan perheyrityksiä. Lisäksi Helsingin pörssin julkisen kaupankäynnin kohteena olevista yrityksistä yli 30 voidaan luokitella perheyritykseksi (Perheyritysten liitto 2009). Länsi-Euroopassa valtaosa pörssilistatuista yrityksistä on yhden suvun tai perheen hallussa (Pajarinen & Ylä-Anttila 2006) ja esimerkiksi Yhdysvalloissa S&P 500-listan yrityksistä yli 35 prosenttia voitiin luokitella perheyrityksiksi 2000-luvun alussa (Anderson & Reeb 2003: 1302). Kuten Lee (2006: 112) toteaa, perheyritys on yleisin liiketoiminnan organisaatiomuoto maailmassa.

Vaikka perheiden rooli omistajina pörssiyrityksissä on merkittävä, on aihetta käsittelevää akateemista tutkimusta tehty melko vähän. Aihe on noussut vasta 2000-luvulla tutkijoiden mielenkiinnon kohteeksi. Varsinkin suomalaisten yhtiöiden omistusrakenteita ja perheomistuksia sivuavaa tutkimusta on tehty aiemmin hyvin vähän. Ottaen huomioon perheiden merkittävän roolin suomalaisyhtiöiden omistajina, on kiinnostavaa selvittää, onko yrityksen omistusrakenteella positiivista tai negatiivista merkitystä yhtiön taloudelliseen menestykseen.

Aihe on mielenkiintoinen tutkimusaihe myös siksi, että se kattaa monia eri tutkimusalueita eri tiedealoilta. Perheyhtiöihin ja niiden rooliin yritys kentässä liittyy muun muassa rahoitus- ja taloustiede, strateginen johtaminen, organisaatiotiede, sosiologia, antropologia sekä psykologia (Chrisman, Chua & Sharma 2005: 555).

1.1. Tutkielman tavoite ja tutkimusongelma

Tässä pro gradu -tutkielmassa on tarkoitus selvittää, millainen on yhtiön taloudellinen menestys, mikäli yhdellä perheellä, suvulla tai henkilöllä on merkittävä omistusosuus yhtiön osakkeista. Tavoitteena on saada selville, kuinka perheomisteiset yhtiöt eroavat muista yhtiöistä ja onko niiden suoriutumisessa havaittavissa mahdollisesti eroa, eli tuoko perhe yrityksen merkittävänä omistajana lisäarvoa itse yrityksen toimintaan ja tuloksellisuuteen. Ero voi myös olla negatiivinen perheyhtiöiden kohdalla, eli vahva yksittäinen henkilö- tai perheomistaja saattaa heikentää omistuksen kohteena olevan yhtiön suoriutumista. On myös mahdollista, ettei tilastollisesti merkittävää eroa perheyhtiöiksi ja ei-perheyhtiöiksi luokiteltavien yritysten välillä löydy.

Tässä tutkielmassa käsiteltävä tutkimuskysymys kuuluu: kuinka suomalaiset perheomisteiset pörssi-yhtiöt ovat pärjänneet taloudellisilla tunnusluvuilla mitattuna verrattuna muihin suomalaisiin pörssi-yhtiöihin. Tarkoituksena on lisäksi erotella suoriutumista vuosien 2007–2009 finanssikriisin aikana ja sen jälkeen. Tällä tavoin pyritään selvittämään, onko omistusrakenteella merkitystä yrityksen menestykseen erilaisina taloudellisina aikoina, kuten nousu- ja laskusuhdanteessa. Laskusuhdannetta kuvaavat vuodet 2008–2011 ja noususuhdannetta vuodet 2012–2014.

1.2. Aikaisempia tutkimuksia

Useat tutkimukset ovat todenneet, että yritysten taloudellisella menestyksellä ja niiden omistusrakenteella on yhteys (esimerkiksi Shleifer & Vishny 1988; Kang & Shivadasani 1995; Gedajlovic & Shapiro 1998; Thomsen & Pedersen 2000). Nämä tutkimukset eivät ole kuitenkaan painottuneet niinkään omistuksen keskittymiseen yhdelle perheelle tai suvulle vaan pikemminkin omistuksen yleiseen keskittymiseen tietyille tahoille.

Anderson & Reeb (2003) ovat tutkineet pörssi-yhtiöiden omistusrakenteen ja taloudellisen menestyksen yhteyttä perheyhtiöiden näkökulmasta. Tutkimus on ensimmäinen laajan tietokannan tutkimus, jossa selvitetään perustajaperheen omistuksen ja yrityksen suoriutumisen välistä yhteyttä koskien suuria yhdysvaltalaisia yrityksiä. Tutkimus on toiminut perustana monelle myöhemmälle aihepiiriä käsittelevälle tutkimukselle ja myös tämä tutkielma tulee pohjautumaan monelta osin Anderson & Reebin (2003) tutkimukseen.

Aineistona tutkimuksessa käytetään S&P 500 -indeksin yritysten tietoja vuosilta 1992–1999. Aineistosta on jätetty pois rahoituslaitokset, kuten usein tällaisissa tutkimuksissa, johtuen niiden tunnuslukujen laskemisen haasteellisuudesta. Samoin julkishyödykkeitä tuottavat yritykset on poistettu tutkimusaineistosta, koska tällaisten yritysten saamat valtiontuet saattaisivat vääristää niiden tulostietoja. Kaikkiaan yrityksiä aineistoon päätyy 403 kappaletta. Yritysten suoriutumista mitataan Tobinin q :lla sekä kokonaispääoman tuottoasteella (ROA). Selittävinä muuttujina tutkimuksessa käytetään muun muassa yrityksen kokoa, kasvumahdollisuuksia, riskiä, velkaisuutta sekä yrityksen ikää. (Anderson & Reeb 2003.)

Tutkimuksessa selviää, että perheyhtiöt pärjäävät muita yhtiöitä paremmin mitattaessa suoriutumista sekä Tobinin q :lla että pääoman tuottoasteella. Tulosten perusteella vaikuttaa siltä, että yrityksen taloudellinen tulos on parempi, kun omistusosuus keskittyy yhdelle perheelle tai suvulle. Kuitenkin mikäli omistusosuus nousee yli 30 prosentin, alkaa vaikutus yrityksen menestykseen heikkenemään. Liian keskittyneestä omistuksesta voi olla siis haittaa, vaikka tällaiset yritykset pärjäävät tutkimuksen mukaan silti keskimäärin paremmin kuin yritykset, joita ei luokitella perheyhtiöiksi lainkaan. (Anderson & Reeb 2003.)

Villalonga & Amit (2004) havaitsevat, että perheen toimiminen omistajan roolissa tuo lisäarvoa vain silloin, kun alkuperäinen yhtiön perustaja on edelleen mukana yrityksen toiminnassa. Perheomistus kasvattaa yrityksen arvoa vain silloin, kun yhtiön perustaja toimii toimitusjohtajana yhtiössä tai hallituksen puheenjohtajana ja toimitusjohtajana toimii yhtiön ulkopuolelta palkattu johtaja. Tutkimuksen mukaan sillä ei ole merkittävää eroa, toimiiko perustaja hallituksesta käsin vai työskenteleekö hän toimitusjohtajana. Vaikutus yrityksen tulokseen ja menestykseen on molemmissa tapauksissa samankaltainen.

Samoin yhtiön perustajan vaikutus menestykseen näkyy siinä, että tutkimustulosten perusteella perheyhtiöt menestyvät paremmin kuin muut yhtiöt perustajan ollessa mukana liiketoiminnassa. Sen sijaan seuraavan sukupolven ottaessa vastuun yhtiön johtamisesta ja omistuksen hallinnoinnista, ei ole enää nähtävissä tilastollisesti merkittävää eroa perheomisteisten ja muiden hajautetusti omistettujen yhtiöiden taloudellisen suoriutumisen välillä. (Villalonga & Amit 2004.)

Maury (2006) selvittää tutkimuksessaan perheyhtiöiden suoriutumista Länsi-Euroopassa. Tutkimus on hyvin samankaltainen kuin Anderson & Reebin (2003)

tutkimus, suurin ero on aineiston valinnassa. Maury (2006) tutkimuksessa aineistoon on kerätty länsieurooppalaisten yritysten tulostietoja vuodelta 2003 ja mukana on myös suomalaista aineistoa. Lisäksi Maury (2006) selvittää, onko yritysten suoriutumisella eroa silloin, kun perheen jäsenet toimivat pelkästään omistajina ja silloin, kun heillä on myös edustajia operatiivisissa tehtävissä, esimerkiksi toimitusjohtajana.

Tutkimuksen lopputulos on myös samankaltainen, mihin Anderson & Reeb (2003) päätyvät. Perheen hallussa olevat yritykset ovat menestyneet paremmin kuin muut yritykset, erityisesti silloin, kun perheenjäsen tai hänen edustajansa on mukana yhtiön johtotehtävissä. Tutkimuksessa mitataan menestystä Tobinin q :lla ja pääoman tuottoasteella. Tulosten mukaan yritykset, joiden omistaja on yksittäinen perhe tai suku, saavuttavat keskimäärin 7 prosenttia suuremman Tobinin q -arvon. Samoin tällaisten yhtiöiden ROA eli pääoman tuottoaste on keskimäärin 16 prosenttia korkeampi muihin yrityksiin verrattuna. Tutkimuksen mukaan perheomistus on siis hyväksi yrityksille, koska nämä yhtiöt tuottavat suurempaa omistaja-arvoa myös yrityksen muille osakkeenomistajille. (Maury 2006.)

Pajarinen ja Ylä-Anttila (2006) tutkivat suomalaisia perheyhtiöitä ja niiden omistusrakenteen vaikutusta yritysten taloudelliseen menestykseen. Tarkasteluajanjakso on 1986–2004 ja tässä tutkimusaineistossa yrityksistä keskimäärin viidennes voidaan luokitella perheyhtiöksi. Tutkimusotoksessa on mukana myös pörssin ulkopuolisia yhtiöitä. Aineiston perheytykset ovat vanhempia kuin muut yritykset, sillä niiden keski-ikä on otoksessa 59 vuotta, kun muilla ei-perheyhtiöillä se on 24 vuotta. Liikevaihdolla mitattuna perheytykset ovat keskimäärin hieman pienempiä yrityksiä kuin muut yhtiöt.

Tutkimuksen mukaan perheytykset ovat pääoman tuottoasteella mitattuna vähintään yhtä kannattavia kuin muutkin yritykset. Keskimäärin niiden kasvuvauhti on hitaampaa kuin pörssiyrityksillä, mutta kuitenkin nopeampaa kuin ulkomaalaisomistuksessa olevilla yrityksillä. Tutkimuksessa ulkomaalaisomisteiseksi yritykseksi määritellään yritys, jonka osakeomistuksesta ja määräysvallasta vähintään puolet on ulkomaisella yrityksellä. Pääasiassa tällaisia ovat monikansallisten yhtiöiden Suomen tytäryhtiöt. (Pajarinen & Ylä-Anttila 2006.)

Andres (2008) tutkii saksalaisten listattujen yhtiöiden menestystä omistuksen näkökulmasta vuosina 1998–2004. Tässä aineistossa perheyhtiöitä on 37,5 prosenttia kaikista yhtiöistä. Tutkimuksessa tarkastelu on rajattu perheyhtiöihin, joiden omistajana

toimii kyseisen yrityksen perustanut perhe. Tarkemmin perheyhtiö on määritelty yhtiöksi, jossa perustajalla tai hänen perheenjäsenillään on yhtiössä vähintään 25 prosentin omistusosuus tai mikäli omistus alittaa 25 prosenttia äänivallasta, tulee heidän toimia yrityksen johtotehtävissä tai hallituksessa (Andres 2008: 435).

Tutkimuksesta selviää, että perheomisteiset yhtiöt ovat menestyneempiä kuin muut hajautetusti omistetut yritykset. Lisäksi ne pärjäävät paremmin kuin muut yritykset, joilla on keskittynyt omistus, mutta ei yhtä merkittävää perheomistajaa. Parhaiten menestyvät yhtiöt, joiden toiminnassa perustajaperhe on edelleen aktiivinen, joko operatiivisessa toiminnassa johtotehtävissä tai hallitustyöskentelyn kautta. Vahvin positiivinen vaikutus perheomistuksella on silloin, kun yrityksen perustaja työskentelee itse yhtiön toimitusjohtajana. Nämä tulokset ovat yhdenmukaisia Villalonga & Amitin (2004) tutkimuksen kanssa. (Andres 2008.)

Martikainen, Nikkinen & Vähämaa (2009) tutkivat perheyhtiöitä, niiden tuottavuutta sekä mahdollisia eroja niiden käyttämissä tuotantomenetelmissä. Tutkimuskohteena ovat S&P 500 -indeksin yhtiöt ja tarkoituksena on selvittää, onko erilaisissa tuotantoteknologioissa ja tuotannon tehokkuudessa selitys niiden muita yhtiöitä paremmaksi todettuun kannattavuuteen. Aiempien tutkimusten perusteella perheyhtiöiden omistajien varallisuudesta merkittävä osuus on kiinni omistetussa perheyhtiöissä ja perheyhtiöiden johtajat keskittyvät usein pitkän aikavälin menestykseen enemmän kuin lyhyen aikavälin menestyksen maksimointiin. Näin ollen Martikaisen ym. (2009) tutkimushypoteesinä on ajatus, että perheyhtiöissä investoidaan hajautetusti omistettuja yhtiöitä enemmän tuotantoteknologiaan ja tehokkuuteen. Siten perheyhtiöt myös olisivat tehokkaampia ja tuottavampia kuin ei-perheyhtiöt. Tulosten perusteella perheomistajalla on positiivinen vaikutus yhtiön tuotannon tehokkuuteen. Erot tuottavuuden välillä perheyritysten ja ei-perheyritysten välillä eivät johdu erilaisista tuotantoteknologioista, vaan perheyhtiöt ovat yksinkertaisesti tehokkaampia organisaatioita ja paremmin menestyneitä yhtiöitä kuin ei-perheyhtiöt. Perheyhtiöt käyttävät toiminnassaan tehokkaammin hyödyksi pääomaansa sekä työvoimaansa. (Martikainen ym. 2009.)

Peng & Jiang (2010) tutkivat aasialaisia perheyrityksiä seitsemästä eri maasta, jotka ovat Hong Kong, Indonesia, Malesia, Singapore, Etelä-Korea, Taiwan ja Thaimaa. Tutkimusaineisto on kerätty vuodelta 1996 eli vuosi ennen Aasian talouskriisiä vuonna 1997 ja se sisältää 634 perheyhtiöksi luokiteltavaa yritystä. Tutkijat selvittävät omistajuuden merkitystä keskittyen suuriin yhtiöihin, joiden merkittävimpänä

omistajana toimii perhe. Lähtökohtana tutkimuksessa on vertailla perheomistajuuden vahvuuksia ja heikkouksia sekä selvittää, onko perheen toimimisesta omistajana ja omistajaperheen jäsenen toimimisesta yhtiön toimitusjohtajana enemmän hyötyä kuin haittaa yhtiöiden menestykselle. Lisäksi Peng & Jiang (2010) tutkivat kansallisten instituutioiden ja lainsäädännön merkitystä perheyhtiöiden menestykseen. Tulosten perusteella maissa, joissa on kehittyneet instituutiot, perheomistus tuo enemmän hyötyä kuin haittoja yhtiön menestykselle. Sen sijaan maissa, joissa instituutiot ovat vähemmän kehittyneitä, vahva perheomistaja voi ajaa omia etujaan vähemmistöomistajien kustannuksella. Kaiken kaikkiaan yhteiskunnan lainsäädännön ja sääntelyn kehitys on systemaattisesti korreloinut perheomistajuuden etujen ja haittojen suhteen.

Chrisman & Patel (2012) selvittävät perheyriyten investointeja tuotekehitykseen. Tutkimuksessa vertaillaan 964:ää pörssilistattua perheyhtiötä ja ei-perheyhtiötä vuosilta 1998–2007. Kaikki tutkimusaineiston yhtiöt kuuluvat S&P 1500 -indeksiin. Chrisman & Patel (2012) tutkivat yritysten tuotekehitysinvestointeja sekä niiden vaihteluja ajan kuluessa. Tulosten perusteella perheyhtiöt käyttävät merkittävästi vähemmän panostuksia tuotekehityskuluihin kuin ei-perheyhtiöiksi luokitellut yritykset. Perheyhtiöt kasvattavat tuotekehitysinvestointeja enemmän kuin ei-perheyhtiöt silloin, kun yrityksen taloudellinen suoriutuminen heikkenee merkittävästi. Perheyhtiöiden vuosittain tuotekehitykseen käyttämät panostukset vaihtelevat enemmän kuin ei-perheyhtiöillä, mutta vaihtelu myös vähenee enemmän perheyhtiöissä kuin ei-perheyhtiöissä, jos taloudellinen menestyminen heikkenee. Chrismanin & Patelin (2012) mukaan perheyhtiöt vaikuttavat välttelevän keskimäärin enemmän riskejä kuin ei-perheyhtiöt, mutta perheyhtiöt ovat myös heterogeenisempi joukko riskinottajana. Perheyhtiöiden omistajat ja johtajat, jotka pitävät tärkeänä pitkän aikavälin menestystä, tekevät liiketoiminnassa enemmän riskipitoisia ja pitkäkestoisia sijoituksia, kuten sijoituksia tuotekehitykseen.

Lins, Volpin & Wagner (2013) selvittävät, kuinka perheomistus vaikuttaa yritysten arvostukseen ja päätöksentekoon finanssikriisin aikana vuosina 2008–2009. Tutkijoiden tutkimusaineisto sisältää 8854 yritystä 35:stä eri maasta. Yleisintä perheomistus on aineiston mukaan Ranskassa, Italiassa, Saksassa, Hong Kongissa sekä Etelä-Koreassa. Tutkimus osoittaa, että yritykset, joiden omistus on keskittynyt yhdelle perheelle, menestyvät kriisin aikana heikommin kuin muut yhtiöt. Lisäksi tutkimuksessa havaitaan yhteys yritysten investointien ja omistussuhteiden välillä. Lins ym. (2013) osoittavat, että perheomisteiset yhtiöt leikkaavat investointejaan kriisin aikana, joka johtaa heikompaan menestykseen jatkossa. Lisäksi niiden tekemät investoinnit ovat vähemmän

riskiä sisältäviä verrattuna muiden yhtiöiden investointeihin. Tutkijoiden mukaan tämä riskinkaihtaminen selittää osittain muita yhtiöitä heikompaa suoriutumista finanssikriisin aikana. (Lins ym. 2013.)

Miller, Minichilli & Corbetta (2013) tutkivat italialaisia keskikokoisia ja suuria perheyhtiöitä. He selvittävät erityisesti sitä, kuinka yrityksen menestykseen vaikuttaa se, että omistavan perheen jäsen toimii yhtiön toimitusjohtajana. Tutkimusaineistoon kuuluu sekä listattuja että listaamattomia perheyhtiöitä, joiden liikevaihto on yli 50 miljoonaa euroa, sisältäen kaikkiaan 4221 perheyhtiötä vuosilta 2000–2008. Miller ym. (2013) havaitsivat, että jos yhtiöllä on perheomistaja, jonka jäsen toimii yhtiön toimitusjohtajana, se parantaa yrityksen taloudellista menestystä silloin, kun yhtiö on pieni ja sen omistus on keskittynyttä. Mikäli yritys on suuri ja sen omistus on hajautuneempaa, on omistajajäsenen toimimisella toimitusjohtajana negatiivinen vaikutus taloudelliseen menestykseen.

Isakov & Weisskopf (2014) käyttävät tutkimusaineistossaan sveitsiläisiä pörssiyhtiöitä vuosilta 2003–2010 aineiston sisältäen kaikkiaan 185 yhtiötä. Tutkijat selvittävät perheyhtiöiden taloudellista menestymistä pääoman tuottoasteella sekä Tobinin q:lla mitattuna ja vertaavat sitä hajautetusti omistettujen yritysten suoriutumiseen. Perheyhtiöiden suoriutumista verrataan myös sellaisiin yhtiöihin, joilla on yksi merkittävä omistajataho, joka ei kuitenkaan ole perhe, vaan esimerkiksi institutionaalinen sijoittaja. Tutkimuksessa huomioidaan perheomistajan omistusosuus ja selvitetään, onko omistusosuuden suuruudella merkitystä. Tulosten perusteella perheyhtiöt ovat kannattavampia kuin muut yhtiöt. Mikäli perheen omistusosuus nousee kuitenkin yli 80 prosentin, ei perheomistajuudella ole enää positiivista vaikutusta yhtiön taloudelliseen menestykseen.

Useimmissa tutkimuksissa perheyhtiö-käsite sisältää niin yhtiöt, joiden merkittävin omistaja on perhe tai suku sekä myös sellaiset yhtiöt, joiden omistuksesta suuri osa on yhden henkilön hallussa. Perheyhtiöitä koskevissa tutkimuksissa ei yleensä tehdä eroa sen välille, onko kyse yhden henkilön vai perheen omistamasta yhtiöstä. Cannella, Jones & Withers (2015) erottelevat tutkimuksessaan tällaiset yhtiöt toisistaan ja vertailevat niitä yhtiöihin, joiden omistus on hajautunutta. Tutkijat selvittävät eri tyyppisten yhtiöiden yhteistyötä muiden yhtiöiden kanssa sekä niiden johtajien toimintaa. Tutkimusaineisto sisältää julkisen kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä vuosilta 1991–2005 sisältäen kaikkiaan 742 pohjoisamerikkalaista yhtiötä. Tutkimuksessa selviää, että yhtiöt tekevät enemmän yhteistyötä sellaisten yhtiöiden

kanssa, joiden omistus pohja on samankaltainen. Yhtiöt myös palkkaavat johtajia todennäköisemmin sellaisista yhtiöistä, joiden omistus pohja vastaa niiden omistusta, eli perheyhtiöt palkkaavat johtajia muista perheyhtiöistä enemmän kuin hajautetusti omistetuista yrityksistä. Vastaavasti johtajat sellaisissa yhtiöissä, joiden merkittävänä omistajana toimii joko perhe tai yksittäinen henkilö, tekevät keskimäärin pidemmän uran yhtiön palveluksessa kuin johtajat, jotka työskentelevät hajautetusti omistetun yrityksen palveluksessa. Cannellan ym. (2015) tutkimuksen mukaan perheyhtiöiden omistuksesta pienempi osa on institutionaalisten omistajien hallussa verrattuna yhden henkilön omistamiin yhtiöiden sekä hajautetusti omistettuihin yhtiöihin. Yhtenä perusteena esitetään perheomistajien erilaista suhtautumista liiketoimintaan ja sen kasvattamiseen. Perheyhtiöt pyrkivät monesti säilyttämään perheyhtiössä olevan varallisuutensa, kun taas hajautetusti omistettujen yhtiöiden omistajat pitävät yrityksen tärkeimpänä tehtävänä omistaja-arvon kasvattamista. Näin ollen institutionaaliset omistajat saattavat vierastaa sellaisia yhtiöitä, joiden johdossa on henkilöitä, joilla on johtamiskokemusta perheyhtiöistä. (Cannella ym. 2015: 452–453.)

Taulukko 1. Yhteenveto perheyriityksiä koskevista tutkimuksista ja niiden tuloksista.

