



Perhe on paras? Perheomisteiset pörssiyritykset Suomessa

Seppo Ikäheimo
Olli-Pekka Lumijärvi



PÖRSSISÄÄTIÖ
BÖRSSTIFTELSEN

SISÄLTÖ

Esipuhe: Miksi pörssin perheyhtiöt ovat tärkeitä?	2
Osa 1: Johdanto	3
1.1 Tutkimuksen tavoitteet.....	5
Osa 2: Omistus.....	6
2 Perheomisteinen yhtiö	7
2.1 Omistusosuudet	7
2.2 Yhtiöiden koko	9
2.3 Toimialat	9
2.4 Omistuksen kehityskaari.....	10
2.5 Omistajina perustaja, jälkeläisiä ja investoijia.....	11
2.6 Miksi perheomisteiset yhtiöt ovat pörssissä?	12
2.7 Omistuksen hallinnointi.....	13
2.8 Omistajat ja liiketoiminnan kehittäminen	14
2.9 Pääomistaja ja muut omistajat	15
Osa 3: Hallitus	16
3.1 Aiempi kirjallisuus	17
3.2 Hallituksen koko	17
3.3 Diversiteetti.....	18
Osa 4: Palkitseminen.....	23
4.1 Palkkavertailu	24
4.2 Kiinteä palkka.....	26
4.3 Bonukset.....	27
4.4 Osakesidonnaiset järjestelmät	27
4.5 Kokonaiskompensaatio	30
Osa 5: Toiminta.....	31
5. Liiketoiminta	32
5.1 Liikevaihto	32
5.2 Velkaantumisaste.....	33
5.3 Investoinnit	34
5.4 Tutkimus- ja tuotekehitysinvestoinnit.....	36
5.5 Ulkomaan myynti.....	37
Osa 6: Menestys.....	39
6 Liiketoiminnan menestys.....	40
6.1 Aiempi kirjallisuus	40
6.2 Tutkimustulokset	41
6.2.1 Liikevaihdon kasvu	41
6.2.2 Pääoman tuotto	42
6.2.3 Liikevoitto	43
6.2.4 Osinkotuotto	44
6.2.5 Yrityksen arvo.....	44
6.2.6 Osaketuotto	46
6.2.7 Osaketuoton riskisyys.....	46
Osa 7: Lopuksi	48
Viesti omistajille	50
Viesti toimivalle johdolle	50
Viesti piensijoittajille	50
Viesti lainsäätäjille	50
Liite 1: Menetelmät	51
Liite 2: Tilastollisten tekstien lukuohje.....	55
Lähteet.....	56

MIKSI PÖRSSIN PERHEYHTIÖT OVAT TÄRKEITÄ?

Hyvä markkinapaikka tarvitsee toimiakseen ostajia ja myyjä. Arvopaperimarkkinat toimivat paremmin, jos markkinoilla on paljon erilaisia, eri kokoisia sijoittajia. Suomessa osakemarkkinoilla suurin puute on keskikokoisista omistajista. Näitä ovat tyypillisesti sukujen sijoitusyritykset tai säätiöt. Säätiöihin omistajina perehdyttiin Eeva Ahdekiven raportissa vuonna 2014. Nyt on perheomistajien vuoro.

Käsillä oleva raportti on jatkumoa Pörssisäätiön rahoittamissa omistajuustutkimuksissa, jotka alkoivat Timo Löyttyniemen vuonna 2011 kirjoittamasta Valtio-omistus 2030 -raportista.

Professori Seppo Ikäheimo ja KTT Olli-Pekka Lumijärvi ovat perehtyneet syvällisesti pörssin perheomisteisiin yhtiöihin ja sukuihin pörssiyritysten omistajina. Lopputuloksena on yksi kattavimmista ja syvällisimmistä Pörssisäätiön julkaisemista tutkimuksista. KTM Emmi Palojärvi on avustanut tutkimusprojektissa. Kiitämme tutkijoita lämpimästi arvokkaasta työstä.

Hyvin toimivat arvopaperimarkkinat edesauttavat yritysten rahoituksen saantia. Tämä puolestaan edistää talouskasvua. Erilaiset sijoittajat haluavat olla rahoittamassa erilaisia yrityksiä. Moninainen sijoittajakunta varmistaa sen, että rahoitusta löytyy monenlaisten yritysten kasvuun. Suomessa osakkeisiin sijoittavia yksityishenkilöitä on yli 800 000. Vastapainoksi markkinoillamme toimii erittäin suuria sijoittajia. Eläkeyhtiöiden yhdistyminen on johtanut miljardiluokan sijoittajainstituutioiden syntyyn. Näiden väliin jäävät keskisuuret sijoittajat. Jokaista ryhmää tarvitaan.

Osakeyhtiölain mukaan osakkeenomistajilla, jotka omistavat yhteensä kymmenesosan yhtiön osakkeista, on vähemmistöoikeuksia. He voivat vaatia tilintarkastajaa, vähemmistöosinkoa tai yhtiökokouksen koollekutsuista. Usein tätä vähemmistön suojaa ajatellaan pienten osakkeenomistajien yhteisvaikuttamisen kanavana. Käytännössä lain antama suoja on erittäin keskeinen myös keskisuurille omistajille kuten perheomistajille.

Viime vuosina pörssiin on listautunut runsaasti uusia yrityksiä. Vain harva uusi listautuja on ollut perhetaustainen. Silti useilla vanhoilla pörssiyrityksillä on perheyritystausta. Pörssin kautta perheet ovat saaneet rahoitusta omistamiensa yritysten kasvuun. Samalla piensijoittajat ovat päässeet mukaan moneen menestystarinaan. Perheomistajia arvostetaan vakaina kasvullisina omistajina.

Ikäheimo ja Lumijärvi tarkastelevat tässä raportissa erityisesti perheomisteisten pörssiyritysten omistusta, hallitusta, palkitsemista, liiketoimintaa ja menestystä. Lopuksi he kokoavat keskeiset johtopäätökset. Toivottan antoisia lukuhetkiä raportin parissa.

Sari Lounasmeri

toimitusjohtaja
Pörssisäätiö

OSA 1: JOHDANTO

- Johdanto perheomistukseen Suomessa ja kansainvälisesti
- Tutkimuksen tavoitteet



Herlinit ovat yksi suurista suomalaisista perheomistajista. Kuvassa ovat Heikki Herlin, Pekka Herlin sekä edessä Pekka Herlinin pojat Ilkka ja Antti Herlin. Harald Herlin näkyy muotokuvassa. Kuva: KONE Oyj.

1 JOHDANTO

Perheomisteisuus on globaalisti yleinen ilmiö. Historiallisesti tarkasteltuna perheomisteiset yritykset ovat olleet globaalisti vallitseva yritysten omistustapa myös suurissa yrityksissä. Aikojen saatossa perheomisteisuus on supistunut useissa maissa. Näin on tapahtunut muun muassa Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa ja Japanissa. Kuitenkin edelleen Yhdysvalloissa 35 % S&P 500-yrityksistä voidaan pitää perheomisteisina (Anderson ja Reeb, 2003). Lisäksi perheomisteisuus on säilynyt vahvana Keski-Euroopassa. Anglosaksisissa maissa perheomisteisuuden supistumisen on nähty liittyvän vähemmistöosakkeenomistajien vahvaan suojaan, lunastusvelvollisuuden alhaisiin omistusosuuksiin sekä toimiviin yrityskauppamarkkinoihin (Franks ja Mayer, 2017).

Niissä maissa, joissa vähemmistöosakkeenomistajien suoja on puutteellinen joko heikon lainsäädännön tai lain täytäntöönpanon vuoksi, perheomisteinen yritystoiminta on lähes ainoa toimiva omistusmuoto. Tämän lisäksi maissa, joissa pääomaa ei ole päässyt kertymään, perheomisteisuudelle ei ole selkeää vaihtoehtoa, koska ulkopuolista oman pääoman rahoittajaa ei ole tarjolla (Shleifer ja Vishny, 1997). Franks et al. (2012) havaitsivatkin, että kehittyneillä rahoitusmarkkinoilla, joilla on korkeatasoinen vähemmistöosakkeenomistajan suoja ja toimivat yrityskauppamarkkinat, perheyrietykset kehittyvät vähitellen laajaomisteisiksi yrityksiksi toisin kuin niillä rahoitusmarkkinoilla, joilla kyseinen suoja on heikolla tasolla.