Tekijä(t)	Tutkimus- ajankohta	Tutkimusaineisto	Tulos
Anderson & Reeb (2003)	1992–1999	403 S&P 500 - indeksin yhtiötä	Perheyriitykset menestyvät ROA:lla mitattuna keskimäärin 6,65% ja Tobinin q:lla mitattuna keskimäärin 10% paremmin kuin ei-perheyriitykset
Villalonga & Amit (2004)	1994–2000	508 Fortune 500 - yhtiötä	Jos perustaja toimii toimitusjohtajana tai hallituksen puheenjohtajana, perheomistajuudella on positiivinen vaikutus
Maury (2006)	2003	1672 länsieurooppa- laista yritystä	Perheyriitykset menestyvät ROA:lla mitattuna keskimäärin 16% ja Tobinin q:lla mitattuna keskimäärin 7% paremmin kuin ei-perheyriitykset
Pajarinen & Yläanttila (2006)	1986–2004	suomalaiset perheyhtiöt	Perheyriitykset ovat ROA:lla mitattuna vähintään yhtä kannattavia kuin muut yhtiöt

Andres (2008)	1998–2004	275 saksalaista yhtiötä	Perheyhtiöt menestyvät paremmin ROA:lla mitattuna, erityisesti, jos omistava perhe on operatiivisessa toiminnassa mukana
Martikainen, Nikkinen & Vähämaa (2009)	1992–1999	159 S&P 500 -indeksin yhtiötä	Perheomistajuudella on positiivinen vaikutus tuotannon tehokkuuteen
Peng & Jiang (2010)	1996	634 aasialaista perheyhtiötä	Maissa, joissa on kehittyneet instituutiot, perheomistuksella on positiivinen vaikutus ja maissa, joissa kehittymättömät instituutiot, vaikutus on negatiivinen
Chrisman & Patel (2012)	1998–2007	964 S&P 1500 -indeksin yhtiötä	Perheyhtiöt investoivat vähemmän tuotekehitykseen kuin muut yhtiöt
Lins, Volpin & Wagner (2013)	2008–2009	8854 yritystä 35:stä eri maasta	Perheyhtiöt suoriutuvat heikommin kuin muut yhtiöt kriisin aikana
Miller, Minichilli & Corbetta (2013)	2000–2008	4221 italialaista perheyrittystä	Jos yritys on pieni ja omistus on keskittynyttä, on perheomistajan toimimisella toimitusjohtajana positiivinen vaikutus
Isakov & Weisskopf (2014)	2003–2010	185 sveitsiläistä yhtiötä	Perheomistus johtaa parempaan taloudelliseen menestykseen, yli 80% omistus alkaa vaikuttaa negatiivisesti
Cannella, Jones & Withers (2015)	1991–2005	742 pohjoisamerikkalaista yhtiötä	Perheyhtiöt ovat enemmän yhteistyössä perheyhtiöiden kanssa kuin muiden yhtiöiden kanssa

Taulukkoon 1 on koottu perheyrittäjiä koskevia tutkimuksia. Iso osa tutkimuksista käsittelee pohjoisamerikkalaisia tai eurooppalaisia yhtiöitä. Monet tutkimustuloksista viittaavat siihen, että perheomistuksella on positiivinen yhteys yritysten taloudelliseen menestymiseen. Osa tutkijoista on kuitenkin sitä mieltä, että perheomistajuudella ei ole merkitystä taloudellisen menestymisen kannalta tai että vaikutus voi olla jopa negatiivinen.

Dyerin (2006: 254) mukaan useimmat perheyriityksiä käsittelevät tutkimukset ovat sellaisia, jotka vertailevat perheyhtiöiden ja ei-perheyhtiöiden välisiä eroja yhtiöiden suoriutumisessa taloudellisin mittarein mitattuna. Ongelma on hänen mukaansa se, ettei ole yhtä yleispätevää kriteeriä perheyhtiön määritelmälle. Joissakin tutkimuksissa perheyhtiö on määritelty hyvinkin subjektiivisesti sen mukaan, mitkä yhtiöt kyseisen tutkimuksen tehneen tutkijoiden mielestä voidaan määritellä perheyhtiöiksi. Toisissa tutkimuksissa taas on määritelty hyvinkin tarkkaan jokin prosenttiosuus, jonka ylittävä omistusosuus tekee yhtiöstä perheyhtiön. Tästä johtuen joissakin tutkimuksissa on perheyhtiöiksi määritelty sellaisia yhtiöitä, jotka jossakin toisessa tutkimuksessa olisi saatettu määritellä ei-perheomisteisiksi yhtiöiksi. Koska määritelmät vaihtelevat näin rajusti, ei Dyerin (2006) mielestä eri tutkimuksista voi vetää yhteneviä johtopäätöksiä, vaan jokaista tutkimusta tulisi tarkastella omana kokonaisuutenaan. Yksi selitys ristiriitaisille perheyhtiöitä käsitteleville tutkimustuloksille voi olla perheyhtiön määritteleminen. Koska eri tutkimuksissa perheomistajuus on määritelty erilailla, eivät kaikki tutkimukset ole täysin vertailukelpoisia.

1.3. Hypoteesit

Iso osa perheyriityksiä käsittelevien tutkimusten tuloksista viittaa siihen, että perheyhtiöillä on taipumus menestyä taloudellisesti mitattuna paremmin kuin muut yhtiöt, joiden omistus ei ole perheiden hallussa (esimerkiksi Anderson & Reeb 2003; Maury 2006; Andres 2008). Vaikka aiemmat tutkimukset keskittyvät pääasiassa yhdysvaltalaisiin ja länsieurooppalaisiin yhtiöihin, voidaan olettaa, että samat tulokset ovat yleistettävissä koskemaan myös suomalaisia pörssilistattuja perheyhtiöitä. Martínez, Stöhr & Quiroga (2007: 85) listaavat perheomistuksen etuja ja haittoja. Hyödyiksi tutkijat mainitsevat tiukemman valvonnan, pidemmän aikavälin johtamis- ja sijoitusperspektiivin, osakkeenomistajien intressien yhtenäisyyden, tehokkaamman ja joustavamman päätöksentekovalmiuden sekä vahvemman yrityskulttuurin, joka pohjautuu perheen arvoihin. Vastaavasti tekijöitä, jotka saattavat vaikuttaa negatiivisesti perheyhtiöiden menestykseen ovat agenttiongelmät, jotka johtuvat vahvasta yksittäisestä omistajasta, perheen tai suvun sisäisten asioiden päällekkäisyys yritysten asioiden suhteen, nepotismi eli omien sukulaisten suosiminen palkkauksessa sekä muutoksen ja uusien asioiden vastustaminen.

Martínez ym. (2007: 85) uskovat, että vahvan yksittäisen omistajan eli tässä tapauksessa perheen mukanaolo tuo yritykselle enemmän hyötyjä kuin haittoja. Koska yleisesti

perheyhtiöiden heikkouksiksi laskettavat tekijät liittyvät johtamiseen sekä hallintoon, pörssilistattujen yhtiöiden osalta näiden tekijöiden vaikutus on vähäisempi. Pörssi-yhtiöt joutuvat tiukemman tarkastelun kohteeksi kuin listaamattomat yhtiöt. Analytiikot seuraavat niitä, niiden raportointi- ja johtamiskäytännöt ovat tiukemmat ja johdon suoriutumista arvioidaan kriittisemmin (Martínez ym. 2007: 85–86). Nämä seikat puoltavat sitä, että perheomistuksen negatiiviset vaikutukset omistettavaan yritykseen jäävät heikommiksi listatuissa yhtiöissä kuin listaamattomissa yhtiöissä. Näin ollen voidaan olettaa, että pörssilistatut perheyhtiöt pärjäävät paremmin kuin muut yhtiöt, joilla ei ole yhtä vahvaa perhe- tai henkilöomistajaa. Tästä voidaan johtaa tutkielman ensimmäinen hypoteesi.

H1: Suomalaiset perhe-omistetuiksi pörssi-yhtiöiksi luokiteltavat yhtiöt ovat menestyneet taloudellisesti mitattuna paremmin kuin muut, hajautetusti omistetut yhtiöt.

Tutkielmassa koko tutkimusperiodi eli vuodet 2008–2014 jaetaan myös kahteen erilliseen jaksoon. Toinen jakso kattaa vuodet 2008–2011. Tuona aikana pörssit ympäri maailmaa, kuten myös Suomessa, laskivat voimakkaasti. Tämä aikakausi kuvaa tutkimusaineistossa matalasuhdannetta. Tarkoituksena on selvittää, kuinka perheomisteiset yhtiöt ovat pärjänneet matalasuhdanteessa, onko niiden menestys kenties vahvempaa vai heikompaa kuin muilla yhtiöillä. Perheyhtiöillä on tyypillisesti taseessaan vähemmän velkaa verrattuna muihin yhtiöihin. Matalampi velkaantuneisuusaste kertoo siitä, että ne eivät toimi pääomavaltaisilla aloilla, kuten valmistavassa teollisuudessa. Perheyhtiöt käyttävät toiminnassaan myös vähemmän velkavipua, jolloin niiden velkaantuneisuusaste on matalampi ja samalla riskit pienemmät verrattuna muihin hajautetusti omistettuihin yhtiöihin. Tämä havainto viittaa siihen, että niiden taloudellinen menestys on stabiilimpaa eikä niin suhdanneherkkää kuin hajautetusti omistetuilla yhtiöillä. (Gallo, Tàpies & Cappuyns 2004: 310–311.)

Lee (2006) tutkii yhdysvaltalaisen S&P 500 -indeksiin kuuluvien perheyhtiöiden suoriutumista vuosina 1992–2002. Tutkimuksessa tarkastellaan erikseen vuosia 2000–2002, jolloin Yhdysvalloissa oli kansallinen lama ja yhtiöiden taloudellinen menestys yleisesti ottaen heikkeni. Lee (2006) havaitsee, että perheyrittäjien liikevaihdot kasvoivat tuona ajanjaksona lähes kaksinkertaisella vauhdilla verrattuna hajautetusti omistettuihin yhtiöihin. Lisäksi yritysten työllistämien henkilöiden lukumäärä ei-perheyrittäjien laski yhtiöiden irtisanoessa työntekijöitään huonon taloustilanteen vuoksi, mutta perheyrittäjien työllistettyjen työntekijöiden lukumäärä kasvoi keskimäärin 3,4 prosenttia tuona aikana. Sen sijaan perheyhtiöiden nettotulokset

heikkenivät tuona aikana enemmän verrattuna hajautetusti omistettuihin yhtiöihin, joissa nettotuloksen heikkeneminen oli maltillisempaa. Osasyynä heikompiin tuloksiin saattaa olla se, että yhtiöt eivät irtisanoneet työntekijöitään samassa mittakaavassa kuin muut, hajautetusti omistetut yhtiöt. Lisäksi vaihtelu perheyhtiöiden työntekijämäärässä ja liikevaihdossa on maltillisempaa kuin hajautetusti omistetuilla ei-perheyhtiöiksi määritellyillä yrityksillä.

Braun & Latham (2009) esittävät, että perheyhtiöillä on edellytykset menestyä muita yhtiötä paremmin matalasuhdanteessa. Kun taloudellinen toimeliaisuus hidastuu ja tilanne on taloudellisesti epävarmempi, korostuu perheyhtiöiden joustavuus ja nopealiikkeisyys, koska niillä on kyky reagoida nopeasti johtuen keskittyneestä omistusrakenteesta. Braunin & Latham (2009) mukaan perheytyykset noudattavat usein myös konservatiivisempaa strategiaa ja ovat pitkäjänteisempiä liike-elämässä. Se avaa mahdollisuuksia investoida sekä selviytyä taloudellisesti heikkoina aikoina, koska perheytyyksillä on usein taloudellisesti hyvä tilanne johtuen maltillisesta velkaantumisesta ja osingonmaksusta. Tästä ajatuksesta voidaan johtaa tutkielman toinen tutkimushypoteesi.

H2: Suomalaiset perhe-omisteiset pörssi-yhtiöt ovat menestyneet matalasuhdanteessa paremmin kuin muut yhtiöt.

Koko tutkimusaineisto jaetaan myös toiseksi periodiksi, joka kattaa vuodet 2012–2014. Tuona aikana pörssikurssit Helsingin pörssissä olivat nousevia ja yritysten tulokset paranivat. Tämä aikajakso kuvaa noususuhdannetta tutkielmassa ja tarkoitus on selvittää, kuinka perheytytiöt menestyvät tällaisena ajanjaksona, kun pörssikurssit pääasiassa nousevat ja talous kehittyy positiivisesti. Kuten Braun & Latham (2009) sekä Chrisman & Patel (2012) tutkimuksissaan havaitsivat, perheytyykset ovat investointipäätöksissään konservatiivisempia kuin muut yhtiöt, eivätkä ne investoi yhtä paljon tuotekehitykseen kuin hajautetusti omistetut yhtiöt. Tuotekehitys on usein pitkäaikainen prosessi, jonka tuotot kumuloituvat vasta usean vuoden kuluttua. Voidaan olettaa, että talouden kasvaessa myös kysyntä monia uusia tuotteita ja innovaatioita kohtaan kasvaa. Näin ollen perheytytiöiden taloudellinen menestys noususuhdanteessa on maltillisempaa kuin muiden hajautetusti omistettujen yhtiöiden. Näin päätellään kolmas tutkimushypoteesi.

H3: Suomalaiset perhe-omisteiset pörssi-yhtiöt eivät menesty noususuhdanteessa niin hyvin kuin muut yhtiöt.

1.4. Tutkielman rakenne

Tutkielman aluksi käydään läpi erilaisia omistusrakenteita, jotka ovat yleisiä maailmalla ja Suomessa. Omistusrakenteen mahdollista vaikutusta yritysten taloudelliseen menestykseen kartoitetaan aikaisempien aiheeseen liittyvien tutkimusten pohjalta. Lisäksi käydään läpi, kuinka julkisen kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden omistus on Suomessa muuttunut aikojen kuluessa ja millaisia erilaisia omistusrakenteita Helsingin pörssissä esiintyy.

Tämän jälkeen selvitetään perheyhtiön määritelmää ja kerrotaan, kuinka se tässä tutkielmassa määritellään. Erilaiset perheyhtiötyypit käydään läpi. Lisäksi tutustutaan perheyhtiöiden mahdollisiin etuihin ja haittoihin. Näitä etuja ja haittoja verrataan rahoitusteoriassa vallitseviin käsityksiin ja aikaisempiin tutkimustuloksiin aiheesta. Agenttiteoria on merkittävä perheyhtiöiden menestystä selittävä tekijä rahoitusteoriassa vallitsevista käsityksistä. Myös finanssikriisin synty käydään lyhyesti läpi, koska se liittyy merkittävästi valittuun tutkimusajanjaksoon.

Viidennessä luvussa määritellään tutkielmassa käytettävät muuttujat sekä tutkimusaineisto. Lisäksi tehdään tutkimusaineistoon liittyvää analyysiä ja määritellään erilaisia tunnuslukuja. Sen jälkeen esitellään tutkimusmenetelmä ja käytettävä regressiomalli. Lopuksi käydään läpi empiiriset tutkimustulokset sekä tehdään niiden pohjalta johtopäätökset. Viimeisessä luvussa selvitetään mahdollisuuksia tehdä jatkotutkimusta aiheesta ja kehittää tutkielmaa edelleen.

2. OMISTUSRAKENTEEN VAIKUTUS MENESTYKSEEN

Omistusrakenteen merkitystä yrityksen taloudellisen suoriutumisen kannalta on tutkittu paljon. Useimmat tutkimukset pohjautuvat agenttiteoriaan, jonka mukaan osakkeenomistajien ja yhtiön johtajien intressit ovat eriäviä. Kun omistus on keskittynyttä, on osakkeenomistajien helpompi ajaa etujaan ja ristiriita omistajien sekä johdon välillä pienenee. Tämän teorian perusteella niiden yhtiöiden, joiden omistus on keskittynyttä, tulisi olla tehokkaampia ja kannattavampia kuin niiden, joissa on hajautunut omistus. Toisaalta omistajan portfolion riskitaso kasvaa, mikäli hän on merkittävänä omistajana jossakin yhtiössä. Tapauksissa, joissa omistus on keskittynyt vahvasti yhdelle suurelle pääomistajalle, ovat yleisimmin pääomistajina valtio, suuret instituutiot tai perheet. Valtio- ja instituutio-omistusta käydään läpi tässä kappaleessa. Perheomistusta käsitellään tarkemmin seuraavassa kappaleessa. (Thomsen & Pedersen 2000: 689–692.)

Paitsi omistuksen keskittyminen, myös pääomistaja vaikuttaa yrityksen suoriutumiseen ja taloudellisiin tunnuslukuihin. Erilaisten suurten omistajien omistusten välillä on havaittu eroja. Esimerkiksi yrityksiä, joiden suurimpana osakkeenomistajana toimii instituutio, on havaittu olevan pääsääntöisesti suuria yhtiöitä, joiden osake on likvidi. Perheen toimiessa omistajana, yhtiön toiminta on usein kasvuhakuista. Valtion ollessa yhtiössä merkittävänä omistajana, saattaa yhtiön toiminnassa korostua poliittiset tavoitteet yrityksen taloudellisen menestyksen kustannuksella. Yritysjohdo saattaa esimerkiksi joutua miettimään yrityksen työllistäviä vaikutuksia jollekin tietylle ammattiryhmälle tai maantieteelliselle alueelle sen sijaan, että se keskittyisi yrityksen voiton maksimoimiseen. (Thomsen & Pedersen 2000.)

2.1. Valtio-omistus

Valtio toimii usein merkittävänä omistajana. Jo luonnostaan valtion rooliin on kuulunut tarjota tiettyjä palveluita kansalaisilleen, kuten infrastruktuurin, koulutuksen, armeijan ja sairaanhoidon. Näiden palveluiden laajuus vaihtelee maittain. Lisäksi monessa maassa valtio toimii merkittävänä omistajan erilaisissa liikeyrityksissä, jotka toimivat kilpailluilla aloilla. Esimerkiksi lentoliikenteessä, telakkateollisuudessa sekä rautatie- ja energia-alalla on paljon valtio-omisteisia yhtiöitä. Tällaisia omistuksia kutsutaan usein strategisesti tärkeiksi omistuksiksi valtiolle ja niiden perustellaan olevan

maanpuolustusellisesti merkittäviä. Toisinaan esitetään, olisiko yksityisen sektorin mahdollista tuottaa samoja palveluja tehokkaammin tai edullisemmin ja ovatko kaikki valtion omistukset aidosti välttämättömiä valtiolle. (Shleifer 1998.)

Valtio-omisteisten yhtiöiden sanotaan usein pärjäävän heikommin kuin yksityisesti tai hajautetusti omistetut yhtiöt. Chhibber & Majumdar (1998) epäilevät tämän johtuvan siitä, että tutkimuksissa tutkittavat yhtiöt toimivat usein monopolina tai duopolina alallaan. Tutkijoiden mukaan myös kilpailun puute saattaa vaikuttaa yhtiöiden suoriutumiseen yhtiöiden omistusrakenteen lisäksi. Kun yhtiö ei kohtaa kilpailua tai kilpailu alalla on vähäistä, yhtiöllä ei ole samanlaista tarvetta pyrkiä jatkuvasti parantamaan toimintaansa ja toimimaan kannattavammin. Silloin, kun toimitaan täysin kilpailluilla markkinoilla, joissa yhdelläkään toimijalla ei ole etulyöntiasemaa kilpailijoihin nähden, on yritysten pyrittävä jatkuvasti toimimaan tehokkaammin ja olemaan kilpailijoitaan parempia turvatakseen olemassaolonsa.

Chhibber & Majumdar (1998) tutkivat valtio-omistuksen merkitystä yrityksen taloudelliselle menestykselle Intiassa. He mittaavat yritysten suoriutumista kokonaispääoman tuotolla ja suhteellisella kannattavuudella. Tutkimuksen mukaan valtio-omistuksella on joko negatiivinen vaikutus tai ei vaikutusta lainkaan yhtiöihin, jotka toimivat kilpaillulla toimialalla.

Peruste valtion omistukselle on myös usein muu kuin taloudellinen. Toisin sanoen valtio omistajana ei välttämättä halua maksimoida osakkeen arvoa ja saada mahdollisimman suurta tuottoa sijoitukselleen, vaan omistuksen taustalla on muita syitä. Tällaisia voivat olla Thomsen & Pedersenin (2000: 694) mukaan esimerkiksi halu pitää myyntikustannukset matalana tai toimia työllistävänä toimijana. Lisäksi valtio-omisteisilla yhtiöillä saattaa olla löysempi budjetti ja mahdollisuudet helpommin saatavaan rahoitukseen, jolloin niiden motivaatio menestyä ei ole niin korkea kuin täysin markkinatalouden puitteissa toimivilla yhtiöillä. Tällaiset syyt luonnollisesti johtavat heikompaan tehokkuuteen ja tuottavuuteen, kun yhtiöt eivät toimi täysin kilpailluilla markkinoilla.

Suomessa valtion omistuksessa on 63 yhtiötä, joissa omistusosuus vaihtelee muutamista prosenteista aina 100 prosenttiin asti (Valtioneuvoston kanslia 2013; Valtioneuvoston kanslia 2015). Pääasiassa peruste valtion omistukselle on strateginen ja edelleen ajankohtainen. Joukossa on myös omistuksia, joissa syy omistukseen on ollut strateginen, mutta syy on poistunut ja valtio selvittää mahdollista omistusosuudesta

luopumista. Strategisia syitä ovat esimerkiksi halu kontrolloida sähkön tai öljyn tuotantoa, halu varmistaa tiettyjen palvelujen, kuten postipalvelujen saatavuus koko maassa tai halu varautua poikkeusolosuhteisiin. Lisäksi valtio omistaa sijoitusyhtiö Solidium Oy:n, jonka tehtävä on turvata kotimainen omistus kansallisesti tärkeiksi katsotuissa yrityksissä sekä kasvattaa näiden sijoitusten arvoa. (Valtioneuvoston kanslia 2015.)

2.2. Institutionaalinen omistaja

Institutionaaliset sijoittajat ovat esimerkiksi suuria eläkeyhtiöitä, rahastoja tai muita tahoja, jotka hallinnoivat merkittävää sijoitusmassaa. Thomsen & Pedersenin (2000: 694) mukaan yleistä institutionaalisille sijoittajille on se, että he keskittyvät ennen kaikkea arvopapereiden tuottoihin. Institutionaaliset sijoittajat hallinnoivat tyypillisesti hyvin suuria sijoitussalkkuja, joten heidän on helppo hajauttaa omistuksia. Tällöin he sietävät melko korkeakin riskiä yksittäisen sijoituskohteiden osalta. Tällaisille omistajille osakkeen omistamisen tarkoituksena on kerryttää tuottoa sijoitetulle pääomalle eikä sijoituksella ole esimerkiksi strategista merkitystä tai muuta eitaloudellista perustetta.

Agenttiteorian mukaisesti suuri yksittäinen sijoittaja voi valvoa etujaan paremmin ja agenttikustannukset laskevat. Näin ollen yhtiöiden, joiden suurena yksittäisenä omistajana iso instituutio, tulisi menestyä taloudellisesti mitattuna paremmin kuin muiden hajautetusti omistettujen yhtiöiden. Lisäksi instituutio-omistajilla on suuren omistusosuuden myötä hyvä mahdollisuus vaikuttaa hallitustyöskentelyyn sekä yrityksen johtoon, sillä tällaisilla suurilla omistajilla on merkittävä äänivalta yhtiössä. Lisäksi on esitetty, että institutionaaliset omistajat olisivat pitkäjänteisempiä omistajia ja siten antaisivat yhtiön johdolle paremmat mahdollisuudet suunnitella toimintaa itsenäisemmin pitkällä aikavälillä. (Khan, Dharwadkar & Brandes 2005:1079.)