Useissa Euroopan maissa perheomisteisuus on yleistä erityisesti pienemmissä listatuissa yrityksissä. Niissä perheen valta-asema on tyypillisesti varmistettu joko omistamalla enemmistö osakkeista tai pyramidijärjestelyillä, joissa niukka osake-enemmistö on ketjutettu. Maissa, joiden lainsäädäntö tai lain täytäntöönpano on puutteellista, yritykset jäävät perheen hallitsemiksi, ja samalla näiden yritysten mahdollisuudet hankkia ulkopuolista rahoitusta pysyvät rajallisina (Shleifer ja Vishny, 1997). Usein perheen mahdollisuudet sijoittaa lisää pääomaa ovat hyvin rajalliset ja lainan ottaminen lisää rahoitusrakentamiseen liittyvää riskiä. Tämäntapainen tilanne vaikeuttaa perheomisteisten yritysten menestymistä, koska käytännössä tulorahoituksen merkitys pääomanlähteenä kasvaa ja tulorahoitus on rahoitusmuotona epävarma.

Keskittynyt omistajuus ja perheomistajuus ovat Suomessa olleet hyvin tyypillinen omistuksen muoto. Jakobsson ja Korkeamäki (2015) raportoivat, että vuonna 2005 noin puolessa pörssinoteeratuista yrityksistä oli omistaja, jonka omistusosuus on yli 25 %. Vastaava luku oli vuonna 2012 enää 18 %. Vastaa-

vana vuonna 500 suurimmasta suomalaisesta yrityksestä oli perheomisteisia 24 %.

Mustakallio et al. (2002) tutkivat perheomisteisia yrityksiä ja sitä, mitkä tekijät vaikuttavat perheyrietysten päätöksenteon laatuun ja päätöksiin sitoutumiseen. Aineistona he käyttivät Perheyrietysten liiton jäsenille tehtyä kyselyä. Heidän tulostensa mukaan perheenjäsenten koettuun päätöksen teon laatuun ja päätöksiin sitoutumiseen vaikutti myönteisesti perheen yhteinen näkemys ja perheneuvoston olemassaolo. Yhteiseen näkemykseen puolestaan vaikutti negatiivisesti perheen koko, ja perheen toiminnan organisointi sosiaalisen vuorovaikutuksen välityksellä vaikutti positiivisesti.

Perustajaperheen ollessa omistajana, omistamiseen liittyy erityinen tunneside ja siitä liikkeelle lähtevä motivaatio hoitaa yritystä hyvin. Kansainvälisissä tutkimuksissa on todettu, että perheomisteisen yrityksen toimitusjohtaja on usein merkittävä omistaja tai ainakin merkittävän omistajasuvun jäsen. La Porta et al. (1999) havaitsivat 27 maata käsitävässä tutkimuksessa, että perheomisteisissa yrityksissä perheen jäsen on 69 prosentissa yrityksistä ainakin toimitusjohtajana, hallituksen puheenjohtajana, kunnia- tai varapuheenjohtajana. Tämäntapainen perheen jäsenen rooli pienentää omistajan ja yritysjohdon välisiä agenttikustannuksia. Toisaalta tässä piilee vaarana se, ettei perheomisteinen yritys löydä perheestä sopivaa henkilöä avaintehtävään, mutta siitä huolimatta nimittää perheenjäsenen yrityksen toimitusjohtajaksi, hallituksen jäseneksi tai puheenjohtajaksi.

Perheomistuksessa valta ja rahavirrat erotetaan toisistaan usein erilaisilla osakesarjoilla – perhe omistaa äänivaltaiset osakkeet ja muut omistavat ”tavallisia” osakkeita. Tällä tavalla perhe pystyy pitämään vallan yrityksessä, vaikkei sillä olisi osakkeista muutoin vallankäyttöön riittävää määrää. Tämäntapainen asetelma voi johtaa siihen, että perhe pyrkii saamaan erityisiä etuja muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Mikäli perheenjäsen on toimitusjohtajana tai hallituksen puheenjohtajana, tilanne muiden omistajien kannalta voi joissakin tapauksissa näyttää haasteelliselta. Sen lisäksi, että perheellä on kiistaton valta-asema, se pystyy käyttämään hyväksi myös toimivan johdon informaatioetua. Tätä kysymystä on voitu arvioida sen perusteella, kuinka paljon arvokkaampia ovat äänivaltaiset osakkeet suhteessa muihin osakkeisiin. Äänivaltaisten osakkeiden arvostuspreemion on havaittu olevan kaikkein korkein juuri perheomisteisissa yrityksissä (Villalonga et al., 2015).

Anderson et al. (2003) tutkivat yhdysvaltalaisia S&P 500 -yrityksiä ja vertailivat perustajaperheen omistuksen vaikutusta vieraan pääoman kustannuksiin. He havaitsivat, että perustajaperheen omistus laskee vieraan pääoman kustannuksia. Tulokset tu-

kevat näkemystä, jonka mukaan perustajaperheen kannustimet pienentävät omistajien ja velkojien välisiä agenttiongelmia.

1.1 Tutkimuksen tavoitteet

Tässä selvityksessä tarkastellaan suomalaisia Helsingin pörssin päälistalla noteerattavia perheomisteisia yrityksiä. Tarkastelu tehdään kymmenen vuoden aikana vuosilta 2007–2016.

Ensimmäisenä tavoitteena on kuvata, millaisia nämä yhtiöt ovat, kuinka paljon pääomistajat omistavat yhtiöistä ja millä toimialoilla yritykset toimivat. Pyrkimyksenä on kuvata, miten merkittävä omistajaryhmä perheet ovat julkisesti noteeratuissa yrityksissä ja miten omistajuus on kehittynyt vuodesta 2007 vuoteen 2016. Lisäksi kuvataan, millä toimialoilla perheomisteiset yritykset toimivat.

Toisena tavoitteena on kuvata, miten toiminnallisesti perheomisteiset yhtiöt toimivat ja eroavatko perheyrietykset toimintansa osalta muista yrityksistä. Tarkasteltavana ovat liiketoimintaan, rahoitukseen ja yrityksen hallinnointiin liittyvät tekijät. Liiketoiminnan osalta tarkastellaan muun muassa yritysten kokoa, investointeja, tutkimus- ja tuotekehittelyä. Rahoituksen osalta analysoidaan velkaantuneisuutta. Yrityksen hallinnoinnin osalta tarkastellaan omistusrakenteen lisäksi hallitustyöskentelyä ja johdon palkitsemista.

Kolmantena tavoitteena on analysoida perheomisteisten yritysten menestymistä. Sitä tarkastellaan yrityksen kasvun, osakekurssikehityksen ja riskisyyden avulla. Lisäksi tarkastellaan osingonjakoa ja arvostustasoa.

Kaikki vertailut tehdään muihin listattuihin yhtiöihin. Toisin sanoen vertaillaan, miten perheomisteiset yritykset eroavat muista Helsingin pörssissä listatuista yhtiöistä.

Tätä selvitystä varten on kerätty laaja kvantitatiivinen aineisto suomalaisista pörssinoteeratuista yrityksistä, joiden osalta voidaan vertailla perheomisteisia yrityksiä muihin yrityksiin. Tätä täydentämään on haasteltu perheomisteisten yrityksen omistajia, hallituksen puheenjohtajia ja toimitusjohtajia. Tekstiä on elävöitetty haastatteluista otetuilla suorilla lainauksilla ja pyritty sitä kautta tuomaan esille perheomisteisten yritysten edustajien ajatusmaailmaa. Lainaukset on valittu siten, että ne edustavat pääsääntöisesti useamman kuin yhden haastateltavan näkemystä asiasta. Tutkimusmenetelmän kuvaus on raportin liitteenä.

OSA 2: OMISTUS

Millaisia perheomisteiset yhtiöt ovat ja millaisilla toimialoilla ne toimivat?

- Omistusosuudet
- Koko
- Toimialat
- Hallinnointi ja liiketoiminnan kehittäminen
- Syitä listautumiseen

”Suurin hyöty minusta ja mun tyyppisestä pitkäjänteisestä henkilöomistajasta pörssiyhtiölle on pitkäjänteisyys. Kyllä mä koko ajan sanon hallitukselle ja johdolle, että tätä yhtiötä kehitetään kymmenen vuoden aikajänteellä eikä vuoden tai kolmen vuoden aikajänteellä.”