Bushee (1998) selvittää, miten institutionaalinen omistus vaikuttaa eri yhtiöiden tuotekehitykseen käyttämiin rahamääriin. Hänen mukaansa yhtiöissä, joissa on merkittävä institutionaalinen omistaja, ei leikata tuotekehitysbudjettia tuloksen laskiessa yhtä paljon kuin hajautetusti omistetuissa yhtiöissä. Tämä viittaa siihen, että institutionaaliset omistajat keskittyvät enemmän pitkän aikavälin kilpailukykyyn lyhyen aikavälin tulosten kustannuksella. Institutionaalisille sijoittajat toimivat

tutkimustuloksen perusteella pitkäaikaisina omistajina yhtiöissä, joihin ne ovat sijoittaneet.

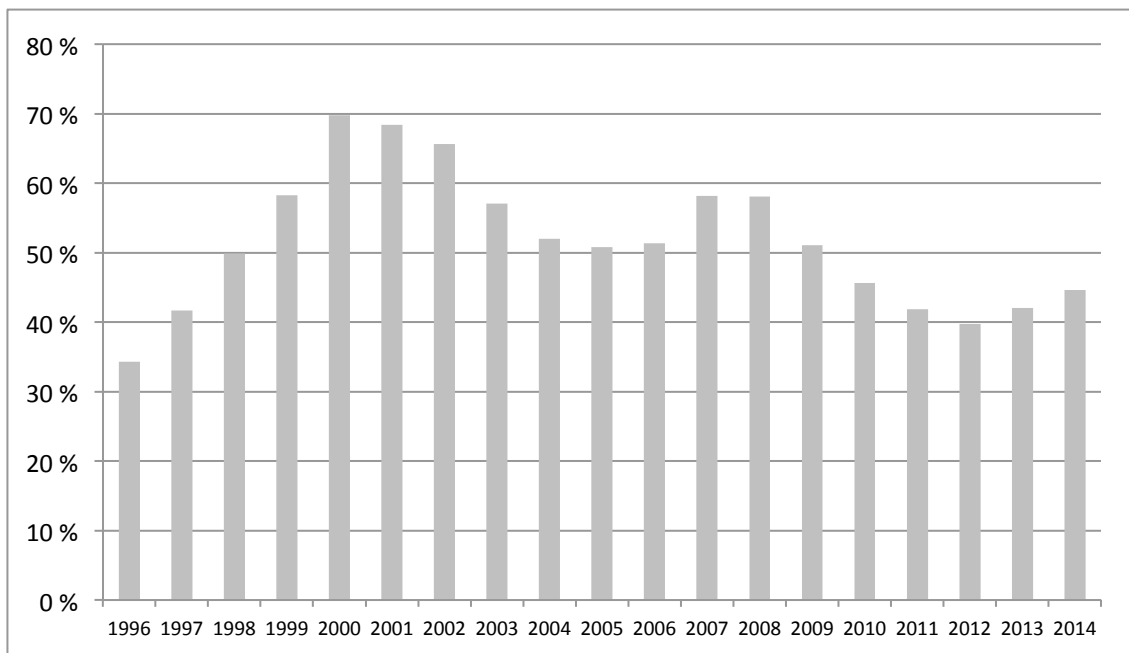
2.3. Pörssiyritysten omistusrakenne Suomessa

Suomalaisten pörssiyritysten omistus oli pitkään suomalaisten kotitalouksien sekä suurten instituutioiden käsissä. Ulkomaalaisomistus oli rajattua ja säännösteltyä aina vuoteen 1993, jolloin rajoitukset poistettiin lopullisesti. Tämä lisäsi ulkomaalaisomistusta Helsingin pörssissä merkittävästi ja 1900-luvun loppuun mennessä yhtiöiden omistuksesta jo noin 70 prosenttia oli ulkomaalaisten omistajien hallussa. Sittenkin ulkomaalaisten omistusosuus on laskenut ja viime vuosina ulkomaalaisten omistus osakkeiden markkina-arvosta on vaihdellut 40 ja 50 prosentin välillä (Suomen Pankki 2015).

Kuvio 1 havainnollistaa ulkomaalaisten omistusten osuutta suomalaisten pörssilistattujen yhtiöiden markkina-arvosta. Luvut kuvaavat sitä, kuinka monta prosenttia ulkomaalaiset omistajat ovat omistaneet Helsingin pörssin listatuista osakkeista vuosina 1996-2014. Vuonna 1996 jo reilu kolmannes osakkeista oli ulkomaalaisten omistajien hallussa. Seuraavina vuosina ulkomaalaisomistusten osuus nousi jyrkästi. Enimmillään omistus oli vuonna 2000, jolloin ulkomaalaisten hallussa oli 70 prosenttia julkisen kaupankäynnin kohteena olevista osakkeista. Sen jälkeen omistusosuus hieman laski pysytellen kuitenkin yli 50 prosentissa. Vasta vuonna 2010 finanssikriisin jälkeen ulkomaalaisten omistusosuus on laskenut ja on nykyisin reilu 40 prosenttia. (Suomen Pankki 2015.)

Suomalaisyrittäjät kasvoivat ja kansainvälistyivät 1990-luvulla voimakkaasti Nokian johdolla. Sen lisäksi 1980-luvulla aloitettu omistusrajoitusten purkaminen saatettiin loppuun 1990-luvun alussa. Nämä kaksi syytä lienevät selittäjinä ulkomaalaisomistuksen voimakkaaseen kasvuun. Samalla yritysten omistusrakenne muuttui enemmän pankkikeskeisestä pörssikeskeiseksi. Aiemmin pankit olivat olleet lähes kaikkien suurimpien suomalaisten yritysten omistajia ja rahoittajia, mutta nyt omistus ja rahoitus kanavoitiin enemmän pörssin kautta. Perinteisesti pankkikeskeinen omistusrakenne on ollut tyypillistä esimerkiksi Saksassa, kun taas Isossa-Britanniassa ja Yhdysvalloissa on omistus ollut enemmän pörssikeskeistä ja hajautuneempaa. Näin Suomikin siirtyi 1990-luvulla hiljalleen kohti Yhdysvalloista ja Isosta-Britanniasta tuttua omistustyyppiä. Pankkien omistussuhteilla voi nähdä ongelmaksi sen, että niillä on

usein sisäpiirin tietoa yhtiöstä ja ne toimivat monesti yhtiössä sekä velkojan että omistajan asemassa. Tämä saattaa aiheuttaa ristiriitatilanteita varsinkin velkajärjestely- ja konkurssitilanteissa. (Thomsen & Pedersen 2000: 693; Ylä-Anttila, Ali-Yrkkö & Nyberg 2004: 1–4.)



Kuvio 1. Ulkomaalaisten omistus Helsingin pörssissä noteerattujen osakkeiden markkina-arvosta (Suomen Pankki 2015).

Toinen suuri omistajataho pankkien ja valtion lisäksi Helsingin pörssissä ennen 1990-luvun ulkomaalaisomistuksen vapauttamista olivat perheet (Ylä-Anttila ym. 2004: 20–21). Lisäksi yrityksiä omistavat Suomessa Tourusen (2009:12) mukaan yksityiset ihmiset, julkisyhteisöt, osuuskunnat, valtio, eläkeyhtiöt, rahoitus- ja vakuutuslaitokset, seurakunnat, säätiöt, rahastot sekä erilaiset ulkomaalaiset omistajat.

Maury & Pajaste (2005) tutkivat suuren yksittäisen omistajan merkitystä yritykselle ja sen menestykselle. Lisäksi he selvittävät, mitä vaikutuksia sillä on, jos yhtiössä toimii useampi yksittäinen omistajataho, joilla on hallussaan merkittävä osuus yrityksen osakkeista ja äänioikeudesta. Tällainen on esimerkiksi yhtiö, jonka perustaperhe toimii pääomistajana, mutta lisäksi yhtiöllä on toisena merkittävän omistajana institutionaalinen sijoittaja. Tutkijat selvittävät, onko tällaisella omistusrakenteella positiivisia vai negatiivisia vaikutuksia yhtiön arvolle.

Tutkimusaineistona käytetään suomalaisia pörssilistattuja yhtiöitä vuosilta 1993–2000. Muuttujana käytetään Tobinin q:ta määrittämään yrityksen arvoa. Tutkimusaineistossa määritellyistä suurista omistajista useimmiten suurimpana omistajatahona toimii perhe. Tyypillistä on, että perheen toimiessa omistajana, sen jäsen tai edustaja toimii usein joko yrityksen hallituksessa tai operatiivisissa johtotehtävissä yhtiössä. Tutkimustulosten perusteella vaikuttaa siltä, että useammasta kuin yhdestä suuresta omistajasta ei ole pelkästään yksiselitteistä hyötyä. Useamman omistajan vaikutukseen yrityksen arvoon ja suoriutumiseen vaikuttaa pääomistajien koko ja luonne. Esimerkiksi sillä on eroa, toimiiko omistajina perhe ja instituutio vai esimerkiksi valtio ja perhe. (Maury & Pajaste 2005.)

Mikäli äänioikeus yhtiössä on jakautunut tasaisesti, on vaikutus yhtiön arvoon positiivinen. Tämä korostuu erityisesti yhtiöissä, joissa perhe toimii merkittävänä omistajana ja päättäjänä omistuksen tuoman äänioikeuden myötä. Maury & Pajasteen (2005) mukaan tämä viittaa siihen, että perheomistajilla on taipumusta tehdä heitä hyödyttäviä päätöksiä. Mikäli yhtiöllä on myös toinen suuri omistaja, toimivat nämä kaksi pääomistajaa ikään kuin toistensa toiminnan valvojina. Tutkijat havaitsivat myös, että yhtiön arvo laskee, mikäli omistajalla on enemmän äänioikeutta kuin mihin osakeomistus oikeuttaisi. Tällainen tilanne on esimerkiksi yhtiöissä, joissa on kaksi osakesarjaa, joista toinen oikeuttaa omistusta suurempaan äänioikeuteen.

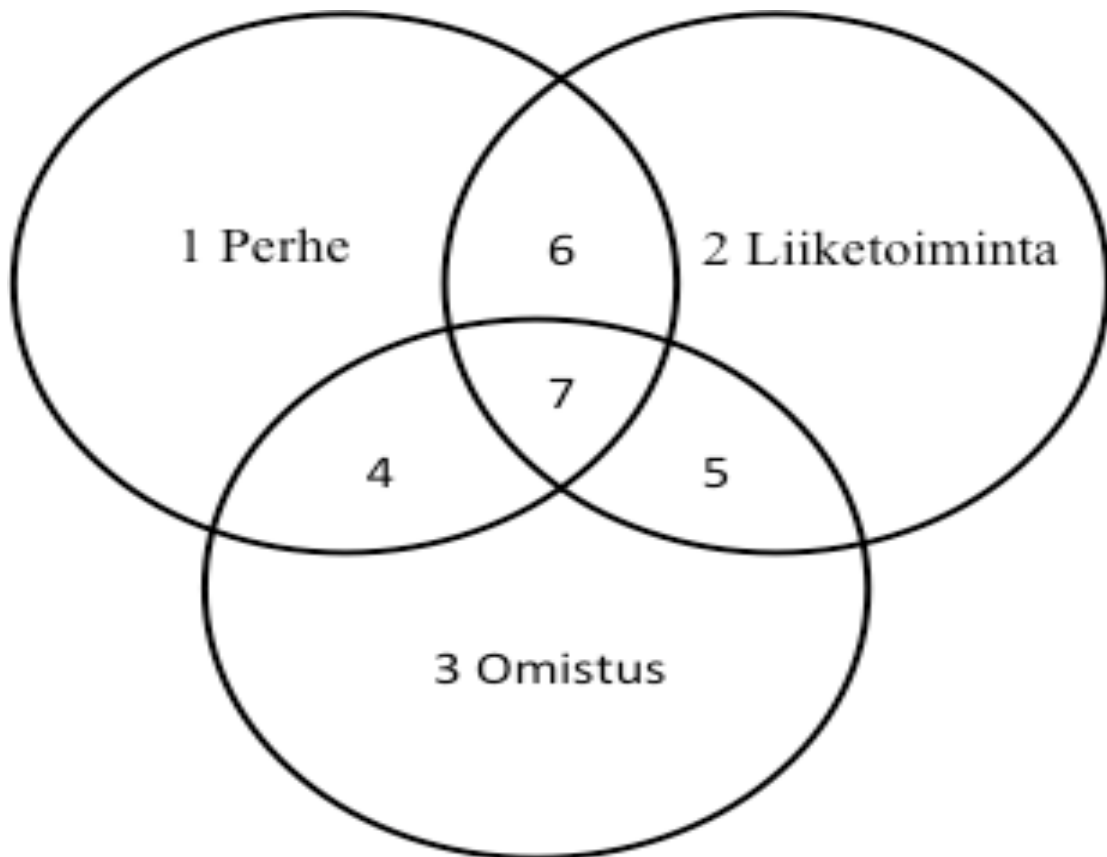
3. PERHEYHTIÖ

Usein kuulee sanottavan, että ”perheyhtiön kvartaali on 25 vuotta”. Tällä viitataan siihen ajatukseen, jonka mukaan kasvollinen omistaja, jolla on usein pitkä omistussuhde kyseessä olevaan yritykseen, on pitkäjänteisempi omistaja. Näille omistajille on tärkeintä ennen kaikkea yritystoiminnan jatkuvuus ja pitkän aikavälin kannattavuus. He ovat valmiita sietämään heikompiakin aikoja ja suunnittelevat toimintaa usein pitkälle tulevaisuuteen. Yrityksen omistavat perheenjäsenet pyrkivät usein välttämään suuria riskejä, koska valtaosa heidän omaisuudestaan on sijoitettuna yhteen yhtiöön ja lisäksi he haluavat välttää äänivallan menettämisen. (Thomsen & Pedersen 2000: 693.)

Kuviossa 2 on havainnollistettu perheen, omistamisen sekä liiketoiminnan risteytyminen, joka tapahtuu perheen toimiessa yhtiön merkittävänä omistajan. Kaikki kolme kuviossa nimettyä tekijää, eli perhe, liiketoiminta ja omistus, ovat vuorovaikutuksessa keskenään. Liiketoiminnan ja perheen omistuksen luonteesta riippuu, kuinka vahva ja minkälainen tuo vuorovaikutus on. Kuvio kuvaa myös sitä, millaisia rooleja eri sidosryhmillä ja jäsenillä on perheyhtyksissä. Jokainen henkilö, joka on tekemisissä perheyhtiön kanssa, voidaan asettaa johonkin kuvion seitsemästä osa-alueesta. Roolit on merkitty numeroin kuvioon ja ne voidaan luokitella seuraavalla tavalla:

1. Henkilö on perheen jäsen, mutta hänellä ei ole osakkeenomistusta eikä hän työskentele yrityksessä.
2. Henkilö ei ole perheen jäsen, mutta hän on ulkopuolinen osakkeenomistaja, joka ei työskentele yrityksessä.
3. Henkilö on yrityksen työntekijä, mutta hän ei ole perheenjäsen eikä hänellä ole osakeomistuksia yhtiössä.
4. Henkilö on perheenjäsen ja omistajana yrityksessä, mutta hän ei työskentele yrityksessä.
5. Henkilö on yrityksessä työskentelevä osakkeenomistaja, mutta hän ei ole perheenjäsen.

6. Henkilö on perheenjäsen, joka työskentelee yrityksessä. Henkilöllä ei ole osakeomistuksia yhtiössä.
7. Henkilö on perheenjäsen, joka työskentelee yhtiössä ja omistaa yhtiön osakkeita. (Gersick, Davis, Hampton & Lansberg 1997: 4–6.)



Kuvio 2. Kolmen ympyrän malli perheyrietyksille (Gersick ym. 1997: 6).

Näillä yllämainituilla seitsemällä erilaisella toimijalla saattaa olla hyvin ristiriitaiset intressit yhtiön omistuksen ja sen liiketoiminnan suhteen. Henkilö, joka toimii vain omistajana, saattaa haluta nostaa osinkonsa mahdollisimman korkeiksi. Vastaavasti henkilölle, joka on yrityksessä töissä, saattaa olla tärkeintä varmistaa oma työpaikkansa ja sen pysyvyys tulevaisuudessa. Kuvio kuvaa hyvin näitä erilaisia rooleja sekä henkilöiden intressejä ja vaikuttumia. Se auttaa ymmärtämään, millaisessa ristiriidassa eri toimijat, jotka liittyvät perheeseen ja sen omistamaan liiketoimintaan, saattavat olla. (Gersick ym. 1997: 7.)

Tässä kappaleessa käydään läpi, mitä tarkoitetaan perheyhtiöllä ja kuinka se tässä tutkielmassa määritellään. Lisäksi selvitetään perheyhtiöiden ominaispiirteitä sekä niiden mahdollisia etuja ja haittoja yritysten taloudelliseen menestykseen.

3.1. Perheyhtiön määritelmä

Perheyritys on hyvin laaja termi, jolle ei ole yksiselitteistä määritelmää. Sellaiseksi voidaan mieltää yritys, jossa yhdellä perheellä, suvulla tai myös yksittäisellä henkilöllä on suuri omistusosuus, jonka avulla hänellä on merkittävää vaikutusvaltaa yrityksessä. Omistusosuus voi olla seurausta yrityksen perustamisesta, perimisestä tai omistaja on voinut hankkia yritysostolla määräysvallan itselleen. Yleensä omistajalla on paikka yhtiön hallituksessa ja on myös mahdollista, että hänen sukuaan on yrityksen johtotehtävissä, esimerkiksi toimitusjohtajana. Perheyritysten liitto (2009) antaa perheyrityksen määritelmäksi seuraavat kriteerit:

1. Äänivaltaenemmistö on luonnollisella henkilöllä, hänen puolisoillaan tai muulla suvun jäsenellä.
2. Äänivalta voi olla välillistä tai välitöntä.
3. Saman suvun tai perheen jäsenistä vähintään yksi on yrityksen hallinnossa tai johdossa. Myös jäsenen edustaja huomioidaan.
4. Listattujen yhtiöiden kohdalla tulee vähintään 25 prosenttia yhtiön osakkeiden tuomasta äänivallasta olla yhdellä henkilöllä, perheellä tai suvulla, jotta se luokitellaan perheyhtiöksi. Välillinen äänivalta tulee olla suvun hallussa.

Anderson & Reeb (2003) määrittelevät perheomistuksia koskevassa tutkimuksessaan perheyhtiöksi sellaisen yhtiön, jossa yrityksen perustaneella perheellä on yhtiössä omistusosuus sekä jäsen hallituksessa. Tiedot on selvitetty käymällä läpi otannan kaikkien yritysten historiikit, jotta on saatu selville hallituksen jäsenten sukulaisyhteydet yrityksen perustajiin. Tällaisia perheyhtiöksi luokiteltavia yrityksiä on tutkimuksen aineistossa merkitty dummy-muuttujilla.

Tässä tutkielmassa käytetään Perheyritysten liiton (2009) määritelmää perheomisteiselle yhtiölle johtuen määritelmän selkeydestä ja yksinkertaisuudesta. Perheyhtiöksi

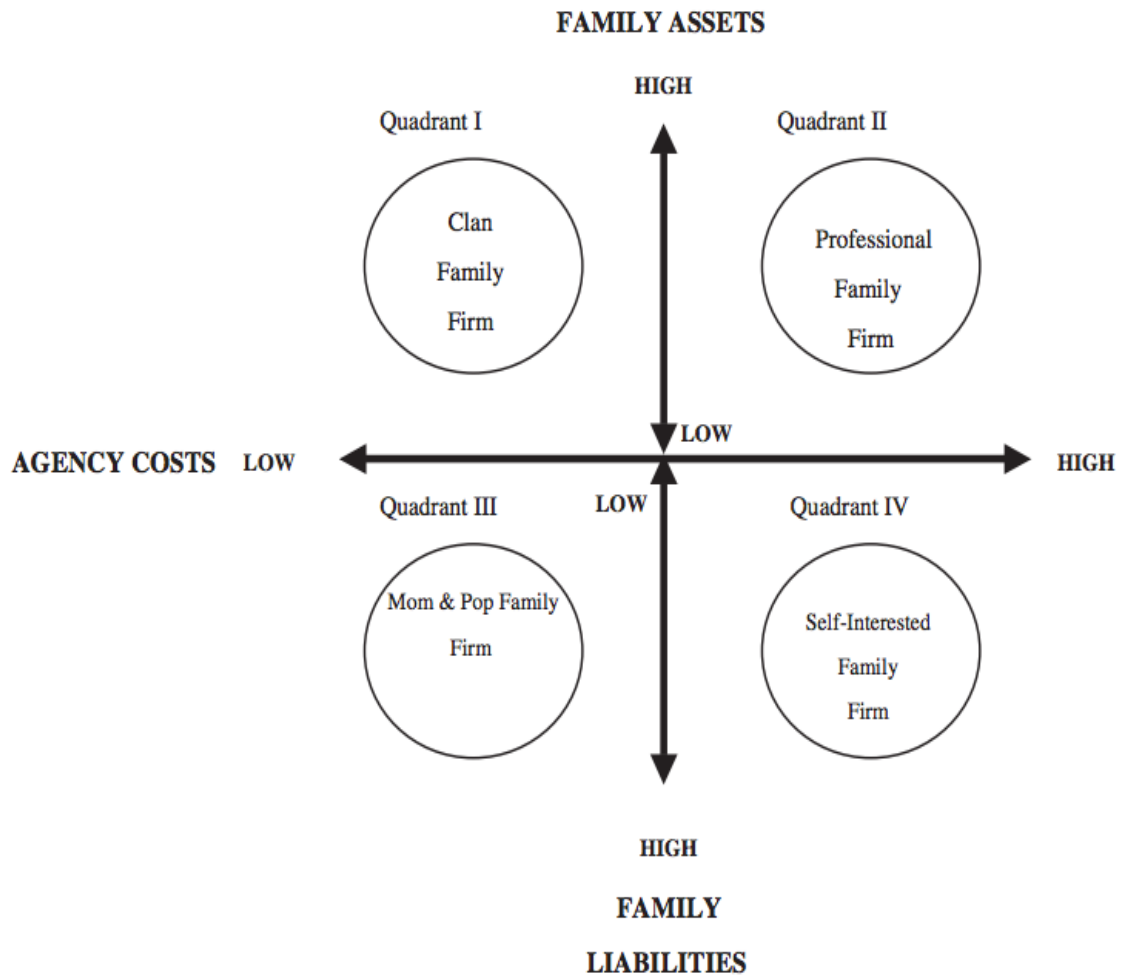
luokitellaan siis yritys, jonka osakkeiden tuomasta äänivallasta vähintään 25 prosenttia on yhden henkilön, perheen tai suvun hallussa. Yhtiön ei siis tule olla kyseisen omistajan tai hänen sukulaisensa perustama, vaan yhtiö on voinut päätyä omistukseen myös osakekaupan seurauksena. Olennaista on, että yksi henkilö, perhe tai suku hallitsee merkittävää määrää yrityksen osakkeista ja sitä kautta heillä on suurta valtaa yhtiön päätöksenteossa.

Itse omistuksen suuruuden määrää kiinnostavampi tekijä on omistuksen tuoma äänivalta. Joissakin Helsingin pörssin yhtiöissä on käytössä useampi kuin yksi osakesarja. Näiden rinnakkaisten osakesarjojen ideana on usein pitää äänivalta tiettyjen tahojen hallussa. Voi olla esimerkiksi niin, että toisen osakesarjan osakkeilla saa yhtiökokouksessa yhden äänen osaketta kohden. Toisen osakesarjan osakkeet taas saattavat oikeuttaa esimerkiksi 10 ääneen osaketta kohden. Näin on mahdollista saavuttaa merkittävä ääniosuus melko pienelläkin omistusosuudella. Tässä tutkielmassa pääpaino on nimenomaan osakkeiden tuomalla äänivallalla. Täten tutkimusaineistossa ei keskitytä pelkästään pääomistajien omistamien osakkeiden suhteellisen osuuteen koko yrityksen osakepääomasta, vaan omistajien käytössä olevaan päätösvaltaan. Mikäli joku osakas pitää hallussaan esimerkiksi 10 prosenttia yhtiön osakkeista, mutta nuo 10 prosenttia oikeuttavat 25 prosentin äänivaltaan, voi tällaista osakasta pitää merkittävänä pääomistajana. Vaikka yhtiön omistajana olisi taho, joka omistaa 25 prosenttia yhtiön osakkeista, mutta ne oikeuttavat vain 10 prosentin päätösvaltaan, voi tätä osakasta pitää vähemmän vaikutusvaltaista kuin sitä, jolla oli 25 prosenttia äänivallasta ja 10 prosenttia osakkeista.

3.2. Erilaiset perheyrietykset

Perheyrietyksissäkin on eroja. Dyer (2006) jakaa perheyrietykset neljään kategoriaan tutkimuksessaan. Kuviossa 3 on havainnollistettu näitä neljää erilaista kategoriaa nelikentän avulla. X-akseli kuvaa perheyrietysten agenttikustannuksia siten, että vasemmalla ne ovat mahdollisimman matalat ja oikealla taas korkeat. Y-akseli kuvaa yritysten varoja ja vastuuta. X-akselin yläpuolella y-akseli kuvaa perheyrietysten varoja siten, että ylöspäin mentäessä ne nousevat ja origoa lähestyttäessä laskevat. X-akselin alapuolella y-akseli taas kuvaa yritysten vastuuta siten, että lähellä origoa ne ovat matalat ja kasvavat alaspäin mentäessä. Tämän nelikentän perusteella perheyrietykset on jaettu neljään erilaiseen kategoriaan, joita kuvaavat klaaniperheyritys (Clan Family Firm), ammattimainen perheyritys (Professional Family Firm), äiti-isäperheyritys (Mom

& Pop Family Firm) sekä itsekäs perheyritys (Self-Interested Family Firm). (Dyer 2006.)



Kuvio 3. Erilaisten perheyritysten luokittelu nelikentässä (Dyer 2006: 266.)

Klaaniperheyrityksessä nelikentän vasemmassa ylälaudassa on matalat agenttikustannukset, koska omistajan ja johtajien tavoitteet yrityksessä ovat yhtenevät. Perhe pyrkii yhdistämään yrityksen ja perheen pitkän aikavälin tarpeet samaan tavoitteeseen, joten yrityksen johtaminen on luontevaa. Koska omistavan perheen tavoitteet ja arvot kohtaavat yrityksen johdon kanssa, on yrityksen toiminta ennustettavaa. Luottamus perheen sisällä toisia perheenjäseniä kohtaan on korkea, mikä madaltaa agenttikustannuksia. Tyypillisiä klaaniperheyrityksiä ovat nuoret,

ensimmäisen sukupolven perheyriytykset, joissa perheenjäsenet toimivat omistajina ja johtajina. (Dyer 2006: 265–266.)

Nelikentän oikeaan ylälaitaan sijoittuvat ammattimaiset perheyriytykset. Näissä yhtiöissä on ammattimainen yrityskulttuuri. Agenttikustannukset ovat korkeammat kuin klaniperheyriytyksissä, koska johdon valvonta ja ohjaus vaatii enemmän kustannuksia näissä yhtiöissä. Vastaavasti taas tällaiset yhtiöt eivät kärsi tehottomasta johtamisesta tai sukulaisten suosimisesta laadun kustannuksella johtajien rekrytoinnissa, joka on yleistä monien perheyriytyöiden kohdalla. Samoin ammattimainen johtamisjärjestelmä varmistaa, että yritys keskittyy liiketoimintaansa eikä sen resursseja hukata perheen omien tavoitteiden ajamiseen. Siksi myös perheen varat on turvattu ja niitä kehitetään, joten ammattimaiset perheyriytykset sijoittuvat nelikentässä x-akselin yläpuolelle. Ammattimaiset perheyriytykset ovat usein suuria yrityksiä, joilla on vahva perheomistaja, mutta ammattimaiset johtajat johtamassa liiketoimintaa. Tässä tutkielmassa käsiteltävät perheyriytyöt voi luokitella näistä neljästä kategoriasta juuri tähän ammattimaisten perheyriytyöiden luokkaan, koska tutkimusaineisto koostuu pörssilistatuista perheyriytyöistä, jotka ovat tietyn tarkkailun ja raportointivelvollisuuden alaisia. (Dyer 2006: 266–267.)

Kolmas perheyriytyökategoria on nimeltään äiti-isäperheyriytykset. Kuten klaniperheyriytyksillä, myös näillä perheyriytyöillä on matalat agenttikustannukset, mutta lisäksi niillä on perheomistuksesta johtuvia vastuita. Kolmanteen kategoriaan kuuluvat yhtiöt eivät kykene hyötymään perheomistuksesta, vaan päinvastoin se haittaa niiden toimintaa, koska yhtiöiden johtaminen ei ole ammattimaista. Johtoon saatetaan palkata omia sukulaisia, joten liiketoiminta ei kehity optimaalisella tavalla. Myöskään perheomistusta ei hyödynnetä siinä määrin kuin olisi mahdollista, esimerkiksi käyttäen hyväksi omistavan perheen suhteita tavarantoimittajiin ja asiakkaisiin. Yritysten agenttikustannukset ovat matalat, mutta sen sijaan liiketoiminnan kasvu ja kehitys kärsii perheomistuksesta. Esimerkkejä tällaisista äiti-isäperheyriytyksistä ovat erilaiset perheiden omistamat ravintolat tai yhtiöt, joiden omistajina on sukupolvien ajan toimineet perheet, mutta omistajana toimiva perhe ei ole koskaan saanut hyödynnettyä perheen tuomaa etua liiketoiminnan kehityksessä. (Dyer 2006: 267.)

Neljäs kategoria viittaa yhtiöihin, joita kutsutaan itsekkäiksi perheyriytyksiksi. Näillä yhtiöillä on korkeat agenttikustannukset ja lisäksi perheomistuksen tuoma vastuu. Tällaisten yritysten omistajana toimivan perheen jäsenet toimivat oman etunsa ajamiseen yrityksen edun kustannuksella. Omia perheenjäseniä sekä sukulaisia

suositaan rekrytoinneissa ja yrityksen liiketoimintaan liittyvissä päätöksissä. Kaikkien omistajien intressit eivät kuitenkaan välttämättä ole ristiriitaisia yrityksen menestyksen kanssa, mutta itsekkäissä perheyrityksissä valtaosa omistajista haluaa kuitenkin ajaa omaa etuaan yrityksen liiketoiminnan kehittämisen sijaan. Tällöin yrityksen edun etusijalla laittavat omistajat jäävät vähemmistöön, eikä heidän toiveitaan toteuteta. Nämä ristiriitaiset intressit omistajien keskuudessa voivat aiheuttaa konflikteja ja itsekästä käytöstä, joka haittaa yrityksen liiketoimintaa ja menestystä. (Dyer 2006: 267.)

Dyerin (2006: 267–268) mukaan näistä neljästä erilaisesta perheyritystyyppistä klaaniperheyritys eli ensimmäinen kategoria on kaikkein tehokkain ja tuottoisin perheyrityksen muoto. Nämä yritykset hyötyvät neljästä eri perheyhtiökategoriasta parhaalla tavalla perheomistajuudesta. Ammattimaiset perheyritykset hyötyvät myös omistajana toimivasta perheestä, mutta niiden agenttikustannukset ovat korkeammat. Dyerin (2006: 268) mukaan johdon valvonta auttaa varmistamaan, että yritysjohto toimii omistajan intressien mukaisesti. Liian korkea valvonnan aste saattaa kuitenkin aiheuttaa epäluuloisuutta sekä tehdä yhtiöstä byrokraattisen ja jäykän, jolloin esimerkiksi innovointi ja joustavuus katoaa yhtiön toiminnasta.

3.3. Perheomistuksen mahdolliset hyödyt

Wang (2006) tutki perheyhtiöiden taloudellisen raportoinnin laadukkuutta ja toteaa, että perheyhtiöiden raportointi on keskimäärin laadukkaampaa kuin muiden yhtiöiden. Mahdolliseksi syiksi Wang mainitsee sen, että omistajaperheen ja muiden osakkeenomistajien intressit ovat yhtäläiset. Lisäksi perheomistajilla on usein pidempi sijoitushorisontti ja heille tärkeää on, että yritys säilyy laadukkaana ja kannattavana myös tuleville sukupolville lyhyen aikavälin tuloksen maksimoinnin sijasta.

Perheyhtiön omistavan perheen jäsenet ovat usein sijoittaneet merkittävän osan varallisuudestaan yritykseensä (Anderson, Mansi & Reeb 2003: 283). Tämän vuoksi heillä on suuret intressit vaalia omaisuuttaan ja tarkkailla aktiivisesti yhtiön johdon toimia. Tourunen (2009: 18) toteaa, että perheyhtiön omistajat valvovat omaa rahaansa ja ovat siksi hyvin kiinnostuneita, kuinka sitä heidän omistamassaan yhtiössä käytetään. Voi hyvin kuvitella, että esimerkiksi institutionaalinen omistaja, jossa omistuksia valvoo palkattu henkilö, ei seuraa yhtä kriittisesti ja tarkasti, mitä omistetussa yhtiössä tapahtuu.

Vaikuttaa myös siltä, että perheyhtiöt pyrkivät ennemmin turvaamaan toimintansa ja välttämään suuria riskejä kuin tavoittelemaan kaikin tavoin suurinta mahdollista tuottoa korkeallakin riskillä. Esimerkiksi Thomsen & Pedersen (2000) havaitsivat, että perheyhtiöt ovat keskittyneet enemmän myynnin kasvattamiseen ja turvaamaan yhtiönsä olemassaolon pitkällä aikavälillä verrattuna muihin yhtiöihin. Hajautetusti omistetut yritykset painottavat enemmän tuottavuutta ja tekevät enemmän riskiä sisältäviä päätöksiä maksimoidakseen osakkeen tuoton.

Myös sijoitushorisontti on usein pidempi silloin, kun yrityksen osakkeista merkittävän osan omistaa yksittäinen perhe. Pidempi sijoitushorisontti näkyy käytännössä siten, että perheyrietykset investoivat enemmän kuin muut hajautetusti omistetut yritykset. Ne siirtävät suuremman osan voitoistaan tulevaisuuden investointeihin. Tästä johtuen niiden tulevaisuuden odotetut kassavirrat ovat suuremmat kuin yhtiöillä, jotka maksavat ison osan tuloksestaan osakkeenomistajille investointien sijaan. Perheyrietytys ajatellaan usein ikään kuin perheen omana sijoitusyhtiönä, jonka tärkein ominaisuus on tuottaa arvoa tuleville sukupolville. Siksi perheomistajat pitävät tärkeänä, että yhtiötä hoidetaan hyvin ja vastuullisesti ennen kaikkea pitkällä aikavälillä, jopa lyhyen aikavälin voittojen maksimoinnin uhalla. (James 1999; Lee 2006.)

Lisäksi perheyhtiöiden omistajat ovat yleensä joko perustaneet yrityksen tai työskennelleet siihen liittyvissä tehtävissä nuoresta pitäen. Tästä johtuen heillä on usein vahva osaaminen ja asiantuntemus toimialaan liittyen, joka vahvistaa heidän kykyään tehdä yrityksen kilpailukykyä parantavia päätöksiä. Näiden seikkojen nähdään antavan perheyrietyksille kilpailuetua ja kenties olevan syy siihen, että monet perheyhtiöt ovat olleet alansa johtavia yrityksiä pitkään. Tätä näkemystä tukee tutkimustulos, jonka mukaan yhtiön iällä on vaikutusta sen menestykseen. Yhtiöt, joiden perustamisesta on alle 50 vuotta, menestyvät paremmin kuin kauemmin olemassa olleet. Voidaan ajatella, että nuorissa yrityksissä yhtiön perustaja toimii aktiivisesti yhtiön operatiivisessa toiminnassa mukana ja tällä on positiivista vaikutusta yhtiön menestymiseen. (Anderson & Reeb 2003: 1205.)

Yksi syy perheyrietysten pitkäaikaiseen menestykseen ja tunnettavuuteen alallaan saattaa olla tuotekehityksen merkitys yrityksen liiketoiminnassa. Francis & Smith (1995) tutkivat omistusrakenteen merkitystä yrityksissä tehtäviin innovaatioihin. Tutkimuksessa havaitaan, että yhtiöillä, joilla on keskittynyt omistus, on enemmän patenteja kuin vastaavanlaisilla hajautetusti omistetuilla yhtiöillä. Lisäksi hajautetusti

omistetuilla yhtiöillä on vähemmän sisäistä tuotekehitystä. Sen sijaan ne pyrkivät yritysostoilla laajentamaan osaamistaan ja kasvattamaan kilpailuetuaan.

Anderson, Mansi & Reeb (2003) selvittävät velkakustannuksia sellaisissa yhtiöissä, joiden perustajaperhe toimii pääomistajana. Tutkijoiden mukaan tällaisissa yhtiöissä velkojat vaativat pienempää riskipreemiota lainaamalleen pääomalle eli toisin sanoen perheomisteinen yhtiö saa lainaa halvemmalla kuin vastaava hajautetusti omistettu yritys. Anderson ym. (2003) mukaan ero on noin 0,32 prosenttiyksikköä perheyhtiöiden eduksi. Tämä viittaa siihen, että yhtiöissä, joissa perhe toimii suurena omistajana, agenttikustannukset ovat pienemmät kuin laajasti omistetuissa yrityksissä.

3.4. Perheomistuksen mahdolliset haitat

Perheyhtiöille on tyypillistä se, että operatiivisia johtajia palkataan perheenjäsenten joukosta. Tähän asiaan liittyy kaksi riskiä. Ensinnäkin vaarana on, että johtajien palkkaamisessa sukulaisuus nousee etusijalle osaamisen ohi ja tehtäviin ei palkita välttämättä pätevintä saatavilla olevaa ehdokasta. Lisäksi tämä saattaa hidastaa urakehitystä ja ajaa kyvykkäitä työntekijöitä pois yrityksestä. Toisekseen yhtiön johtajien valvonta heikkenee, kun sekä operatiivisessa johdossa että johtoa valvovassa hallituksessa toimii saman suvun edustajia. Tämä saattaa aiheuttaa intressiristiriitoja, mikäli sukulaisuussuhteet vähentävät hallituksen edustajien kriittisyyttä yrityksen operatiivista johtoa kohtaan. (Wang 2006: 621.)

Altruismi on keskeisessä roolissa, kun pohditaan perheyriyten toimintaa ja johtamistapoja. Termi tarkoittaa sitä, että ihmisiä kohdellaan sen mukaan, keitä he ovat, eivätkä sen mukaan, mitä he tekevät. Perheyhtiöissä, joissa perheenjäseniä toimii johtotehtävissä, tämä ilmiö korostuu. Johtajien virheitä saatetaan katsoa sormien läpi tai päätöksiä ei uskalleta kyseenalaistaa, koska ei haluta suututtaa perheenjäseniä. Pahimmillaan altruismi voi näkyä negatiivisesti yhtiön operatiivisessa johtamisessa ja toiminnassa, jos perhesuhteiden vaaliminen menee yhtiön edun edelle. (Dyer 2006: 261.)

Perheyhtiöiden omistus on keskittynyt usein yhdelle perheelle tai suvulle. Yhdellä taholla on suuri omistusosuus ja sitä kautta paljon vaikutusvaltaa yrityksen asioihin. Lisäksi perheyhtiön omistaja on usein toiminut itse aktiivisesti yrityksessä ja hänellä on hyvät suhteet yrityksen johtohenkilöstöön. Tämä saattaa lisätä pääomistajan yrityksestä

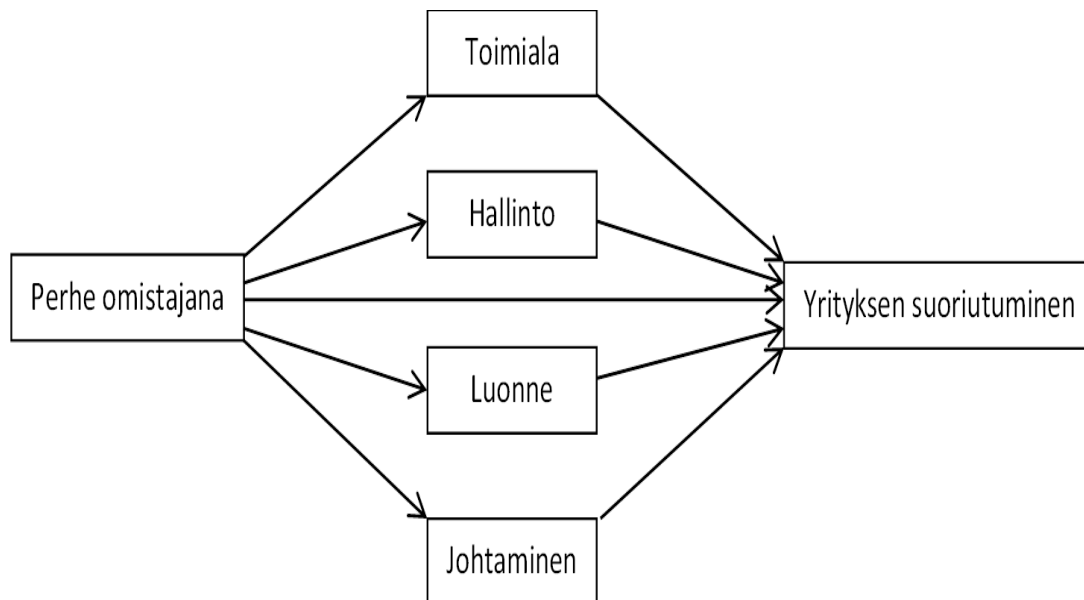
saaman tiedon määrää ja johtaa informaatioetuun vähemmistöosakkaisiin nähden. Epäsymmetrisen informaation riskinä on se, että perhe ajaa omaa etuaan, joka on ristiriidassa muiden omistajien kanssa ja tekee päätöksiä, jotka ovat epäsuotuisia muita osakkeenomistajia kohtaan. (Anderson & Reeb 2003: 1304.)

Perheen toimiessa yhtiön merkittävänä omistajana, on iso osa pääomistajan omaisuudesta sidottu omistettavaan yhtiöön. Omistuksia ei ole välttämättä juuri hajautettu ja yhtiö voidaan nähdä välineenä oman varallisuuden kasvattamiseen ja hoitamiseen. Riskinä tällaisessa käyttäytymisessä voi olla, että yrityksen pääomat ovat tarpeettoman suuret, jos se ei investoi ylimääräisiä kassavaroja tuottavasti tai siirrä sitä osakkeenomistajille osinkoina. Tällöin yhtiö on ylikapitalisoitunut ja sen pääoman tuottoaste on heikko verrattuna yhtiöihin, jotka siirtävät kassavarat investointeihin tai käyttävät ylimääräiset voittovarot osingonmaksuun. Tämä ei tietenkään ole osakkeenomistajien etujen mukaista, mutta jos yhtiön osakkeista merkittävä osa on yhden perheen tai henkilön omistuksessa, voi kyseinen taho toimia muiden osakkeenomistajien etujen vastaisesti. Samoin yrityksestä suuren osan omistavan perheen tai henkilön tavoitteet ja intressit saattavat poiketa vähemmistöosakkeiden intresseistä. Perheen toimiessa omistajana saattaa sen tavoitteena olla esimerkiksi yhtiön markkina-aseman turvaaminen ja toiminnan jatkuvuus tulevaisuuden riskinoton sekä investointien kustannuksella. Tämän seurauksena perheyhtiö saattaa menestyä heikommin kuin hajautetusti omistettu yhtiö, joka tavoittelee maksimaalista menestystä ja osakkeenomistajien varallisuuden kasvattamista. (Lee 2006: 105.)

4. PERHEYHTIÖT JA RAHOITUSTEORIA

Dyer (2006: 254) listaa neljä yleisintä tekijää, joilla tutkijat selittävät yritysten menestystä. Selittävät tekijät ovat toimiala, yhtiön hallinto ja johtaminen, yrityksen luonteenpiirteet, joihin kuuluu esimerkiksi toimintastrategia sekä johtaminen yrityksessä. Vaihtoehtoisesti johtamisen tilalla voi nuoremmissa yrityksissä tekijänä olla yrittäjän tai perustajan vaikutus yritykseen. Hänen mukaansa perheen toimiminen pääomistajan yhtiössä voi vaikuttaa näiden kaikkien neljän tekijän kautta yhtiön suoriutumiseen. On myös mahdollista, että omistajan ollessa perhe, on sillä suoraa vaikutusta yhtiön menestymiseen, eikä pelkästään epäsuoraa aiemmin mainittujen neljän muuttujan kautta.

Kuviossa 4 on havainnollistettu, millä eri tavoilla perhe vaikuttaa yrityksen menestykseen toimiessaan merkittävänä omistajana yhtiössä. Vaikutus voi kohdistua sekä suoraan yritykseen menestykseen että myös epäsuorasti neljän aiemmin luetellun tekijän eli toimialan, hallinnon, luonteen sekä johtamisen kautta (Dyer 2006: 254).



Kuvio 4. Perheomistajan vaikutus yrityksen suoriutumiseen (Dyer 2006: 257).

4.1. Agenttiteoria

Suuremmilla yrityksillä, kuten pörssiyrityksillä, yrityksen omistajuus on usein hajautunutta eli toisin sanoen yrityksellä on monta osakkeenomistajaa. Lisäksi yritysten johto on usein ulkopuolista, eivätkä osakkeenomistajat toimi operatiivisissa johtotehtävissä yhtiön päivittäisessä toiminnassa. Tämä saattaa aiheuttaa intressiristiriitoja johdon ja omistajien kesken. Osakkeenomistajille tärkeintä on yleensä maksimoida omistustensa rahallinen arvo, johtajilla taas voi olla muitakin intressejä. Heille voi olla tärkeämpää esimerkiksi heidän oma uransa ja maineensa. Tämä heijastuu siten, että yritysjohtaja ei välttämättä ota tarpeeksi riskejä, vaan pyrkii tekemään päätöksiä, jotka ovat turvallisia, mutta eivät välttämättä kaikkein tuottoisimpia. Lisäksi on olemassa riski, että johto ajaa omaa etuaan välittämättä yrityksen edusta, esimerkiksi kuluttamalla yrityksen varoja omaan hyvinvointiinsa. Näitä yrityksen johdon ja omistajien välisiä intressiristiriitoja kutsutaan agenttiongelmiksi. Yrityksen omistajien olisi hyvä saada motivoitua johto työskentelemään heidän etujensa mukaisesti ja valvoa, että johto toimii osakkeenomistajien eduksi. (Brealey, Myers & Allen 2011: 12–13.)