”Kun multa on kysytty milloin mä lopetan, mä haluan kaatua kunniakkaasti saappaat jalassa. Jokainen valitsee oman polkunsa ja eri henkilöillä on erilaiset arvot. Me halutaan isoimpana omistajana kehittää pitkäjänteisesti kilpailukykyä ja tekemistä.”

”Pitää katsoa, että me ollaan kunnossa...ei seuraavana kvartaalina eikä seuraavana vuonna, vaan viiden tai kymmenen tai kahdenkymmenen vuoden päästä.”

2 PERHEOMISTEINEN YHTIÖ

Perheomistus pörssiyrityksissä

- Perheomisteisen yhtiön määritelmä tutkimuksessa: yhdellä henkilöllä, perheellä tai suvulla on vähintään 10 %:n ääniosuus.
- Vuonna 2016 Suomessa kaikista pörssiyrityksistä perheomisteisia oli 58 %.
- Kymmenessä vuodessa vain kaksi uutta perheomisteista yhtiötä on listautunut pörssin päälistalle.
- Perheet ovat pitkäjänteisiä omistajia.

Pörssilistatusta perheomisteisesta yhtiöstä ei ole kansainvälisesti olemassa yhtä määritelmää. Usein kansainvälisessä kirjallisuudessa käytetty ja Euroopan Unionin määritelmä listatusta perheyhtiöstä on sellainen, jossa yhdellä tai useammalla saman perheen tai suvun jäsenillä on 25 %:n osuus yhtiön äänivallasta. Monesti näitä omistajia kutsutaan ankuriomistajiksi. Kuten käytännössä on havaittu ja myös tutkimuksissa todettu, usein 10 %:n ja joissakin tapauksissa jopa 5 %:n osuus äänivallasta riittää tekemään perheen suurimmaksi omistajaksi ja käytännössä hallitsemaan yhtiötä. Tällainen tilanne on varsinkin yhtiöissä, joissa omistus on laajalle hajautunut.

Suomalainen Perheyrittäjien liitto määrittää listatun perheyhtiön seuraavasti: ”osakekannan hankkineella tai muutoin saaneella henkilöllä tai hänen perheellään tai sukunsa jäsenellä on 25 prosentin osuus yhtiön osakkeiden tuomasta äänivallasta.”

Tässä tutkimuksessa perheomisteisella yhtiöllä tarkoitetaan yhtiötä, jossa yhdellä yksityishenkilöllä, perheellä tai suvulla on vähintään 10 %:n ääniosuus yhtiön osakkeista. Pääsääntöisesti, jos yhdellä omistajalla – perustajalla, investoijalla, perheellä tai suvulla – on vähintään 10 %:n ääniosuus, se on usein suurin omistaja ja aktiivisesti mukana yrityksen toiminnassa tai hallinnossa ja tuomassa omistajatahtoa ja -näkemystä yrityksen toimintaan. Kuten myöhemmin nähdään, tällaisia yhtiöitä on Helsingin pörssissä lukuisia. Joissakin yrityksissä saattaa olla useampi perheomistaja. Tällaisia yhtiöitä ovat esimerkiksi Ahlstrom (nykyisin Ahlstrom-Munksjö), Aspö ja Raute.

Seuraavaksi tarkastellaan, millaisia perheomisteiset yhtiöt ovat ja millaisilla toimialoilla ne toimivat.

Myöhemmin, kun tarkastellaan perheomisteisten yhtiöiden toimintaa sekä menestymistä ja avainmitareita, analysoidaan myös, onko omistusosuuden määrällä – yli 10 %, 25 % ja 50 % – vaikutusta perheomisteisen yhtiön toimintaan ja menestymiseen.