Agenttiteoria pohjautuu ajatukseen, jonka mukaan yrityksen omistajien ja sitä johtavien henkilöiden intressit eroavat toisistaan. Yrityksen omistajien ja johtajien intressiristiriitaa eli agenttikustannuksia voi pyrkiä vähentämään esimerkiksi erilaisilla valvontajärjestelmillä, budjetoinnilla ja ohjeistuksella sekä palkitsemisjärjestelmillä. Tällaiset erilaiset palkitsemis- ja valvontajärjestelmät kannustavat johtoa toimimaan omistajien edun mukaisesti ja maksimoimaan yhtiön tuottavuuden. Toisaalta palkitsemisjärjestelmien kulut ovat pois yrityksen tuloksesta ja osakkeenomistajien voitoista. Lisäksi valvontajärjestelmien ylläpito ja johdon toiminnan tarkkailu on lisäkustannus omistajille. Näistä kuluista syntyvät agenttikustannukset ja niiden voi ajatella olevan pois yhtiön tekemästä voitosta. Agenttikustannukset riippuvat monista tekijöistä, kuten lainsäädännöstä ja sopimusosapuolten kekseliäisyydestä sopimusten tekoon liittyen. Kumpikin näistä tekijöistä on kehittynyt olosuhteiden pakosta historian saatossa, koska yritysten omistajilla on ollut pitkään tarve vähentää omistajatahon sekä yritysjohtajien välistä intressiristiriitaa. (Jensen & Meckling 1976.)

Perheyriyksissä agenttiongelmia voi ajatella kahdella eri tavalla. Yhtiöissä, joissa suurin omistaja tai hänen perheenjäsenensä on yhtiön toimitusjohtajana, ei synny johdon ja omistajan välistä ristiriitaa. Toisaalta, mikäli pörssiyrityksessä on yksi omistaja, jolla on huomattavan suurta valtaa, saattavat pienemmät omistajat kärsiä, mikäli suurimman omistajan intressit eivät ole yhtäläiset kaikkien omistajien kanssa. Jamesin (1999)

mukaan perheomisteisilla yhtiöillä ja erityisesti yrityksillä, joiden johtajana toimii omistaja tai hänen perheenjäsenensä, on pienemmät agenttikustannukset. Tämän seurauksena niiden taloudellinen menestys on usein parempaa kuin muilla ei-perheomisteisilla yrityksillä. Omistajien toimiessa johtotehtävissä, ei samanlaista intressiristiriitaa omistajien ja johtajien välillä synny, kuten hajautetusti omistetuissa yhtiöissä. Näin ollen omistajat tietävät, että johto toimii varmasti heidän etujensa mukaisesti ja he voivat itse vaikuttaa johtajina toimiessaan yhtiön operatiiviseen toimintaan siten, että se vastaa omistajatahon toiveita.

Tourusen (2009: 20) mukaan agenttikustannusten käyttö perheyriyten parempaa menestystä selittävänä tekijänä on kyseenalaista. Hän sanoo, että haasteita aiheuttaa agenttikustannusten täsmällinen määrittely, sillä niiden tunnistaminen sekä mittaaminen eivät ole yksiselitteistä ja ongelmatonta. Agenttikustannusten sijaan joissakin tutkimuksissa onkin mallinnettu esimerkiksi omistajien osallisuutta yhtiön johdossa ja hallinnossa. Näin on pyritty selvittämään johdon ja omistuksen intressiristiriidan vaikutusta yhtiön taloudelliseen menestykseen. Agenttikustannusten ajatellaan olevan havaittavissa kannattavuus- ja arvomittareiden kautta sekä vaikuttavan näihin lukuihin niiden taustalla.

4.2. Resurssiperusteinen teoria

Toinen teoria, jolla selitetään yritysten omistusrakenteen vaikutusta yhtiöiden menestymiseen, on nimeltään resurssiperusteinen teoria. Resurssiperusteinen teoria pohjautuu ajatukseen, jonka mukaan yrityksillä on ainutlaatuisia resursseja, joita ne voivat käyttää hyväksi liiketoiminnassaan. Resurssit eri yritysten välillä vaihtelevat ja jokaisella yrityksellä on omat, sille merkittävät resurssit. Näihin resursseihin kuuluu esimerkiksi koko yrityksen varallisuus, yrityksen tietotaito, erityisosaaminen, henkilöstö, patentit ja tuotekehitys, sopimukset sekä brändit. On tapauskohtaista, kuinka yritykset hyödyntävät resurssejaan ja mitkä resurssit tuovat millekin yritykselle kilpailuetua. (Wernerfelt 1984; Barney 1991.)

Yritysten väliset menestyserot johtuvat resurssiperusteisen teorian mukaan siitä, kuinka eri yritykset hyödyntävät käytettävissä oleviaan resursseja. Parhaiten menestyneet yhtiöt ovat niitä, joilla on parhaat resurssit ja jotka saavat hyödynnettyä ne parhaiten. Ainutlaatuiset resurssit nähdään kilpailuetuna, joka auttaa yritystä menestymään kilpailijoitaan paremmin. (Barney 1991: 102; Tourunen 2009: 22.)

Perheyhtiöiden tapauksessa kysymys kuuluu, tuoko perhe yrityksen omistajana mukanaan joitakin ainutlaatuisia resursseja, jotka mahdollistavat perheyhtiöiden paremman menestyksen. Perheyhtiöiden menestykseen on yhdistetty kolme eri resurssia: inhimillinen pääoma, sosiaalinen pääoma sekä fyysinen tai taloudellinen pääoma. Inhimillisen pääoman nähdään tuovan lisäarvoa työvoiman kautta. Perheyhtiöiden voi ajatella menestyvän muita paremmin, koska perheenjäsenet, jotka työskentelevät yhtiössään, tekevät töitä omiin nimiinsä ja oman yhtiönsä puolesta. He saattavat tehdä enemmän töitä ja pienemmällä korvauksella kuin työntekijät, jotka ovat vain palkkasuhteessa työnantajaansa. Perheenjäsenet aloittavat usein työskentelyn perheyhtiössä jo nuorina, joten heille kertyy merkittävä määrä tietotaitoa yhtiön liiketoimintaan liittyen. (Dyer 2006: 262–263.)

Sosiaalisen pääoman voi nähdä lisäarvona, jota syntyy sosiaalisten suhteiden myötä. Perheyhtiöissä tämä näkyy usein siinä, että yhtiön pienomistajat arvostavat sitä, että yhtiöllä on yksi selkeä kasvollinen omistaja tai perhe. Tällainen tunnettu omistaja lisää muiden omistajien luottamusta yrityksen toimintaa kohtaan. Mikäli perheenjäsenet työskentelevät yhtiössä, lähentää se myös omistajia ja työntekijöitä. Yhtiön omistajana toimiva perhe voi myös mahdollisesti lisätä yrityksen kiinnostavuutta kuluttajien silmissä, koska se lisää yrityksen persoonallisuutta. (Dyer 2006: 263.)

Fyysinen ja rahoituksellinen pääoma viittaa siihen, että yhtiön omistajana toimivan perheen mukana tuomaan varallisuuteen. Perheen toimiessa omistajana, se saattaa rahoittaa yritystä tilanteessa, jossa muut rahoittajat eivät rahoita yhtiötä. Tämä lisää yrityksen mahdollisuuksia ja antaa sille joustavuutta erilaisissa taloudellisissa tilanteissa. Yhtiön johto voi luottaa siihen, että yhtiön omistaja on valmis tukemaan tarvittaessa yhtiötä suurillakin rahasummilla eikä omistaja ole kovin helposti valmis luopumaan omistuksestaan. Omistajat saattavat tukea yhtiötä myös muuten kuin rahallisesti, mikäli sillä on taloudellisia vaikeuksia. He saattavat esimerkiksi tarjota oman työpanoksensa yrityksen hyväksi vaatimatta siitä erillistä korvausta. (Dyer 2006: 264–265.)

4.3. Johdon osakeomistus

Yksi keino vähentää osakkeenomistajien ja yritysjohtajien intressiristiriitaa sekä pienentää agenttikustannuksia on johdon osakeomistus heidän johtamassaan

yrietyksessä. Se voi olla seurausta erilaisista osakepohjaisista kannustinjärjestelmistä. Toisaalta erityisesti perheomisteisille yhtiöille on tyypillistä, että yhtiön johdossa toimivilla henkilöillä on suuriakin osakeomistuksia. Monesti näihin yhtiöihin palkataan perhepiiristä johtajia, joille omistusosuus kulkee sukulaisuussuhteen mukana. Nuoremmissa yrityksissä tilanne voi olla myös se, että yhtiön perustaja toimii edelleen johtotehtävissä yhtiössä. (Florackis, Kostakis & Ozkan 2009.)

Florackis ym. (2009) mukaan johdon osakeomistus lähentää osakkeenomistajien ja johtajien intressejä sekä kannustaa johtoa pyrkimään omistaja-arvon maksimointiin. Tämä näkyy esimerkiksi siinä, että johto ei vaadi itselleen kohtuuttomia luontaisetuja yrityksen tuloksen kustannuksella. Samoin yritysjohto suunnittelee investointeja siten, että tuotto-odotukset ovat mahdollisimman hyvät. Mikäli johdolla ei ole osakeomistuksen tuomaa kannustinta maksimoida yhtiön tulosta, saattaa johtajilla olla houkutus jättää tärkeitä investointeja tekemättä niiden riskisyydestä johtuen. Palkkajohtajille tärkeintä voi olla se, että he eivät menetä työtään ja siksi tällaiset johtajat saattavat vältellä suuria riskejä. Sen sijaan tuloksen maksimoimiseksi on välillä tehtävä melko riskialttiitakin investointeja. Mikäli johto ei ole valmis tällaisia investointeja tekemään, näkyy se yhtiön taloudellisessa tehottomuudessa.

Mikäli yrityksen operatiiviset johtohenkilöt ovat merkittäviä osakkeenomistajia yhtiössä, on olemassa riski, että johdon valvonta heikkenee ja heille tulee mahdollisuus ajaa omaa etuaan muiden pienesakkaiden edun kustannuksella. Ei ole siis täysin selvää, onko operatiivisen johdon osakeomistuksella enemmän positiivista vai negatiivista vaikutusta yrityksen taloudelliseen menestykseen. Florackis ym. (2009) tutkivat tätä ilmiötä ja havaitsivat, että näillä kahdella tekijällä on olemassa tilastollisesti merkittävä yhteys. Vaikuttaa siltä, että johdon omistus parantaa yrityksen taloudellista suoriutumista. Vaikutus ei ole kuitenkaan lineaarinen omistusosuuden kanssa, vaan omistusosuuden vaikutus menestykseen heikkenee sen jälkeen, kun johtajan omistusosuus nousee yli 15 prosentin.

Yhteys johdon osakkeenomistuksen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen välillä on havaittu jo aiemminkin. Hexter & Hu (1993) havaitsivat, että yhtiöt, joiden johtajilla on omistusosuus johdettavasta yhtiöstä, menestyvät paremmin kuin yhtiöt, joiden johtajat eivät omista työnantajansa osakkeita. Yhtiön taloudellisen suorituskyvyn mittarina käytetään Tobinin q :ta. Tutkimusaineisto on vuosilta 1976, 1980 ja 1984 ja se sisältää Yhdysvaltojen suurimpia yhtiötä. Hexter & Hu (1993) toteavat, että yhtiöiden Tobinin q :n arvo nousee, mikäli johtajat omistavat yhtiön osakkeista alle 5–7 prosenttia. Sen

sijaan, jos omistusosuus nousee yli 10–12 prosentin, heikentää se yrityksen taloudellista suoriutumista. Tutkijoiden mukaan johtajien omistaessa pienen osan johtamastaan yrityksestä, heidän valvontansa helpottuu ja agenttikustannukset pienenevät. Mikäli omistusosuus nousee kuitenkin liian korkeaksi, saattaa valvonta heikentyä, koska johtajilla on omistusosuuden myötä vaikutusvaltaa myös yrityksen hallituksessa ja tällöin myös johtajien kontrollointi saattaa heikentyä.

Myös Griffith (1999) havaitsee, että yhtiöiden taloudellinen suoriutuminen Tobinin q :lla mitattuna kohoaa, mikäli yrityksen toimitusjohtaja omistaa johtamansa yrityksen osakkeista 0–15 prosenttia. Sen sijaan omistusosuuden noustessa yli 15 prosentin, alkaa tämä vaikutus olla yrityksen taloudellista suoritusta heikentävä. Kun toimitusjohtajan omistusosuus johdettavan yhtiön osakkeista nousee yli 50 prosentin, alkaa vaikutus yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn jälleen nousta. (Griffith 1999.)

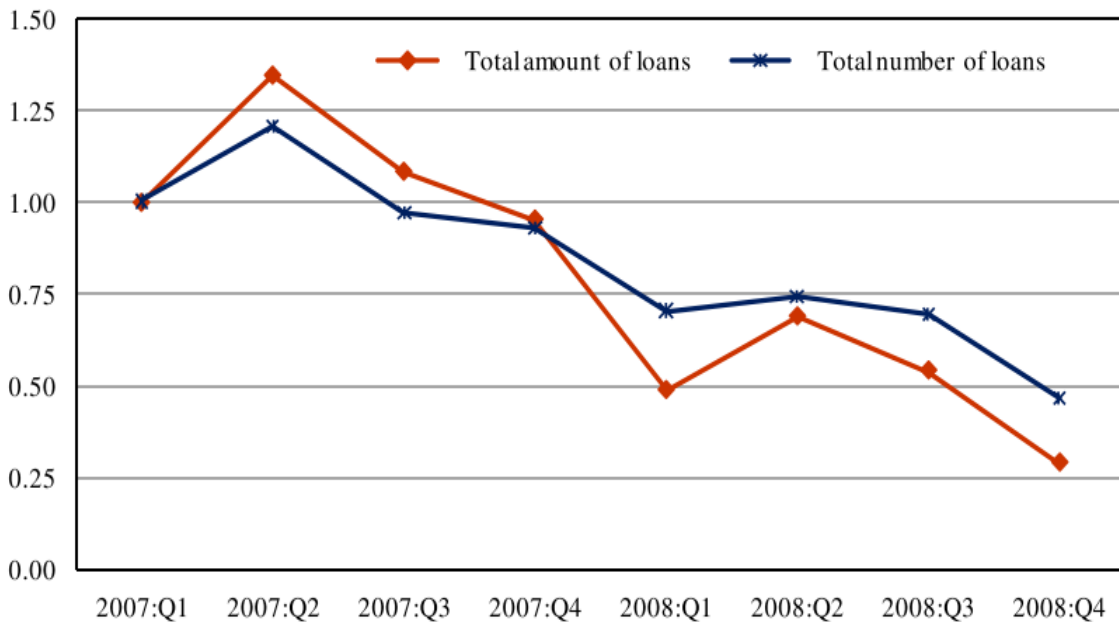
Anderson & Reeb (2003) tekevät perheyhtiötä käsittelevässä tutkimuksessaan samankaltaisia johtopäätöksiä. Heidän tutkimuksensa perusteella yritys menestyy paremmin, jos sen toimitusjohtajana toimii perustajaosakas. Tällainen tulos viittaa siihen, että omistusosuus johdettavassa yrityksessä motivoi suoriutumaan paremmin kuin johtaja, joka on vain palkkasuhteessa johtamaansa yritykseen ilman osakeomistusta.

4.4. Finanssikriisi

Vuonna 2007 Yhdysvalloissa sai alkunsa finanssikriisi, joka levisi nopeasti ympäri maailmaa globaaliksi ilmiöksi. Kriisin alkuna pidetään Yhdysvaltalaisia asuntoluottoja, joita myönnettiin vähävaraisille kansalaisille. Tällaiset ihmiset eivät kyenneet suoriutumaan luotoistaan ja luottotappioiden määrä asuntojen hintojen laskiessa oli huomattava. Nämä luottotappiot vaikuttivat koko globaaliin markkinajärjestelmään, sillä luottoja oli paketoitu sijoitusinstrumenteiksi ja niitä oli myyty ympäri maailmaa. Suuret luottotappiot ja asuntojen romahtanut kysyntä johtivat asunovelkasijoitusten arvon alenemiseen. Monet suuret pankit ja sijoituslaitokset kokivat huomattavia tappiota eikä asiaa auttanut se, että sijoitukset oli hinnoiteltu riskiin nähden kalliiksi. Yhdysvaltalaisen Lehman Brothers investointipankin konkurssi vuonna 2008 antoi lopullisen sysäyksen maailmanlaajuiselle finanssikriisille. (Grammatikos & Vermeulen 2012: 518.)

Lehman Brothersin konkurssin lisäksi valtio otti Yhdysvalloissa haltuunsa AIG-vakuutusyhtiön sekä Fannie Mae- ja Freddy Mac-asuntoluottoyhtiöt. Näillä toimilla se yritti rauhoittaa vallitsevaa paniikkia ja lievittää markkinareaktiota. Siitä huolimatta useimpien omaisuusluokkien ja sijoitustuotteiden hinnat putosivat merkittävästi, yritysten lainansaanti tyrehtyi ja sijoitusmarkkinoiden volatilitteetti kasvoi huomattavasti. (Ivashina & Scharfstein 2010: 319.)

Kuviossa 5 näkyy, kuinka sekä myönnettyjen lainojen lukumäärä että lainattu rahamäärä laski vuoden 2007 toisen vuosineljänneksen jälkeen. Kuvion graafit on indeksoitu siten, että vuoden 2007 ensimmäisen vuosineljänneksen lainatasoa kuvaa arvo 1. Vuodet on jaettu neljään kvartaaliin kolmen kuukauden välein. Sininen viiva kuvaa yrityslainojen kokonaismäärää ja punainen viiva myönnettyä lainojen kokonaissummaa Yhdysvalloissa vuosina 2007–2008. Kuvioista käy ilmi, että vuoden 2008 loppuun mennessä lainakanta oli 79 prosenttia alhaisempi kuin toisella neljännekselle vuonna 2007. Lainojen myöntämistähti on siis hidastunut merkittävästi ja lainojen kokonaismäärä markkinoilla on vähentynyt olennaisesti. (Ivashina & Scharfstein 2010: 320.)



Kuvio 5. Yhdysvaltain yritysluottokanta vuosina 2007–2008 (Ivashina & Scharfstein 2010: 322).

Yhdysvalloista kriisi levisi ympäri maailmaa ja vaikutti negatiivisesti erityisesti euroalueen talouteen. Euroon liittyminen oli mahdollistanut Etelä-Euroopan maille halvan korkotason, jota ne hyödynsivät kasvattamalla valtion velanottoa runsaasti. Talouden kääntyessä noususuhdanteesta matalasuhdanteeseen, monet velkarahalla tehdyt investoinnit osoittautuivat kannattamattomiksi. Lisäksi velkarahalla ylläpidetty valtion hallinto osoittautui monissa maissa, kuten Kreikassa ja Portugalissa, turhan raskaaksi. Taloudellisen taantumana aikana supistuneet verotulot eivät riittäneet ylläpitämään julkisia palveluja ja vuodesta 2010 lähtien Kreikka, Portugali ja Irlanti ovatkin saaneet taloudellisia tukipaketteja Kansainväliseltä valuuttarahastolta selviytyäkseen maksuvelvoitteistaan ja pystyäkseen ylläpitämään julkista sektoriaan. (Grammatikos & Vermeulen 2012: 518–521.)



Kuvio 6. Helsingin pörssin yleisindeksin kehitys vuosina 1999–2014 (Pörssisäätiö 2015).

Kuviossa 6 näkyy, kuinka maailmanlaajuisesti levinnyt finanssikriisi kohdistui Helsingin pörssiin. Vuoden 2007 lokakuuhun asti kurssit nousivat alkaen aina vuoden

2002 lopulta. Nousu taittui kuitenkin jyrkästi vuoden 2007 loppupuolella, jolloin alkoi jyrkkä syöksy. Vuoden 2009 alkuun asti Helsingin pörssin indeksi-luku putosi lukemasta 12000 alle lukemaan 5000. Vuosina 2009 ja 2010 pörssikurssit hieman virkosivat, mutta vuosi 2011 oli jälleen laskusuhdanteinen. Vasta vuonna 2012 alkoi toipuminen ja pörssikurssit ovat nousseet aina vuoteen 2015 saakka. (Pörssisäätiö 2015.)

5. TUTKIMUSAINEISTO JA –MENETELMÄT

Tutkielmassa käytetään aineistona Helsingin pörssiin listattuja julkisia osakeyhtiöitä ja näiden yhtiöiden tilinpäätöstietoja. Tarkoitus on selvittää tilinpäätösasiakirjojen ja yhtiöiden ylläpitämien omistusluetteloiden avulla yritysten omistussuhteita. Yhtiöt, joissa yhden henkilön, perheen tai suvun omistusosuus tuo yli 25 prosentin äänivallan, tulkitaan perheyhtiöksi. Aiempiin samankaltaisiin tutkimuksiin pohjautuen muodostetaan regressiomalli, jossa yritysten suoriutumista mitataan esimerkiksi pääoman tuottoasteella. Perheyhtiöiksi luokiteltavat yhtiöt erotellaan dummy-muuttujien avulla ja tarkoituksena on selvittää empiirisesti regressioanalyysia hyödyntäen, onko yhtiöiden omistusrakenteella merkitystä yhtiöiden taloudelliseen menestykseen.

Ajatuksena on suorittaa vertailua kahdelta eri ajanjaksolta. Finanssikriisi vaikutti Suomeen vuosina 2008–2011, jolloin osakekurssit laskivat jyrkästi ja yritysten tulokset heikkenivät. Vuodet 2012-2014 taas olivat suotuisampia pörssiyrityksille ja niiden kurssit nousivat yleisen markkinatunnelman kohotessa. Tämän vertailun tarkoituksena on selvittää, onko perheomistuksen mahdollinen vaikutus taloudelliseen menestykseen samankaltainen taloudellisesta tilanteesta riippumatta. Tutkimusperiodi finanssikriisin ajalta kuvaa laskusuhdannetta ja sen jälkeiset vuodet noususuhdannetta. Näin voidaan vertailla perheyhtiöiden suoriutumista erilaisissa taloudellisissa olosuhteissa ja nähdään eroaako taloudellinen menestys muista hajautetusti omistetuista yhtiöistä.

5.1. Tutkimusaineisto

Jos tarkasteluun otetaan kaikki suomalaiset yritykset, valtaosan niistä voi katsoa olevan perheyrityksiä. Tämä johtuu siitä, että iso osa yrityksistä on pieniä, alle 10 henkeä työllistäviä yhtiöitä, joiden perustaja on yrityksen omistajana (Tourunen 2009: 17). Tässä tutkielmassa on kuitenkin keskitytty pörssilistattuihin julkisen kaupankäynnin kohteena oleviin yrityksiin.

Tutkimusaineisto kattaa kaikki suomalaiset Helsingin OMXH-pörssissä julkisen kaupankäynnin kohteena olevat osakeyritykset. Tutkimusaineisto saadaan Orbis-tietojärjestelmästä, joka on Vaasan yliopiston käytössä oleva maailmanlaajuinen yrityshakemisto. Tämän jälkeen aineistosta tunnistetaan kaikki yhtiöt, jotka täyttävät

perheyhtiön kriteerin koko tutkimusperiodin ajan eli vuosina 2008–2014. Nämä yhtiöt, joissa perheen tai yhden henkilön omistusosuus ylittää 25 prosenttia, saavat dummy-muuttujan arvon 1. Samoin perheyhtiöiksi määritellään kaikki yhtiöt, joissa yksi perhe tai henkilö hallitsee yli 25 prosentin osuutta äänivallasta. Muut, ei-perheyhtiöt, saavat dummy-muuttujan arvon 0.

Lopullinen tutkimusaineisto koostuu 93 Helsingin pörssiin listatusta yrityksestä. Aineistosta on jätetty pois pankit ja rahoitusalan yhtiöt, koska niiden toimialat ovat tiukasti säänneltyjä. Lisäksi tällaisten yhtiöiden Tobinin q-arvot ja pääoman tuottoasteet eivät ole täysin vertailukelpoisia muiden alojen yritysten tunnuslukujen kanssa. Nämä seikat voisivat vääristää tutkimustuloksia, joten siksi pankki- ja rahoitusalan yhtiöt on jätetty aineistosta pois. Tämä on tyypillistä myös muissa asiaa käsittelevissä tutkimuksissa. (Anderson & Reeb 2003.)