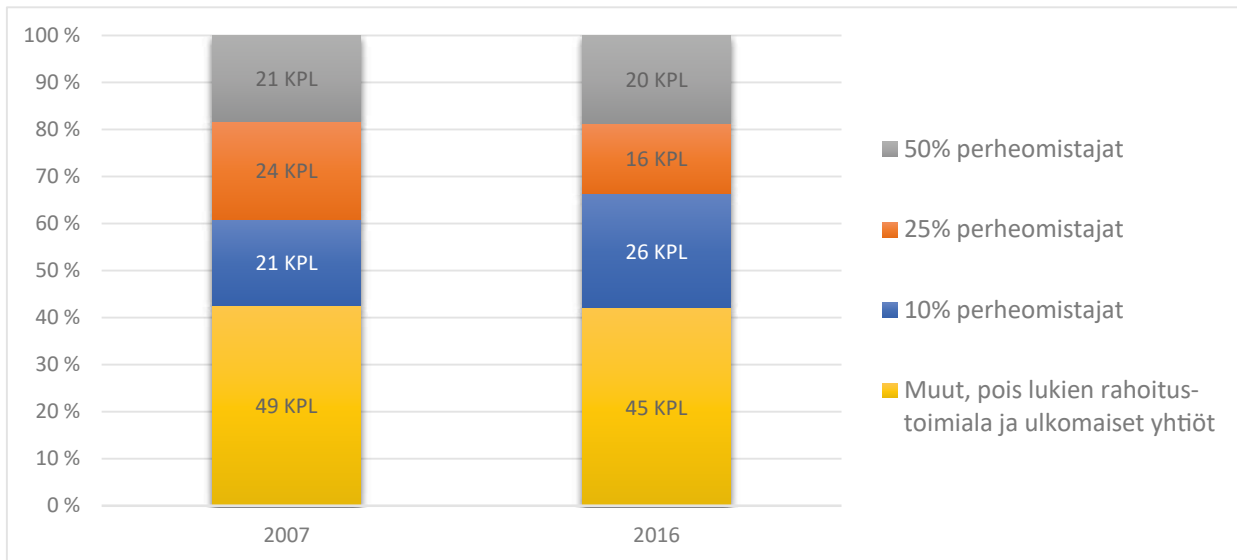
2.1 Omistusosuudet

Tässä raportissa analysoidaan pörssiyrityksiä kymmenen vuoden aikana eli vuodesta 2007 vuoden 2016 loppuun. Seuraavaksi kuvataan, millaisia muutoksia omistuksissa on tapahtunut ja ovatko muutokset erilaisia, jos pääomistajalla on 10 %, 25 % tai yli 50 % äänivallasta.

Vuoden 2007 lopussa Helsingin pörssin päälistalla oli 66 perheomisteista pörssiyrityksiä eli yhtiöitä, joissa perheellä oli vähintään 10 %:n osuus yhtiön äänivallasta. Tarkastelun ulkopuolelle on jätetty rahoitustoimialan yhtiöt, joiden tulos ja tase poikkeavat muista toimialoista ja siten analysointi yhtiöiden menestymisestä ei ole yhdenmukaista muiden toimialojen kanssa. Lisäksi yritykset, joiden kotipaikka ei ole Suomi, on jätetty pois tarkastelusta. Nämä 66 yritystä edustavat 57 % kaikista päälistan 115 pörssiyrityksestä (ilman rahoitustoimialaa) (ks. kuva 1). Voidaan todeta, että suurin osa Helsingin pörssin päälistan yhtiöistä on perheiden hallitsemia. Muissa yhtiöissä pääomistaja on tyypillisesti institutionaalinen omistaja – kuten säätiö tai valtio.

Vuoden 2016 lopussa tutkimusaineistossa olevien päälistan yhtiöiden määrä oli vähentynyt kahdeksalla ja kaikkiaan Helsingin pörssin päälistalla oli yhteensä 107 yhtiötä. Näistä 62 eli 58 % kaikista listayhtiöistä oli perheomisteisia yhtiöitä. Kymmenessä vuodessa pörssilistattujen perheomisteisten yhtiöiden määrä on vähentynyt neljällä mutta toisaalta niiden osuus kaikista pörssiyrityksistä on noussut 1 prosenttiyksiköä.