Yrityksistä 26 luokitellaan perheyrietyksiksi ja loput 67 yritystä ei-perheyrietyksiksi. Tutkimusaineiston yrityksistä 28 prosenttia edustaa siis perheyrietyksiä ja loput 72 prosenttia hajautetusti omistettuja ei-perheyrietyksiksi luokiteltavia yhtiöitä. Aineisto kattaa vain yritykset, jotka ovat olleet listattuna pörssiin koko tutkimusperiodin ajan. Perheyrietyksen määritelmän täyttääkseen on yrityksen äänivallasta pitänyt olla vähintään 25 prosenttia yhden henkilön tai perheen omistuksessa koko tutkimusperiodin aikana. Tutkimusaineistosta on jätetty pois yhtiöt, joiden omistusrakenne on muuttunut tutkimusperiodin aikana siten, että niistä on tullut perheyrietyksi luokiteltavia yhtiöitä. Samoin pois on jätetty yhtiöt, joissa yksittäinen henkilöomistaja tai perhe on luopunut osakeomistuksistaan siten, että omistusosuus on tippunut alle 25 prosentin ja yhtiö on muuttunut perheyrietyöstä ei-perheyrietyksi. Tällaiset yhtiöt on jätetty pois tutkimusaineistosta, jotta tutkimustulokset eivät vääristyisi. Mikäli yhtiö on ollut aiemmin perheyriety, mutta se muuttuu omistusjärjestelyjen vuoksi kesken tutkimusperiodin ei-perheyrietyksi, yhtiössä näkyy varmasti edelleen perheomistajan vaikutus. Regressioanalyysissä tällainen yhtiö luokiteltaisiin kuitenkin ei-perheyrietyksi, joten siksi tällaiset tapaukset on jätetty kokonaan pois tutkimusaineistosta, jotta ne eivät vääristä lopullisia tutkimustuloksia.

Koska tutkimusperiodi kattaa vuodet 2008–2014, tulee havaintoja kaikkiaan 651 kappaletta. Lisäksi tutkimusaineisto jaetaan kahteen periodiin, joista toinen kattaa vuodet 2008–2011 ja toinen vuodet 2012–2014. Näiden periodeiden avulla tarkastellaan, onko perheyrietyöiden menestymisessä eroja silloin, kun pörssikurssit ovat nousevat tai laskevat. Vuosina 2008–2011 Helsingin pörssin yleisindeksi oli laskeva,

kun taas vuosina 2012–2014 yleisindeksi nousi (Pörssisäätiö 2015).

Taulukkoon 2 on lajiteltu tutkimusaineiston sisältämät yhtiöt toimialoittain käyttäen hyödyksi Nasdaq OMX:n toimialajaottelua (Nasdaq 2016). Helsingin pörssissä listatut perheyrityksiksi määritellyt yritykset toimivat viidellä eri toimialalla, mutta koska rahoituslalla toimivat yhtiöt on jätetty pois tutkimusaineistosta, sisältää tutkimusaineisto perheyrityksiä neljältä eri toimialalta. 17 yrityksen toimialana ovat teollisuustuotteet ja -palvelut, viidellä kulutustavarat, kolmella teknologia ja yksi yhtiö toimii terveydenhuollon parissa. Aineiston sisältämistä perheyrityksistä yli puolet on siis keskittynyt toimimaan teollisuuden parissa. Se on myös muiden kuin perheyrityksiksi määriteltyjen yhtiöiden parissa yleisin toimiala. Teknologia on hajautetusti omistettuiden yhtiöiden kohdalla toiseksi yleisin toimiala tutkielman aineistossa, mutta sen sijaan perheyhtiöitä tuolla alalla toimii vain kolme kappaletta.

Taulukko 2. Tutkimusaineiston yhtiöt lajiteltuna toimialojen mukaan (Nasdaq 2016).

Toimiala	Perheyhtiöt	Ei-perheyhtiöt	Yhteensä	Perheyhtiöitä (%)
Teollisuustuotteet ja -palvelut	17	21	38	45 %
Perusteollisuus	0	7	7	0 %
Kulutuspalvelut	0	9	9	0 %
Kulutustavarat	5	9	14	36 %
Teknologia	3	14	17	18 %
Tietoliikennepalvelut	0	1	1	0 %
Terveydenhuolto	1	4	5	20 %
Yleishyödylliset palvelut	0	1	1	0 %
Öljy ja kaasu	0	1	1	0 %
Yhteensä	26	67	93	28 %

5.2. Tutkimusmenetelmät

Tutkimusmenetelmänä käytetään tilastollista analyysiä. Tarkoitus on muodostaa pienimmän neliösumman menetelmällä yksinkertainen regressiomalli, jolla pyritään selvittämään eri muuttujien vaikutusta toisiinsa. Regressiomallissa havaintoja, jotka täyttävät aiemmin määritellyn perheyrityksen kriteerin, merkitään dummy-muuttujalla 1. Muut havainnot saavat arvon 0, jos ne eivät täytä kriteerejä eli eivät ole perheyhtiöitä.

Yhtiöt määritellään perheyhtiöiksi yhtiöiden ilmoittamasta omistusrekisteristä saaduista omistustiedoista. Näistä tiedoista tunnistetaan mahdolliset perheyhtiöt suurimpien omistajien perusteella manuaalisesti.

5.3. Analysoitavien muuttujien määrittely

Tämä tutkielma pohjautuu paljolti Anderson & Reebin (2003) tutkimukseen perheyhtiöistä. Tutkimustavoitteet ovat hyvin samankaltaisia ja siksi myös tutkimusmenetelmät, joita tässä käytetään perustuvat heidän tutkimukseensa. Muuttujat, joilla mitataan yhtiöiden suoriutumista tässä tutkielmassa, ovat Tobinin q sekä pääoman tuottoaste (ROA). Niitä käytetään selitettävänä tekijöinä määriteltävässä regressiomallissa, jolla pyritään selvittämään perheyhtiöiden menestymistä ja siihen vaikuttavia tekijöitä.

5.3.1. Tobinin q

Tobinin q:ta käytetään mittarina paljon tutkimuksissa, joissa määritellään omistuksen ja menestyksen yhteyttä. Se lasketaan suhteuttamalla yhtiön pääomien markkinahinta yhtiön pääomien nykyhintaaseen jälleenhankinta-arvoon. Yrityksen markkina-arvo on yrityksen koko osakekannan markkina-arvo. Käytännössä Tobinin q lasketaan tässä tutkielmassa jakamalla yhtiön markkina-arvo yhtiön koko pääomalla. (Villalonga & Amit 2006: 393; Martínez ym. 2007: 90.)

$$(1) \quad \text{Tobinin } Q = \frac{\text{Pääoman markkina-arvo}}{\text{Pääoman jälleenhankinta-arvo}} = \frac{\text{Markkina-arvo}}{\text{Pääoma}}$$

, missä

Pääoman markkina-arvo = oman pääoman markkina-arvo – vieraan pääoman markkina-arvo = yhtiön markkina-arvo

Pääoman jälleenhankinta-arvo = oman pääoman jälleenhankinta-arvo – vieraan pääoman jälleenhankinta-arvo = yhtiön koko pääoma.

5.3.2. Pääoman tuottoaste

Kokonaispääoman tuottoaste eli ROA (Return on assets) kuvaa sitä, kuinka paljon yhtiö saa tuottoa pääomalleen. Tunnusluku saadaan selville suhteuttamalla yhtiön tulos sen taseeseen. Tässä tutkielmassa käytetään kahta eri määritelmää pääoman tuottoasteen laskemiseen. Toisessa kaavassa lasketaan yrityksen liikevoiton suhde taseen loppusummaan ja toisessa verrataan yrityksen nettotulosta taseen loppusummaan. (Anderson & Reeb 2003: 1310.)

$$(2) \quad ROA = \frac{\text{Liikevoitto}}{\text{Taseen loppusumma}}$$

, missä

$$\text{Liikevoitto} = \text{liikevaihto} - \text{muuttuvat kulut} - \text{kiinteät kulut} - \text{poistot}.$$

$$(3) \quad ROA = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Taseen loppusumma}}$$

, missä

$$\text{Nettotulos} = \text{liikevaihto} - \text{muuttuvat kulut} - \text{kiinteät kulut} - \text{poistot} - \text{arvonlennukset} - \text{korot} - \text{verot}.$$

5.3.3. Selittävä muuttuja

Selittävien muuttujien lisäksi määritellään myös selitettävä muuttuja, jolla oletetaan olevan vaikutusta selitettäviin muuttujiin. Selittäjänä tekijänä on dummy-muuttuja, joka kuvaa, onko yritys perheyritys vai ei. Jos yritys on perheyhtiö, saa se arvon 1. Jos yhtiö ei ole perheyritys, eli yksi perhe tai henkilö ei omista yli 25 prosenttia yrityksen äänivaltaisista osakkeista, se saa arvon 0.

5.3.4. Kontrollimuuttujat

Mallissa käytetään selittävän muuttujan lisäksi useita muita kontrollimuuttujia. Yritysten taseen loppusumman luonnollista logaritmia käytetään kuvaamaan yritysten kokoa. Tutkimus- ja tuotekehityskulujen osuus liikevaihtoon kuvaa yritysten innovatiivisuutta ja kasvuhalukkuutta. Yritysten ikää kuvaa yritysten perustamisvuodesta kuluneiden vuosien luonnollinen logaritmi. Velkaantuneisuutta puolestaan mitataan jakamalla pitkä-aikaisten velkojen määrä taseen loppusummalla. Koska eri yritysten taseiden loppusummat saattavat vaihdella suuresti riippuen siitä, onko yritys suuri vai pieni sekä siitä, toimiiko yritys toimialalla, joka vaatii paljon pääomia vai ei, otetaan muuttujasta luonnollinen logaritmi ja käytetään tätä selittävänä tekijänä. Samoin myös yritysten iät saattavat vaihdella huomattavasti, kun vanhimmat yritykset ovat yli 100 vuotta vanhoja ja nuorimmat vasta muutamia vuosia. Luonnollisen logaritmin avulla nämä suuret vaihtelut saadaan vastaamaan paremmin toisiaan ja regressiomallin selitysaste paranee. Eri vuosia kontrolloidaan vuosidummien avulla siten, että kukin vuosi saa arvon 1, mikäli aineiston otos edustaa kyseistä vuotta kuitenkin alkaen vuodesta 2009. Samoin eri toimialoja kontrolloidaan toimialadummien avulla niin, että otos saa arvon 1, mikäli se edustaa kyseistä toimialaa. (Anderson & Reeb 2003: 1310–1311.)

5.4. Tutkimusaineiston kuvailu

Taulukossa 3 näkyy erilaisia kuvailevia tunnuslukuja tutkimusaineistoa ja erilaisia muuttujia koskien. Taulukot on jaoteltu siten, että ensimmäisessä taulukossa käsitellään koko aineistoa vuosilta 2008–2014. Toisessa taulukossa on otettu huomioon vain ne yhtiöt, jotka tutkimusaineistossa on luokiteltu perheyhtiöiksi. Kolmannessa taulukossa esitellään tunnuslukuja koskien aineiston niitä yhtiöitä, joita ei ole luokiteltu perheyhtiöiksi.

Taulukkoon on koottu tutkimusaineiston sisältävien yhtiöiden tunnuslukujen keskiarvot, mediaanit, maksimit sekä minimi. Näistä luvuista saa kuvan tutkimusaineiston sisältämisestä yhtiöistä ja niiden avulla pystytään vertailemaan perheyhtiöitä ja ei-perheyhtiöitä kokonaisuutena.

Taulukko 3. Tutkimusaineiston tunnuslukuja.

Koko aineisto				
Muuttuja	Keskiarvo	Mediaani	Maksimi	Minimi
T&K/liikevaihto %	6.62	0.62	1895.53	0.00
PA velka/pääoma %	16.19	15.02	69.71	0.00
Ln pääoma	12.66	12.42	17.49	8.71
Liikevaihto (1000 €)	1757097	299650	50710000	1007
Nettotulos (1000€)	59592	5836	3988000	-3105000
Ikä	60.79	52.50	365.00	1.00
ROA (ebit) %	3.27	4.11	61.27	-56.61
ROA (nettotulos) %	1.97	3.09	52.76	-71.41
ROE %	2.83	9.52	82.86	-389.37
Tobinin q	0.81	0.60	6.64	0.04

Perheyhtiöt				
Muuttuja	Keskiarvo	Mediaani	Maksimi	Minimi
T&K/liikevaihto %	3.85	0.98	46.62	0.00
PA velka/pääoma %	15.22	14.47	51.47	0.00
Ln pääoma	11.72	11.15	15.67	8.76
Liikevaihto (1000 €)	601274	95349	7334500	2048
Nettotulos (1000€)	37863	976	773000	-93723
Ikä	65.30	46.00	365.00	1.00
ROA (ebit) %	1.34	2.67	61.27	-56.61
ROA (nettotulos) %	-0.15	1.95	52.76	-71.41
ROE %	-6.14	6.21	82.86	-376.39
Tobinin q	0.86	0.49	6.64	0.09

Ei-perheyhtiöt				
Muuttuja	Keskiarvo	Mediaani	Maksimi	Minimi
T&K/liikevaihto %	7.67	0.59	1895.53	0.00
PA velka/pääoma %	16.56	15.37	69.71	0.00
Ln pääoma	13.02	13.08	17.49	8.71
Liikevaihto (1000 €)	2196564	516100	50710000	1007
Nettotulos (1000€)	67853	8482	3988000	-3105000
Ikä	59.07	55.00	180.00	3.00
ROA (ebit) %	4.01	4.74	44.21	-55.30
ROA (nettotulos) %	2.77	3.67	44.19	-48.41
ROE %	6.24	10.47	71.76	-389.37
Tobinin q	0.79	0.637	5.97	0.04

Taulukosta 3 havaitaan, että vaihtelut eri muuttujien minimi- ja maksimiarvojen välillä ovat suurempia ei-perheyhtiöiden kuin perheyhtiöiden sisällä. Perheyhtiöt vaikuttavat siis olevan homogeenisempi joukko kuin ei-perheyhtiöt. Perheyhtiöissä kaikki keskimääräiset tunnusluvut vaikuttavat myös olevan matalampia kuin ei-perheyhtiöiden vastaavat luvut, paitsi ikä ja Tobinin q-tunnusluku ovat keskimäärin korkeammat perheyhtiöillä kuin hajautetusti omistetuilla yhtiöillä. Perheyhtiöt vaikuttavat myös olevan keskimäärin merkittävästi pienempiä kuin ei-perheyhtiöt.

Taulukossa 4 esitellään tutkimusaineiston tunnuslukuja siten, että perheyrietykset ja ei-perheyrietykset on eritelty ja näiden ala-aineistojen keskiarvoja sekä tilastollisia poikkeamia vertaillaan keskenään. Taulukosta selviää, että keskiarvolla mitattuna ei-perheyrietykset käyttävät selvästi enemmän resursseja tutkimukseen ja tuotekehitykseen liikevaihtoon suhteutettuna. Tämä havainto ei tosin ole tilastollisesti merkitsevä. Sen sijaan taulukon 3 perusteella mediaanilla mitattuna perheyrietyksissä käytetään enemmän rahaa tutkimukseen ja tuotekehitykseen. Tästä voidaan päätellä, että yleisesti ottaen perheyhtiöissä panostetaan tuotekehitykseen enemmän suhteessa liikevaihtoon, mutta ei-perheyhtiöiden joukossa on joitakin yhtiöitä, joiden tuotekehityspanokset ovat erittäin korkeita suhteessa liikevaihtoon. Näin ollen keskiarvo ei-perheyhtiöiden joukossa on huomattavan korkea verrattuna mediaaniin.

Perheyhtiöt ovat myös vähemmän velkaantuneita kuin ei-perheyrietykset. Ero ei ole kuitenkaan tilastollisesti merkitsevä. Tutkimusaineiston perusteella vaikuttaa siis siltä, että perheyhtiöt eivät käytä toiminnassaan niin suurta velkavipua kuin muut yhtiöt ja täten niiden riskit ovat maltillisemmat. Maltillisemmän velkaantumisen voi olettaa tukevan perheyhtiöiden menestystä erityisesti laskusuhdanteessa. Sen sijaan noususuhdanteessa se saattaa hillitä perheyhtiöiden oman pääoman tuottoa, koska velkavivun käyttö on hillitympää. Taulukosta huomataan myös, että perheyrietykset ovat selkeästi pienempiä yhtiöitä kuin muut yritykset. Tutkimusaineisto on siis painottunut perheyhtiöiden osalta pieniin ja keskisuuriin yhtiöihin. Suuryrietyksiksi luokiteltavia eli sellaisia yhtiöitä, joiden markkina-arvo ylittää miljardi euroa, on joukossa vain kolme kappaletta. Samoin taseen loppusummalla mitattuna ovat perheyhtiöt selvästi pienempiä muihin yhtiöihin verrattuna. Erot sekä taseen että liikevaihdon koossa ovat molemmat tilastollisesti merkitseviä yhden prosentin luottamustasolla.

Ei-perheyhtiöiden saavuttamat nettotulokset ovat keskimäärin lähes kaksi kertaa korkeammat kuin tutkimusaineiston perheyhtiöiksi luokiteltujen yhtiöiden saavuttamat nettotulokset. Ero perheyhtiöiden ja ei-perheyhtiöiden nettotulosten keskiarvojen välillä

ei ole kuitenkaan tilastollisesti merkitsevä. Tutkimusaineistossa esiintyvät perheyrietykset ovat keskimäärin hieman vanhempia eli siis aiemmin perustettuja kuin ei-perheyrietykset. Ero yritysten iässä ei ole kuitenkaan kovin suuri, vain noin kymmenen vuotta, mutta kuitenkin tilastollisesti merkitsevä viiden prosentin luottamusvälillä.

Taulukosta selviää myös, että Tobinin q:lla mitattuna perheyrietykset ovat suoriutuneet hieman vahvemmin tutkimusjaksolla. Tämä ero tosin ei ole tilastollisesti merkitsevä. Sen sijaan perheyhtiöiden pääoman tuotto on ollut selvästi vaatimattomampaa verrattuna ei-perheyrietyksiin. Sekä liikevoitolla että nettotuloksella laskettuna koko pääoman tuottoasteet ovat keskimäärin negatiivisia perheyhtiöillä. Ei-perheyhtiöillä vastaavilla tavoilla mitattujen pääomien tuotot ovat noin kahden–kolmen prosentin luokkaa. Kun katsotaan taulukossa olevaa oman pääoman tuottoastetta (ROE) havaitaan sen olevan perheyhtiöillä reilusti negatiivinen. Ei-perheyhtiöiden oman pääoman tuottoaste on keskimäärin positiivinen. Ero perheyhtiöiden ja ei-perheyhtiöiden suoriutumisessa oman pääoman tuottoasteella mitattuna on huomattava. Eroa keskiarvoissa on yli 10 prosenttiyksikköä ja havainto on tilastollisesti merkitsevä yhden prosentin merkitsevyys tasolla.

Taulukko 4. Keskiarvojen vertailu perheyrietysten ja ei-perheyrietysten välillä.

Muuttuja	Perheyhtiöt	Ei-perheyhtiöt	T-arvo	P-arvo
T&K/liikevaihto %	3.83	8.97	0.76	0.45
PA velka/pääoma %	15.31	17.24	1.47	0.14
Pääoma (1000 €)	516925	2239058	4.37	0.00***
Liikevaihto (1000 €)	577058	2132181	4.08	0.00***
Nettotulos	36032	65651	0.98	0.37
Ikä	67.50	57.81	-2.12	0.03**
Tobinin q	0.86	0.81	-0.75	0.45
ROA (liikevoitto) %	-0.12	3.23	2.70	0.01***
ROA (nettotulos) %	-1.70	1.76	2.60	0.01***
ROE %	-6.45	5.51	3.06	0.00***

Merkitsevyys 1% (***), 5% (**) ja 10% (*) tasoilla.

Yhteenvedona voidaan todeta, että perheyhtiöt ovat keskimäärin pienempiä sekä tasetta että liikevaihtoa tarkasteltaessa. Ne ovat hieman vanhempia kuin ei-perheyhtiöt ja niiden taloudellinen suoriutuminen on keskimäärin heikompaa kuin muiden hajautetusti

omistettujen yhtiöiden suoriutuminen pääoman tuotolla mitattuna. Nämä kaikki havainnot ovat tilastollisesti merkitseviä.

Taulukossa 5 näkyy tutkimusaineistossa esiintyvien muuttujien väliset korrelaatiot ja niiden alla t-arvot. Taulukossa näkyvät korrelaatiot ovat kaikki melko lähellä nollaa, eli merkittävää korrelaatiota eri muuttujien välillä ei esiinny. Ainoastaan oman pääoman tuottoasteet laskettuna nettotuloksella ja liikevoitolla ovat hyvin vahvasti korreloituneet. Tämä on luonnollista, koska kyseessä on lähestulkoon samaa asiaa mittaavat muuttujat. Vahva korrelaatio näiden muuttujien välillä ei kuitenkaan haittaa, koska muuttujia ei käytetä samassa mallissa yhtäaikaisesti, vaan kummastakin muuttujasta tehdään oma regressio. Koska muut muuttujat eivät ole vahvasti korreloituneet keskenään, ei ole riskiä, että käytettävissä regressiomalleissa esiintyisi multikollineaarisuutta eivätkä regressiomallin tulokset ole vääristyneitä (Dougherty 2002: 128).

Korrelaatioanalyysin perusteella perheyhtiöt vaikuttavat olevan pienempiä kuin muut yhtiöt, koska perheyrittystä kuvaavan dummy-muuttujan ja yrityksen kokoa kuvaavan muuttujan välillä on negatiivinen korrelaatio. Tämä havainto on tilastollisesti merkitsevä yhden prosentin luottamustasolla. Huomionarvoista taulukossa 5 on se, että perheyhtiöitä kuvaavan dummy-muuttujan sekä yritysten pääoman tuottoasteen välillä on negatiivinen korrelaatio. Tämä havainto koskee sekä liikevoitolla että nettotuloksella mitatun pääoman tuottoasteiden korrelaatiota dummy-muuttujaan. Kumpikin havainto on tilastollisesti merkitsevä yhden prosentin tasolla. Negatiivinen korrelaatio perheyhtiöitä kuvaavan dummy-muuttujan ja pääoman tuottoasteita kuvaavien muuttujien välillä indikoi, että perheyhtiöiksi luokiteltavat yhtiöt ovat heikommin kannattavia kuin muut yhtiöt, joiden omistus on hajautunutta. Näin ollen sekä taulukko 4 että taulukko 5 antavat viitteitä siitä, että perheyhtiöiden taloudellinen menestys pääoman tuottoasteella mitattuna on heikompaa kuin hajautetusti omistettujen ei-perheyhtiöiden menestys.

Taulukko 5. Tutkimusaineiston muuttujien keskinäiset korrelaatiot.

	PERHE	Q	ROA (liike- voitto)	ROA (netto- tulos)	KO- KO	VEL- KA	T&K	IKÄ
PERHE	1.000 -----							
Q	0.030 (0.75)	1.000 -----						
ROA (liike- voitto)	-0.110 (-2.80) ***	0.149 (3.81) ***	1.000 -----					
ROA (netto- tulos)	-0.106 (-2.70) ***	-0.003 (-0.08)	0.925 (61.35) ***	1.000 -----				
KOKO	-0.294 (-7.78) ***	-0.159 (-4.08) ***	0.228 (5.91) ***	0.238 (6.19) ***	1.000 -----			
VELKA	-0.059 (-1.49)	-0.063 (-1.59)	-0.281 (-7.41) ***	-0.402 (-11.11) ***	0.133 (3.39) ***	1.000 -----		
T&K	-0.029 (-0.74)	0.134 (3.41) ***	-0.181 (-4.64) ***	-0.183 (-4.71) ***	-0.054 (-1.37)	0.099 (2.51) **	1.000 -----	
IKÄ	0.062 (1.57)	-0.064 (-1.61)	0.174 (4.47) ***	0.171 (4.40) ***	0.258 (6.74) ***	0.046 (1.17)	-0.068 (-1.73) *	1.000 -----

T-arvot suluissa. Merkitsevyys 1% (***), 5% (**) ja 10% (*) tasoilla.

6. EMPIIRISET TULOKSET

Tässä kappaleessa muodostetaan määriteltyjen muuttujien pohjalta regressiomalli, jolla on tarkoitus analysoida tutkimusaineistoa ja löytää siitä johdonmukaisuuksia. Regressiomallissa hyödynnetään pienimmän neliösumman menetelmää (OLS). Malli muodostetaan hyödyntämällä aiempia aihetta käsitteleviä tutkimuksia ja niissä käytettyjä menetelmiä. Regressiomallia sovelletaan tutkimusaineistoon ja näin testataan asetettuja hypoteeseja. Tavoitteena on saavuttaa tilastollisesti merkitseviä tuloksia.

Tutkimustulosten avulla selvitetään, onko perheomistuksella vaikutusta yritysten menestymiseen. Jos vaikutusta havaitaan ja perheyhtiöiden suoriutumisen eroaa muista yhtiöistä, selvitetään, onko se positiivista vai negatiivista. Tilastollisella testillä saatuja tuloksia pyritään analysoimaan käyttäen hyväksi aiempaa tietoa ja aiheesta aikaisemmin tehtyjä tutkimuksia. Regressiomallista selviää myös, millä muilla tekijöillä on vaikutusta yhtiöiden menestykseen ja kuinka hyvin mallit selittävät yhtiöiden taloudellista suoriutumista.

6.1. Regressiomalli

Regressiomalli muodostetaan hyödyntäen Anderson & Reebin (2003) tutkimusta, jossa he selvittävät perheyhtiöiden taloudellista suoriutumista ja siihen vaikuttavia tekijöitä. Tässäkin tutkielmassa pyritään selvittämään perheyhtiöiden menestystä verrattuna muihin, hajautetusti omistettuihin yhtiöihin. Lisäksi selvitetään, mitkä tekijät vaikuttavat perheyhtiöiden menestykseen. Tavoitteena on selvittää regressiomallin avulla, onko perheyhtiöiden ja ei-perheyhtiöiden taloudellisen suoriutumisen välillä tilastollisesti merkittävää eroa vai ei. Lisäksi kontrollimuuttujien avulla yritetään selvittää, mitkä tekijät vaikuttavat yhtiöiden taloudelliseen menestymiseen.

Aiemmin määriteltyjen tutkimushypoteesien testaamiseen käytetään kahdenlaisia regressiomalleja. Toisessa mallissa käytetään selitettävänä muuttujana Tobinin q :ta ja toisessa kokonaispääoman tuottoastetta. Lisäksi kokonaispääoman tuottoaste määritellään kahdella eri tavalla. Toisessa mallissa käytetään määrittelyssä yritysten nettotuloksia ja toisessa mallissa yritysten liikevoittolukuja. Kummallakin muuttujalla mitataan yhtiöiden suoriutumista, mutta hieman eri tavoilla mitattuna. Käytettävät regressiomallit ovat seuraavanlaisia:

$$(4) \quad Q_{it} = \beta_1 + \beta_2 PERHE_{it} + \beta_3 KOKO_{it} + \beta_4 VELKA_{it} + \beta_5 T\&K_{it} + \beta_6 IK\ddot{A}_{it} + \beta_{2009-2014} VUOSI_{it} + \beta_{2-9} TOIMIALA_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(5) \quad ROA_{it} = \beta_1 + \beta_2 PERHE_{it} + \beta_3 KOKO_{it} + \beta_4 VELKA_{it} + \beta_5 T\&K_{it} + \beta_6 IK\ddot{A}_{it} + \beta_{2009-2014} VUOSI_{it} + \beta_{2-9} TOIMIALA_{it} + \varepsilon_{it}$$

, missä

Q = Tobinin q

ROA = kokonaispääoman tuottoaste joko nettotuloksella tai liikevoitolla mitattuna

$PERHE$ = dummy-muuttuja, joka saa arvon 1, mikäli yhtiö on perheyhtiö ja arvon 0, mikäli yhtiö ei ole perheyhtiö

$KOKO$ = taseen loppusumman luonnollinen logaritmi

$VELKA$ = pitkäaikaisten velkojen suhde taseen loppusummaan

$T\&K$ = tuotekehityskulujen suhde liikevaihtoon

$IK\ddot{A}$ = yrityksen iän luonnollinen logaritmi

$VUOSI$ = dummy-muuttuja, joka saa arvon 1, mikäli otos on kyseiseltä vuodelta ja muuten arvon 0

$TOIMIALA$ = dummy-muuttuja, joka saa arvon 1, mikäli otos on kyseiseltä toimialalta ja muuten arvon 0

ε = virhetermi.

6.2. Tulokset

Taulukoihin 6, 7 ja 8 on koottu jokaisen kolmen eri regressiomallin tulokset vuosilta 2008–2014 sekä vuosilta 2008–2011 ja 2012–2014. Tulokset on raportoitu ajanjaksojen mukaisesti kukin omaan taulukkoonsa. Suluissa tulosten alapuolelle on merkitty t-arvot ja tilastollisesti merkitsevät tulokset on merkitty tähdillä. Kunkin regressiomallin estimointi on suoritettu käyttäen Whiten korjattuja keskivirhe-estimaatteja heteroskedastisuuden poistamiseksi (Anderson & Reeb 2003: 1315).

Taulukossa 6 näkyy regression tulokset koko aineistolle vuosilta 2008–2014 eli koko tutkimusajanjakson ajalta. Vasemmassa sarakkeessa on lueteltu regressiomallissa käytetyt selittävät muuttujat. Vaakarivillä näkyvänä selitettävänä muuttujana on käytetty pääoman tuottoastetta sekä liikevoitolla että nettotuloksella laskettuna sekä Tobinin

q:lla mitattuna. Näiden kolmen eri regressiomallin tulokset on raportoitu taulukkoon. Tuloksista havaitaan, että pääoman tuottoasteella mitattuna perheomistuksen vaikutus yrityksen kannattavuuteen on negatiivinen. Samoin Tobinin q:lla mitattuna vaikutus on negatiivinen, mutta lähempänä nollaa kuin pääoman tuottoasteella mitattuna. Näistä tuloksista yksikään ei ole kuitenkaan tilastollisesti merkittävä. Näin ollen ensimmäinen tutkimushypoteesi voidaan hylätä, koska tulosten perusteella suomalaiset perheomisteiset yhtiöt eivät ole menestyneet taloudellisesti mitattuna paremmin kuin muut, hajautetusti omistetut yhtiöt.

Taulukko 6. Regressiomallin tulokset vuosilta 2008–2014.

	ROA (liikevoitto)	ROA (nettotulos)	Tobinin q
VAKIO	-18.476 (-1.79)*	-19.008 (-1.80)*	0.731 (1.41)
PERHE	-2.384 (-1.01)	-2.476 (-1.06)	-0.068 (-0.38)
KOKO	1.892 (2.79)***	2.007 (2.81)***	-0.023 (-0.59)
VELKA	-0.301 (-6.88)***	-0.461 (-3.11)***	-0.002 (-0.22)
T&K	-0.027 (-5.02)***	-0.024 (-3.01)***	0.001 (1.21)
IKÄ	1.735 (1.94)*	1.879 (2.19)**	0.010 (0.14)
VUOSI	Kyllä	Kyllä	Kyllä
TOIMIALA	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Korjattu selitysaste	0.212	0.292	0.148

T-arvot suluisissa. Merkitsevyys 1% (***), 5% (**) ja 10% (*) tasoilla.

Tuloksista havaitaan, että yrityksen koolla on positiivinen yhteys taloudelliseen menestykseen pääoman tuottoasteella mitattuna, eli mitä isompi yhtiö, sitä paremmin se

menestyy taloudellisesti. Tämä on tilastollisesti merkittävä havainto. Tobinin q:lla mitattuna koon vaikutus taloudelliseen menestykseen on kuitenkin negatiivinen, tosin havainto ei ole tilastollisesti merkitsevä. Yhtiön velkaantuneisuuden kasvaessa, sen taloudellinen menestys heikkenee sekä pääoman tuottoasteella että Tobinin q:lla mitattuna. Velkaantuneisuuden vaikutus pääoman tuottoasteisiin sekä liikevoitolla että nettotuloksella laskettuna on tilastollisesti merkitsevää yhden prosentin luottamusvälillä. Yritysten velkaantuneisuuden vaikutus Tobinin q:hun ei ole tilastollisesti merkitsevä havainto.

Tuotekehityspanostusten kasvaessa vaikutus pääoman tuottoasteeseen on lievästi negatiivinen. Sen sijaan Tobinin q:lla mitattuna tuotekehityskulujen kasvattaminen johtaa hivenen parempaan taloudelliseen menestykseen, joskin tulos on hyvin lähellä nollaa. Vaikutus molemmilla tavoilla laskettuihin pääoman tuottoasteisiin on tilastollisesti merkitsevä 1 prosentin luottamusvälillä, mutta vaikutus Tobinin q:hun ei ole tilastollisesti merkitsevä. Yrityksen iällä on tilastollisesti merkitsevä vahva positiivinen vaikutus pääoman tuottoasteeseen sekä liikevoitolla että nettotuloksella mitattuna. Myös Tobinin q:n arvoon iällä on lievästi positiivinen vaikutus, tosin tämä tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä.

Vuosi- ja toimiala-dummit ovat mukana regressiomalleissa, mutta niiden tuloksia ei ole raportoitu mukaan taulukkoon. Regressiomallien selitysaste on melko alhainen, erityisesti Tobinin q:sta regressiomallin muuttujat selittävät vain 14,8 prosenttia. Sen sijaan pääoman tuottoastetta nettotuloksella mitattuna mallin selitysaste on lähes 30 prosenttia.

6.2.1. Tulokset vuosilta 2008–2011

Taulukossa 7 on käsitelty tutkimusaineiston alkupuoliskoa ja selvitetty perheomistuksen vaikutusta yritysten taloudelliseen menestykseen vuosina 2008–2011. Ajatuksena on selvittää, kuinka perheyrietykset ovat pärjänneet silloin, kun taloudellinen tilanne on heikentynyt ja pörssikurssit ovat laskeneet. Toisen tutkimushypoteesin pohjalta oletuksena on, että perheomistuksella on positiivinen vaikutus yritysten taloudelliseen menestykseen. Tulokset taulukossa 7 ovat samankaltaisia kuin koko tutkimusperiodi koskevat tulokset taulukossa 6.

Taulukossa 7 näkyvät tulokset osoittavat, että perheomistuksella on negatiivinen vaikutus yritysten taloudelliseen menestykseen. Vaikutus on negatiivinen kaikilla

kolmella mittarilla, eli liikevoitosta ja nettotuloksesta lasketulla pääoman tuottoasteella sekä Tobinin q:lla mitattuna. Mikään näistä tuloksista ei ole kuitenkaan tilastollisesti merkitsevää. Näin ollen myös toinen tutkimushypoteesi voidaan hylätä.

Koon vaikutus yritysten taloudelliseen menestykseen on sama myös vuosina 2008–2011 kuin koko tutkimusperiodin aikana. Koolla on positiivinen vaikutus yritysten pääoman tuottoon, mutta Tobinin q:n arvoon vaikutus on negatiivinen. Tulokset ovat muilta osin tilastollisesti merkitseviä, paitsi Tobinin q:hun koon vaikutus ei ole tilastollisesti merkitsevää.

Taulukko 7. Regressiomallin tulokset vuosilta 2008–2011.

	ROA (liikevoitto)	ROA (nettotulos)	Tobinin q
VAKIO	-6.307 (-0.73)	-3.968 (-0.43)	1.003 (1.78)*
PERHE	-1.967 (-0.81)	-2.326 (-0.93)	0.054 (0.28)
KOKO	1.130 (2.06)**	1.125 (1.95)*	-0.046 (-1.25)
VELKA	-0.345 (-8.036)***	-0.545 (-3.39)***	0.003 (0.27)
T&K	-0.026 (-6.02)***	-0.022 (-3.27)***	0.001 (1.45)
IKÄ	1.232 (1.38)	1.366 (1.51)	-0.011 (-0.15)
VUOSI	Kyllä	Kyllä	Kyllä
TOIMIALA	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Korjattu selitysaste	0.333	0.469	0.139

T-arvot suluissa. Merkitsevyys 1% (***), 5% (**) ja 10% (*) tasoilla.

Velkaantuneisuuden merkitys pääoman tuoton kannalta on negatiivinen ja tilastollisesti

merkitsevä tutkimusjakson vuosina 2008–2011. Tobinin q :hun velkaantuneisuuden vaikutus on koko tutkimusperiodin tuloksista poiketen lievästi positiivinen, mutta ei tilastollisesti merkitsevä. Tuotekehitykseen panostaminen vaikuttaa negatiivisesti pääoman tuottoasteisiin, mutta positiivisesti Tobinin q :n arvoon. Vaikutukset pääomien tuottoasteisiin ovat tilastollisesti merkitseviä, mutta melko matalia. Sen sijaan tuotekehityspanostusten vaikutus Tobinin q :hun ei ole tilastollisesti merkitsevää. Yritysten iän vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen on vastaava koko tutkimusperiodin ajalta saatujen tuloksien kanssa. Pääoman tuotto on sitä parempi, mitä vanhempi yritys kyseessä on, mutta merkitys ei ole tilastollisesti merkitsevä vuosina 2008–2011. Sen sijaan Tobinin q :hun vaikutus on negatiivinen, mutta lähellä nollaa eikä tulos ole tilastollisesti merkitsevä.

Myös taulukossa 7 esiintyvien regressiomallien kontrollimuuttujina on aiemmin lueteltujen muuttujien lisäksi mukana myös vuosi- ja toimiala-dummyt, mutta niiden tuloksia ei ole eritelty taulukossa. Regressiomalleista kaksi ensimmäistä, eli ne, joissa selitettävänä tekijänä toimivat pääoman tuottoasteet, selittävät 33,3 ja 46,9 prosenttia pääoman tuotosta. Tobinin q :sta malli selittää 13,9 prosenttia.

6.2.2. Tulokset vuosilta 2012–2014

Taulukko 8 sisältää regression tulokset koskien tutkimusaineiston jälkimmäistä periodia vuosina 2012–2014. Tällöin Helsingin pörssin yleisindeksi oli nousussa ja taloudellinen tilanne kehittyi positiivisesti matalasuhdanteen jälkeen. Myös vuosina 2012–2014 perheomistuksella on negatiivinen vaikutus yritysten pääoman tuottoon sekä liikevoitolla että nettotuloksella mitattuna. Sen sijaan muista tuloksista poiketen Tobinin q :hun vaikutus on lievästi positiivinen. Mitkään näistä tuloksista eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä ja myös kolmas tutkimushypoteesi hylätään.

Tutkimusaineiston yritysten koon merkitys niiden taloudelliseen menestykseen on ajanjaksona 2012–2014 vastaavanlainen kuin aiempina vuosina 2008–2011. Mitä isompi yhtiö kyseessä, sitä paremmin se menestyy pääoman tuottoasteella ja Tobinin q :lla mitattuna. Koon vaikutus yrityksen menestykseen on selvästi suurempi vuosina 2012–2014 kuin vuosina 2008–2011. Vaikutus on positiivinen riippumatta siitä, onko pääoman tuottoastetta mitattu liikevoiton vai nettotuloksen suhteen ja tulokset ovat tilastollisesti merkitseviä kummankin muuttujan tapauksessa. Sen sijaan Tobinin q :lla mitattuun taloudelliseen menestykseen mitattu vaikutus ei ole tilastollisesti merkitsevä.

Velkaantuneisuus vaikuttaa negatiivisesti yritysten taloudelliseen menestykseen samalla tavalla kuin taulukon 7 tuloksissa. Vuosien 2012–2014 tutkimusaineiston osalta velalla on negatiivinen vaikutus myös Tobinin q:hun, toisin kuin vuosina 2008–2011. Tulokset ovat tilastollisesti merkitseviä. Tästä voidaan päätellä, että velkaantuneet yhtiöt eivät menesty yhtä hyvin kuin vähemmän velkaantuneet yhtiöt eikä velkavivun positiivisista vaikutuksista menestykseen ole näyttöä ajanjaksolla 2012–2014.

Taulukko 8. Regressiomallin tulokset vuosilta 2012–2014.

	ROA (liikevoitto)	ROA (nettotulos)	Tobinin q
VAKIO	-38.366 (-2.55)**	-42.314 (-2.68)***	0.337 (0.57)
PERHE	-3.009 (-0.97)	-2.981 (-0.97)	0.125 (0.60)
KOKO	2.711 (2.75)***	2.808 (2.71)***	0.028 (0.61)
VELKA	-0.207 (-2.31)**	-0.227 (-2.87)***	-0.020 (-3.92)***
T&K	-0.089 (-2.72)***	-0.074 (-2.52)**	0.000 (0.12)
IKÄ	2.717 (2.26)***	2.866 (2.48)**	0.041 (0.52)
VUOSI	Kyllä	Kyllä	Kyllä
TOIMIALA	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Korjattu selitysaste	0.130	0.137	0.235

T-arvot suluissa. Merkitsevyys 1% (***), 5% (**) ja 10% (*) tasoilla.

Tutkimus- ja tuotekehityskulujen kasvaminen vaikuttaa negatiivisesti yhtiöiden pääoman tuottoasteisiin. Tulokset ovat tilastollisesti merkitseviä. Tobinin q:hun vaikutusta ei ole positiiviseen eikä negatiiviseen suuntaan, mutta tämä havainto ei ole tilastollisesti merkitsevä. Tuotekehityspanostusten vaikutus yritysten menestykseen on

hyvin samankaltainen tutkimusajanjakson alku- ja loppupuoliskolla, kun tarkastellaan taulukkoja 7 ja 8. Vuodet 2012–2014 kattavassa tutkimusaineistossa iällä on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä vaikutus pääoman tuottoasteisiin sekä liikevoitolla että nettotuloksella mitattuna. Yrityksen iän vaikutus pääoman tuottoasteisiin on erityisen merkittävää vuosina 2012–2014 verrattuna aiempiin vuosiin. Sen sijaan Tobinin q:hun yrityksen iän vaikutus on vain maltillisesti positiivinen. Tosin tämä tulos ei ole tilastollisesti merkitsevä.

Kuten aiemmissakin taulukoissa, myös taulukossa 8 raportoiduissa regressiomalleissa on huomioitu vuosi- ja toimiala-dummit. Vuosien 2012–2014 aineiston kattavat pääoman tuottoastetta selittävät regressioiden selityksasteet ovat melko alhaiset, vain hieman yli 10 prosenttia. Kolmannessa regressiomallissa, joka selittää yritysten tuloksia Tobinin q:lla mitattuna, selityksaste on 23,5 prosenttia eli jonkin verran parempi kuin kahdessa muussa regressiomallissa.

7. YHTEENVETO

Perheet pörssiyritysten omistajina ovat tutkimuskohteena mielenkiintoinen aihe. Aiheeseen liittyviä tutkimuksia on julkaistu paljon ja suosio on kasvanut erityisesti viime vuosikymmeninä. Suomalaisia pörssilistattuja yhtiöitä koskevaa tutkimusta ei kuitenkaan ole juuri saatavilla, joten aihe on sikäli mielenkiintoinen ja tutkimisen arvoinen. Suomessa perheyhtiöt ovat yksi merkittävä omistajataho ja pörssin yrityksistä noin kolmasosa on perheomistuksessa (Perheyriyten liitto 2009).

Useassa tutkimuksessa on havaittu, että yritykset, joissa perhe tai yksittäinen henkilö omistaa merkittävän osan yrityksen osakkeista, menestyvät taloudellisesti mitattuna paremmin kuin yritykset, joiden omistus on hajautunut monen osakkeenomistajan kesken (esimerkiksi Anderson & Reeb 2003; Villalonga & Amit 2004; Maury 2006; Andres 2008; Isakov & Weisskopf 2014). Osassa tutkimuksista keskitytään myös perustajavaikutukseen eli niissä selvitetään, tuoko yhtiön perustajan toimiminen operatiivisessa toiminnassa lisäarvoa yhtiön taloudelliseen suoriutumiseen. Esimerkiksi Andres (2008) ja Miller ym. (2013) raportoivat tällaisesta positiivisesta yhteydestä omistajuuden ja yritysjohdon sekä taloudellisen menestyksen välillä.

Perheyhtiöiden parempaa menestystä selitetään pääasiassa pienemmillä agenttikustannuksilla, koska perheen ollessa osakkeenomistajana, on yhtiön johdon kontrollointi vahvempaa, sillä perheiden varallisuudesta usein iso osa on sijoitettuna yhtiöön. Tällöin omistavalla perheellä on vahva intressi valvoa toimivaa johtoa. Mikäli omistavan perheen jäseniä toimii yhtiön johdossa, ovat agenttikustannukset pienemmät tällöin myös siitä syystä, että operatiivisen johdon intressit ovat yhtäläiset omistajien kanssa. (James 1999.)

Osa perheyhtiöitä käsittelevien tutkimusten tuloksista on kuitenkin päinvastaisia. Joko niissä ei ole havaittu merkittävää yhteyttä perheomistajuuden ja yritysten taloudellisen menestymisen suhteen tai sitten perheomistajuudella on havaittu negatiivinen vaikutus yrityksen menestymiseen. Esimerkiksi Lins ym. (2013) havaitsivat, että perheyhtiöt suoriutuvat hajautetusti omistettuja yhtiöitä heikommin taloudellisen kriisin aikana.

Valtaosa perheyhtiöitä käsittelevistä tutkimuksista keskittyy pohjoisamerikkalaisiin tai eurooppalaisiin yhtiöihin. Suomesta ei juuri ole tehty perheyhtiöitä koskevaa tutkimusta. Tässä tutkielmassa selvitetään, kuinka suomalaiset perheomisteiset

pörssiyhtiöt pärjäävät pääoman tuottoasteella ja Tobinin q :n arvolla mitattuna verrattuna hajautetusti omistettuihin yhtiöihin. Tutkimusaineisto kattaa vuodet 2008–2014. Lisäksi tutkimusaineisto jaetaan kahteen osaan, jotka ovat vuodet 2008–2011 sekä 2012–2014. Näin pyritään vertailemaan perheyhtiöiden menestystä erilaisissa taloudellisissa tilanteissa.

7.1. Johtopäätökset

Yhteenvedon eri regressiomallien tuloksista voidaan todeta, että mikäli yrityksellä on merkittävänä omistajanaan yksi perhe tai yksittäinen henkilö, menestyy yritys heikommin kuin ilman tällaista omistajaa. Toisin sanoen perheomistajan vaikutus yrityksen taloudelliseen menestykseen on siis negatiivinen. Koska tilastollisten testien tulokset perheomistajan vaikutuksesta yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen eivät ole tutkimusajanjaksolla tilastollisesti merkitseviä, ei voida todeta kuitenkaan, että vaikutusta yritysten taloudelliseen suoriutumiseen kuitenkaan olisi. Kaikki kolme tutkielman alussa asetettua tutkimushypoteesiä hylätään.