Kymmenessä vuodessa niiden perheomisteisten yhtiöiden määrä, joissa perheen omistusosuus on 10–25 %, on kasvanut viidellä yhteensä 26:een. Tällaisia uusia yhtiöitä ovat muun muassa Affecto, Apetit, Innofactor, Siili Solutions ja Tikkurila. Lisäksi tämän ryhmän sisällä on tapahtunut omistajavaihdoksia eli omistus on siirtynyt perheeltä toiselle. Tällaisia yhtiöitä ovat esimerkiksi Digia ja Efore. Haastattelujen perustella näyttää siltä, että vähintään 10 %:n omistusosuuteen ajaa Suomessa erityisesti verosyyt. Kuten eräs haastateltu pääomistaja totesi: ”Ainoa syy on, että jos välyhtiö omistaa yli 10 prosenttia pörssinoteeratun yhtiön osakekannasta, niin silloin osingot on



Kuva 1. Pörssiyhtiöt vuonna 2007 (115 yhtiötä joista 66 perheomisteista yhtiötä) ja 2016 (107 yhtiötä, joista 62 perheomisteista yhtiötä).

verovapaita sille holding-yhtiölle. Muussa tapauksessa, missään nimessä mä en pitäisi...väliyhtiötä varsinkaan tällaisessa yhteiskunnassa.”

Vähintään 25 % mutta enintään 50 % äänistä omistavien perheomisteisten yhtiöiden määrä on vähentynyt kahdeksalla yhtiöllä kymmenessä vuodessa ja niiden suhteellinen osuus kaikista perheomisteisista yrityksistä on pienentynyt 10 prosenttiyksikköä. Osa yhtiöistä on poistunut pörssistä kuten Elcoteq, Evia, Tekla ja Turvatiimi. Osassa yhtiöistä pääomistaja on vähentänyt omistustaan alle 25 prosentin kuten Glaston, Incap ja Solteq. Kymmenessä vuodessa kaksi uutta perheomisteista yhtiötä on tullut pörssin päälistalle. Soprano listautui vuonna 2014 ja Lehto vuonna 2016.

Perinteisesti yli 25 % ääniosuuden omaavia perheitä pidetään myös ankkuriomistajina, vaikka tässä omistajaryhmässä on tapahtunut merkittäviä muutoksia kymmenessä vuodessa. Haastatteluissa kävi ilmi, että yksi syy muutoksiin on se, että yhtiön kehityksessä perhe ei välttämättä ole enää paras omistaja. Kuten eräs omistaja totesi: ”Se on nämä perheomistajat, jotka vaan uskaltaa tehdä tämän kysymyksen, että ollaanko me paras omistaja...et sä joka vuosi ole paras omistaja sille firmalle, mutta sä et voi treidata sitä edestakaisin.”

Toinen syy on se, että yhtiön kehittäminen voi vaatia sellaisia taloudellisia panostuksia, joihin perheellä ei ole halua tai mahdollisuutta. Tämä voi johtua kasvavasta riskistä, joka syntyy, kun perheen omaisuus olisi liiaksi kiinni yhdessä kohteessa. Tai se voi johtua siitä, ettei perheellä ole halua tai taloudellista mahdollisuutta panostaa yrityksen kasvavaan kehittämistarpeeseen.

”Meillä pitäisi...löytyä jossain vaiheessa se ymmärrys, että ollaanko me todella parhaita omistajia. Ei meistä saa tulla tulppa. Otetaan vaikka esimerkkinä se, että iso globaali peli menee siihen, että konsolidoidaan ja pitäisi käyttää miljoonien sijasta miljardeja rahaa. Niin me ei saada olla tulppana, jos me nähdään, että meidän yritys menisi parempiin hoteisiin. Ja se...voi olla se vaikea päätös, milloin sitten luopua.”

”Jos firma ei uudistu, niin sitten omistusta pitää uudistaa...kyllä firmat pysyy hengissä yleensä, jos on uskallusta tehdä muutoksia sisäisesti.”

Sitä vastoin yhtiöt, joissa perheellä on 50 %:n ääniosuus, ovat pysyneet lukumäärältään melkein samana. Pörssistä on poistunut muun muassa Finnlines ja Larox. Vähäisten muutosten perustella 50 % äänistä omistavat perheet ovat varsinaisia ankkuriomistajia. Syitä siihen, että tässä ryhmässä on tapahtunut vähiten muutoksia, on useita. Ensinnäkin nämä omistajat ovat hyvin pitkäjänteisiä omistajia. Tämä kävi selväksi myös haastatteluissa: ”Meillä ei ole koskaan exit plania, sillä tavalla me ollaan

”Kyllä [omistuksen dilutointi] on periaatteessa poissuljettu...Kyllä meillä on niin kuin kirjaamaton sääntö... ja johto tietää sen...me pohdittiin strategiaryhmässä että 'dilution is not an option'...ei saa käyttää equitya.”

pitkäjänteisiä omistajia...[yritys] on meillä ja meillekin vaan lainassa.”