Tuloksissa ei ole juuri eroa lasku- ja noususuhdanteen välillä. Tulokset ovat samansuuntaisia sekä vuosina 2008–2011, jolloin Helsingin pörssissä yleisindeksi laski sekä vuosina 2012–2014, jolloin pörssin yleisindeksi nousi. Näin ollen perheomistajalla ei ole positiivista vaikutusta yrityksen taloudelliseen menestykseen suhdanteista riippumatta. Vaikutus on pikemmin negatiivinen tai sitä ei ole.

Vastoin alkuperäisiä hypoteeseja ei tämän tutkielman perusteella voida todeta, että yrityksen taloudellinen suoriutuminen pääoman tuottoasteella ja Tobinin q -tunnusluvulla mitattuna olisi parempaa silloin, jos yrityksen yhtenä merkittävänä omistajana toimii perhe tai yksittäinen henkilöomistaja. Helsingin pörssissä perheomistajuudella ei siis voida todeta olevan vaikutusta omistettavan yrityksen taloudelliseen menestykseen.

Tässä tutkielmassa saadut tulokset eroavat esimerkiksi Anderson & Reebin (2003) tutkimustuloksista. Heidän käyttämänsä aineisto sisältää yhdysvaltalaisia yhtiöitä ja tässä tutkielmassa käytetään suomalaista aineistoa. Erot kulttuurissa ja yritysten toimintaympäristössä saattavat selittää osan eroista tuloksien välillä. Kuten Miller ym. (2013: 553) toteavat, iso osa tutkimuksista, joissa havaitaan positiivinen yhteys taloudellisen suoriutumisen ja perheomistajuuden välillä, keskittyy yhdysvaltalaisiin

suuriin yhtiöihin. Sen sijaan tässä tutkielmassa käytetyssä tutkimusaineistossa valtaosa perheyrittäjistä on pieniksi tai keskisuuriksi luokiteltavia yhtiöitä.

7.2. Tutkimuksen jatkokäsittely

Tässä tutkielmassa selvitetään, onko yrityksen taloudelliseen menestykseen vaikutusta, jos yrityksen merkittävänä yksittäisenä omistajana toimii perhe tai yksittäinen henkilö. Lisäksi selvitetään, miten perheomistajuuden vaikutus yritysten taloudelliseen suoriutumiseen vaihtelee erilaisina taloudellisina aikoina. Tutkimustulosten perusteella vaikuttaa siltä, että perheomistajuus Suomessa heikentää omistettavan pörssiyrityksen taloudellista menestystä tai ei vaikuta siihen lainkaan. Käytettyjen regressiomallien tulosten perusteella perheomistajuuden vaikutus yritysten taloudelliseen menestykseen ei ole tilastollisesti merkitsevää. Tutkimusta voisi edelleen kehittää laajentamalla tutkimusaineiston otantaa käsittämään pidempiä ajanjaksoja. Tällöin tutkimusaineisto laajenisi ja siitä olisi todennäköisesti helpompi saada tilastollisesti merkitseviä havaintoja. Tällöin myös poikkeamien merkitys vähenisi eikä esimerkiksi yksittäisen yrityksen yksittäisellä poikkeuksellisen menestyksellä tilikaudella olisi niin suurta merkitystä lopputuloksen kannalta.

Toisaalta tällaisen pidemmän tutkimusajanjakson haasteena saattaa olla se, että monet yritykset eivät aina säily perheyhtiöinä. Osakekauppoja tehdään jatkuvasti ja pörssilistattujen yritysten omistusrakenteet vaihtelevat ajan kuluessa. Jotkin perheet saattavat myydä omistusosuuksiaan siten, ettei niitä voi enää luokitella perheyhtiöiksi. Toisista yhtiöistä taas saattaa tulla perheyhtiöitä osakekauppojen seurauksena. Toisaalta olisi mielenkiintoista selvittää, muuttuuko yhtiön taloudellinen suoriutuminen sen jälkeen, kun sen omistus muuttuu perheyhtiöstä ei-perheyhtiöksi tai päinvastoin.

Tutkimusta voisi laajentaa myös selvittämällä, onko yrityksestä merkittävän osan omistavan perheen omistusosuudella merkitystä omistettavan yrityksen menestykseen. Toisin sanoen voisi selvittää vaikuttaako se, kuinka suuri perheen omistusosuus yhtiöstä on siihen, kuinka hyvin yritys menestyy taloudellisilla mittareilla mitattuna. Tässä tutkielmassa käytettävänä muuttujana on vain dummy-muuttuja, joka määrittyy sen mukaan, onko yrityksellä merkittävänä omistajana perhe tai yksittäinen henkilö vai ei. Jos tällaisen omistajan omistusosuus on yli 25 prosenttia, määritellään yhtiö perheyhtiöksi, mutta siihen ei oteta kantaa, vaikuttaako omistusosuuden suuruus yhtiön menestykseen. Tätä voisi jatkotutkimuksissa selvittää lisäämällä tutkimusaineistoon

yhdeksi muuttujaksi perheomistajien omistusosuudet tutkimuskohteena olevissa yhtiöissä.

Tässä tutkielmassa käytetyssä tutkimusaineistossa valtaosa tutkittavista perheyhtiöistä on pieniä tai keskisuuria yhtiöitä. Suureksi luokiteltavia yhtiöitä on joukossa vain muutama. Sen sijaan ei-perheyhtiöiksi luokiteltujen yhtiöiden joukossa on kaiken kokoisia yhtiöitä. Käytetyssä regressiomallissa käytetään yhtenä selittävänä tekijänä yhtiön kokoa sekä liikevaihdolla että taseen koolla mitattuna. Mallissa ei kuitenkaan erotella erikokoisia perheyhtiöitä. Jokaista perheyhtiöitä myös vertaillaan kaikkien ei-perheyhtiöiden kanssa, eikä esimerkiksi siten, että pieniä perheyhtiöitä verrataan vain pieniin verrokkiyhtiöihin ja isoja perheyhtiöitä suuriin ei-perheyhtiöihin. Tutkimusaihetta voisi laajentaa edelleen ottamalla yritysten erilaiset koot huomioon ja vertaamalla vain saman kokoluokan yhtiöitä toisiinsa.

Anderson & Reeb (2003) tutkivat perheyhtiöitä käsittelevässä tutkimuksessaan ainoastaan sellaisia perheyhtiöitä, joiden omistajana toimii yhtiön perustanut perhe tai perustajaperheen tai -jäsenen jälkeläiset. Tässä tutkielmassa on otettu huomioon myös yhtiöt, jotka ovat aiemmin olleet hajautetusti omistettuja yhtiöitä, mutta joista on tullut perheyhtiöitä osakekauppojen seurauksena. Jatkotutkimuksissa voisi huomioida erikseen sellaiset yhtiöt, joiden omistus on aina pysynyt yhden perheen tai suvun hallussa ja verrata niitä muihin hajautetusti omistettuihin yhtiöihin sekä yhtiöihin, joista on tullut perheyhtiöitä osakekauppojen seurauksena. Tällöin havaittaisiin, onko perustajaperheen omistajuudella vaikutusta yrityksen menestykseen vai onko samantekevää, vaikka merkittävänä omistajana toimiva perhe olisikin tullut omistajaksi vasta myöhemmässä vaiheessa.

Mielenkiintoista olisi myös tutkia yhtiöitä, joiden operatiivisessa johdossa toimii omistajaperheen jäseniä ja vertailla tällaisia yhtiöitä niin hajautetusti omistettuihin yrityksiin kuin myös perheyrytyksiin, joissa on ulkopuolelta palkattua johto eikä yrityksen omistavan perheen jäseniä työskentele yrityksessä lainkaan operatiivisissa tehtävissä. Barth, Gulbrandsen & Schøne (2005) vertailevat hajautetusti omistettuja yhtiöitä, perheyrytyksiä, joissa johtajat on palkattu omistajaperheiden ulkopuolelta sekä perheyrytyksiä, joiden johdossa toimii omistavan perheen jäseniä. Tutkimusaineisto koostuu norjalaisista yhtiöistä, joista osa on pörssilistattuja yhtiöitä ja osa listaamattomia yhtiöitä. Barth ym. (2005) havaitsevat, että perheyrytykset ovat vähemmän tuottavia kuin ei-perheyrytykset mikäli yhtiön johtaja kuuluu omistavaan perheeseen. Mikäli johtaja on palkattu perheen ulkopuolelta, ei perheyhtiöiden ja

hajautetusti omistettujen yhtiöiden menestyksen välillä ole eroa. Vastaavanlainen tutkimus olisi mielenkiintoista toteuttaa suomalaisella aineistolla.

Helsingin pörssi on melko pieni kansainvälisesti tarkasteltuna. Selvästi suurin osa Suomessa toimivista perheyhtiöistä löytyy pörssin ulkopuolelta. Pörssin ulkopuolisista yhtiöistä iso osa on perheyhtiöiksi luokiteltavia yrityksiä. Suomessa toimii muutamia suurehkoja ja menestyneitä perheyhtiöitä, jotka eivät ole listautuneet pörssiin. Laajentamalla tutkimusta pörssin ulkopuolisiin listaamattomiin yhtiöihin voisi tutkimusaineistoa kasvattaa. Lisäksi listaamattomien perheyhtiöiden taloudellista suoriutumista voisi verrata pörssilistattujen perheyhtiöiden menestykseen ja tarkastella, onko perheomistajuudella vaikutusta pörssin ulkopuolisissa yhtiöissä. Vastaavasti haasteeksi saattaisi muodostua sellaisten ei-listattujen yhtiöiden löytäminen, joiden omistus ei ole keskittynyt yhdelle perheelle tai henkilölle, vaan hajautunut laajalle omistajakunnalle. Jotta tutkimusaineistosta saisi tarpeeksi kattavan tilastollista analyysiä varten, tulisi löytää tarpeeksi tällaisia yhtiöitä, joissa omistus on hyvin hajautunutta. Listaamattomien yhtiöiden omistus on harvemmin jakautunut suurelle omistajajoukolle. Tutkimusaineisto pitäisikin varmasti rajata koskemaan vain tarpeeksi isoja yhtiöitä, joiden omistusrakenne on riittävän hajautunutta, jotta tutkimus antaisi oikeanlaisen kuvan perheomistuksen vaikutuksesta taloudelliseen menestykseen.

LÄHDELUETTELO

- Anderson, Ronald C. & David M. Reeb (2003). Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58:3, 1301–1328.
- Anderson, Ronald C, Sattar A. Mansi & David M. Reeb (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics* 68:2, 263–285.
- Andres, Christian (2008). Large shareholders and firm performance - an empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance* 14:4, 431–445.
- Barney, Jay (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management* 17:1, 99–120.
- Barth, Erling, Trygve Gulbrandsen & Pål Schøne (2005). Family ownership and productivity: the role of owner-management. *Journal of Corporate Finance* 11, 107–127.
- Braun, Michael R. & Scott F. Latham (2009). When the big “R” hits home: governance in family firms during economic recession. *Journal of Strategy and Management* 2:2, 120–144.
- Brealey, Richard, Stewart Myers & Franklin Allen (2011). *Principles of Corporate Finance*. 10. painos. New York: McGraw-Hill Inc.
- Bushee, Brian J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review* 73:3, 305–333.
- Cannella, Albert A. Jr, Carla D. Jones & Michael C. Withers (2015). Family- versus lone-founder-controlled public corporations: social identity theory and boards of directors. *Academy of Management Journal* 58:2, 436–459.
- Chhibber, Pradeep & Sumit K. Majumdar (1998). State as investor and state as owner: consequences for firm performance in India. *Economic Development and*

Cultural Change 46:3, 561–580.

Chrisman, James, Jess Chua & Pramodita Sharma (2005). Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice* 29:5, 555–575.

Chrisman James J. & Pankaj C. Patel (2012). Variations in R&D investments of family and nonfamily firms: behavioral agency and myopic loss aversion perspectives. *Academy of Management Journal* 55:4, 976–997.

Dougherty, Christopher (2002). *Introduction to Econometrics*. 2. painos. New York: Oxford University Press Inc.

Dyer, Gibb W. (2006). Examining the “family effect” on firm performance. *Family Business Review* 19:4, 253–273.

Florackis, Christomos, Alexandros Kostakis & Aydin Ozkan (2009). Managerial ownership and performance. *Journal of Business Research* 62:12, 1350–1357.

Francis, Jennifer & Abbie Smith (1995). Agency costs and innovation some empirical evidence. *Journal of Accounting and Economics* 19: 2–3, 383–409.

Gallo, Miguel, Josep Tàpies & Kristin Cappuyns (2004). Comparison of family and nonfamily business: financial logic and personal preferences. *Family Business Review* 17:4, 303–318.

Gedajlovic, Eric R. & Daniel M. Shapiro (1998). Management and ownership effects: evidence from five countries. *Strategic Management Journal* 19, 533–553.

Gersick, Kelin E., John A. Davis, Marion McCollom Hampton & Ivan Lansberg (1997). *Generation to generation. Life cycles of the family business*. Harvard Business School Press. Boston.

Grammatikos, Theoharry & Robert Vermeulen (2012). Transmission of the financial and sovereign debt crisis to the EMU: stock prices, CDS spreads and exchange rates. *Journal of International Money and Finance* 31:3, 517–533.

- Griffith, John M. (1999). CEO ownership and firm value. *Managerial And Decision Economics* 20:1, 1–8.
- Hexter J. Lawrence & Michael Y. Hu (1993). Management ownership and corporate value. *Managerial and Decision Economics* 14:4, 335–346.
- Isakov, Dušan & Jean-Philippe Weisskopf (2014). Are founding families special blockholders? An investigation of controlling shareholder influence on firm performance. *Journal of Banking & Finance* 41, 1–16.
- Ivashina, Victoria & David Scharfstein (2010). Bank lending during the financial crisis of 2008. *Journal of Financial Economics* 97:3, 319–338.
- James, Harvey S. (1999). Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of the Economics of Business* 6:1, 41–56.
- Jensen, Michael C. & William H. Meckling (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3:4, 305–360.
- Kang, Jun-Koo & Anil Shivdasani (1995). Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *Journal of Financial Economics* 38:1, 29–58.
- Khan, Raihan, Ravi Dharwadkar & Pamela Brandes (2005). Institutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination. *Journal of Business Research* 58:8, 1078–1088.
- Lee, Jim (2006). Family firm performance: further evidence. *Family Business Review* 19:2, 103–114.
- Lins, K. V., Volpin, P. & Wagner, H. F. (2013). Does family control matter? International evidence from the 2008-2009 financial crisis. *Review of Financial Studies* 26:10, 2583–2619.
- Martikainen, Minna, Jussi Nikkinen & Sami Vähämaa (2009). Production functions and productivity of family firms: evidence from the S&P 500. *The Quarterly Review*

of Economics and Finance 49, 295–307.

- Martínez, Jon I., Bernhard S. Stöhr & Bernardo F. Quiroga (2007), Family ownership and firm performance: evidence from public companies in Chile. *Family Business Review* 20:2, 83–94.
- Maury, Benjamin & Anete Pajuste (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance* 29:7, 1813–1834.
- Maury, Benjamin (2006). Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance* 12:2, 321–341.
- Miller, Danny, Alessandro Minichilli & Guido Corbetta (2013). Is family leadership always beneficial? *Strategic Management Journal* 34:5, 553–571.
- Nasdaq OMX Nordic (2016). *Nasdaq OMX Nordic osakkeet*. [Online] [siteerattu 20.2.2016]. Saatavana World Wide Webistä:<URL:<http://www.nasdaqomxnordic.com/osakkeet>>.
- Pajarinen, Mika & Pekka Ylä-Anttila (2006). *Omistajuus ja yritysten menestyminen: analyysia suomalaisella aineistolla*. ETLA keskusteluaiheita no. 1007.
- Peng, Mike W. & Yi Jiang (2010). Institutions behind family ownership and control in large firms. *Journal of Management Studies* 47:2, 253–273.
- Perheyritysten liitto (2009). *Hyvät hallintotavat perheyriyksissä – omistajuuden, liiketoiminnan sekä perheen hallinta*. Perheyritysten liiton julkaisuja.
- Pörssisäätiö (2012). *Mitä arvopapereista tulisi tietää?* [Online] [siteerattu 10.12.2015]. Saatavana World Wide Webistä:<URL: http://www.porssisaatio.fi/en/wp-content/uploads/2012/01/matt2010_2.pdf>.
- Pörssisäätiö (2015). *Nasdaq Helsinki –yleisindeksin kehitys vuosina 1999–2014*. [Online] [siteerattu 3.12.2015]. Saatavana World Wide Webistä:<URL: <http://www.porssisaatio.fi/blog/statistics/nasdaqomx-helsinki-yleisindeksin-kehitys-vuosina-1987-2014/>>.

- Shleifer, Andrei (1998). State versus private ownership. *The Journal of Economic Perspectives* 12:4, 133–150.
- Shleifer, Andrei & Robert Vishny (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 293–315.
- Suomen Pankki (2015). *Pörssiosakkaiden markkina-arvo ja ulkomaalaisomistus*. [Online] [siteerattu 2.1.2015]. Saatavana World Wide Webistä:<URL: http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/arvopaperitilastot/pages/tilastot_arvopaperima_rkkinat_osakkeet_ulkom_osakeomistus_chrt_fi.aspx>.
- Thomsen, Steen & Torben Pedersen (2000). Ownership structure and economic performance in the largest european companies. *Strategic Management Journal* 21:6, 689–705.
- Tourunen, Kalevi (2009). *Perheyriitykset kansantaloudessa - yritysten omistus, toiminnan laajuus ja kannattavuus Suomessa 2000-luvun alussa*. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja, Työ ja yrittäjyys 53/2009.
- Valtioneuvoston kanslia (2013). *Yhtiökohtaiset strategiset intressit ja erityistehtävät*. [Online] [siteerattu 9.12.2015]. Saatavana World Wide Webistä:<URL: <http://vnk.fi/documents/10616/356365/Erityisteht%C3%A4v%C3%A4t+ja+strategiset+intressit/a0a95edd-c57d-4b44-a5ac-b776c70a5dc4>>.
- Valtioneuvoston kanslia (2015). *Valtion omistamien yhtiöiden jako kaupallisesti toimiviin ja erityistehtäviä hoitaviin yhtiöihin*. [Online] [siteerattu 9.12.2015]. Saatavana World Wide Webistä:<URL: http://vnk.fi/documents/10616/346583/intressit_2015_11a.pdf/8d2f700a-b5e3-4ee3-9210-3a4d36f43999>.
- Villalonga, Belen & Raphael Amit (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80:2, 385–417.
- Wang, Dechun (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research* 44:3, 619–656.

Wernerfelt, Birger (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal* 5:2, 171–180.

Ylä-Anttila, Pekka, Jyrki Ali-Yrkkö & Martti Nyberg (2004). Foreign ownership in Finland: boosting firm performance and changing corporate governance. ETLA keskusteluaiheita no. 904.

Liite 1. Tutkimusaineiston luokittelu.

Perheyhtiöt		
Yhtiö	Koko	Toimiala
Biohit Oyj	Pieni	Terveystenhoito
Cargotec Oyj	Suuri	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Elecster Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
F-Secure Oyj	Keskikokoinen	Teknologia
Finnlines Oyj	Keskikokoinen	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Fiskars Oyj Abp	Suuri	Kulutustavarat
Honkarakenne Oyj	Pieni	Kulutustavarat
Kesla Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Kone Oyj	Suuri	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Lemminkäinen Oyj	Keskikokoinen	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Martela Oyj	Pieni	Kulutustavarat
Neo Industrial Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Nurminen Logistics Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Olvi Oyj	Keskikokoinen	Kulutustavarat
Ponsse Oyj	Keskikokoinen	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Poyry Oyj	Keskikokoinen	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Rapala Vmc Oyj	Keskikokoinen	Kulutustavarat
SSH Communications Security Oyj	Pieni	Teknologia
Takoma Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Trainers' House Oyj	Pieni	Teknologia
Tulikivi Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Vaahto Group Plc Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Vaisala Oyj	Keskikokoinen	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Valoe Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Wulff-Yhtiöt Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Yleiselektroniikka Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut

Ei-Perheyhtiöt		
Yhtiö	Koko	Toimiala
Afarak Group Oyj	Keskikokoinen	Perusteollisuus
Affecto Oyj	Pieni	Teknologia
Ahlstrom Oyj	Keskikokoinen	Perusteollisuus
Alma Media Oyj	Keskikokoinen	Kulutuspalvelut
Amer Sports Oyj	Suuri	Kulutustavarat
Apetit Oyj	Pieni	Kulutustavarat
Aspo Oyj	Keskikokoinen	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Aspocomp Group Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Atria Oyj	Keskikokoinen	Kulutustavarat
Basware Oyj	Keskikokoinen	Teknologia

Biotie Therapies Corp.	Pieni	Terveystenhoolto
Bittium Oyj	Keskikokoinen	Teknologia
Componenta Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Comptel Oyj	Pieni	Teknologia
Cramo Oyj	Keskikokoinen	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Digia Oyj	Pieni	Teknologia
Dovre Group Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Efore Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Elisa Oyj	Suuri	Tietoliikennepalvelut
Etteplan Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Exel Composites Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Finnair Oyj	Keskikokoinen	Kulutuspalvelut
Fortum Oyj	Suuri	Yleishyödylliset palvelut
Glaston Oyj Abp	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Hkscan Oyj	Keskikokoinen	Kulutustavarat
Huhtamaki Oyj	Suuri	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Ilkka-Yhtyma Oyj	Pieni	Kulutuspalvelut
Incap Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Innofactor Oyj	Pieni	Teknologia
Ixonos Oyj	Pieni	Teknologia
Kemira Oyj	Suuri	Perusteollisuus
Keskisuomalainen Oyj	Pieni	Kulutuspalvelut
Kesko Oyj	Suuri	Kulutuspalvelut
Konecranes Oyj	Suuri	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Lassila & Tikanoja Oyj	Keskikokoinen	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Marimekko Oyj	Pieni	Kulutustavarat
Metsa Board Oyj	Keskikokoinen	Perusteollisuus
Metso Oyj	Suuri	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Neste Oyj	Suuri	Öljy ja kaasut
Nokia Oyj	Suuri	Teknologia
Nokian Renkaat Oyj	Suuri	Kulutustavarat
Okmetic Oyj	Pieni	Teknologia
Oriola-Kd Oyj	Keskikokoinen	Terveystenhoolto
Orion Oyj	Suuri	Terveystenhoolto
Outokumpu Oyj	Suuri	Perusteollisuus
Outotec Oyj	Suuri	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Pkc Group Oyj	Keskikokoinen	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Qpr Software Oyj	Pieni	Teknologia
Raisio Oyj	Keskikokoinen	Kulutustavarat
Ramirent Oyj	Keskikokoinen	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Raute Oyj	Pieni	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Revenio Group Oyj	Pieni	Terveystenhoolto
Saga Furs Oyj	Pieni	Kulutustavarat
Sanoma Oyj	Suuri	Kulutuspalvelut

Solteq Oyj	Pieni	Teknologia
Stockmann Oyj Abp	Keskikokoinen	Kulutuspalvelut
Stora Enso Oyj	Suuri	Perusteollisuus
Suominen Oyj	Pieni	Kulutustavarat
Talentum Oyj	Pieni	Kulutuspalvelut
Tecnotree Oyj	Pieni	Teknologia
Teleste Oyj	Pieni	Teknologia
Tieto Oyj	Keskikokoinen	Teknologia
Upm-Kymmene Oyj	Suuri	Perusteollisuus
Uponor Oyj	Keskikokoinen	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Viking Line Abp	Keskikokoinen	Kulutuspalvelut
Wartsila Oyj	Suuri	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Yit Oyj	Suuri	Teollisuustuotteet ja -palvelut