Näissä yli 50 % perheen omistamissa yhtiössä omistusosuuden pienentäminen ei ole useinkaan yksinkertaista ilman, että sillä olisi merkittävää vaikutusta yhtiön pörssikurssiin. Vaikka osake olisi likvidi ja sillä olisi paljon muita omistajia, ankkuriomistajan merkittävä omistusosuuden pienennys on usein negatiivinen signaali markkinoille. Ainut mahdollisuus merkittävään omistusosuuden vähentämiseen on myydä kerralla isompi osuus yhdelle tai muutamalle omistajalle. Toinen vaihtoehto on vähentää omistusosuutta yrityskaupan tai fuusion seurauksena. Haastattelussa kävi myös ilmi, etteivät perheet halua pienentää omistustaan hallitsemassaan yhtiössä.

Voidaan todeta, että perheomisteinen pörssiyhtiö on lukumäärältään merkittävin pörssiyhtiömuoto Helsingin pörssissä ja perustajat, omistajaryhtäjät, perheet ja suvut ovat merkittävä omistajaryhmä Suomessa.

2.2 Yhtiöiden koko

Suurin osa perheomisteisista yrityksistä on markkina-arvoltaan pieniä yhtiöitä – sellaisia, joiden markkina-arvo on alle 150 miljoonaa euroa (taulukko 1). Tällaisia yhtiöitä on 35 eli yli puolet kaikista perheomisteisista yhtiöistä vuonna 2016. Tässä markkina-arvokokoluokassa on suuri ero muihin pörssiyhtiöihin verrattuna. Kun perheomisteisista yhtiöistä yli 56 % on pieniä, muissa pörssiyhtiöissä luku on 20 %.

Kokoluokka	Kaikki yritykset	Perheomisteiset	Muut yritykset
Pieni	41 %	56 %	20 %
Keskisuuri	35 %	31 %	40 %
Suuri	24 %	13 %	40 %

Taulukko 1. Yritysten koko markkina-arvon mukaan vuonna 2016

Keskikokoisia perheomisteisia yhtiöitä – sellaisia joiden markkina-arvo on yli 150 miljoonaa mutta alle miljardin euron – on 19 eli lähes kolmannes kaikista perheomisteisistä. Verrattuna muihin pörssiyhtiöihin, määrä on suhteellisesti 9 prosenttiyksikköä pienempi – 31 % ja 40 %.

Isoja – markkina-arvo yli miljardi euroa – on vain kahdeksan eli 13 % kaikista perheomisteisistä. Tässä on iso ero muihin pörssiyhtiöihin. Isoja yhtiöitä on 40 % muista yhtiöistä.

Keskikokoiset perheomisteiset yhtiöt ovat pääsääntöisesti vähintään toisen sukupolven tai investointiomistajien – jotka ovat ostaneet yrityksen itselleen, perheelleen tai suvulleen – omistamia. Tosin joitakin poikkeuksia löytyy, kuten F-Secure, Lehto ja SRV, joissa kaikissa yhtiön perustaja on edelleen aktiivisesti mukana yrityksen toiminnassa. Sama tilanne on suurissa pörssiyhtiöissä. Ne ovat vähintään toisen sukupolven omistamia tai niitä hallitsee investoijomistaja.

Markkina-arvoltaan yli miljardi euroa olevat yritykset ovat kasvaneet vuosikymmenien aikana ”isoiksi” ja riskinotto on pääsääntöisesti tapahtunut ilman, että pääomistajan ääniosuus on pienentynyt ainaakaan kovin merkittävästi. Tällöin kasvu on rahoitettu joko tulo-rahoituksella tai vieraalla pääomalla. Kuten eräs omistaja totesi: ”[Meidän business] tuottaa hyvin kassavirtaa...eikä sido paljon pääomia. Et sitä on sillä tavalla ehkä vähän helpompi kasvattaa kuin jotain toista alaa.”

Edellä esitetty markkina-arvojakauma perheomisteisten yhtiöiden osalta vaikuttaa luonnolliselta. Pääomistaja haluaa pääsääntöisesti hallita yhtiötä suurimpana omistajana ja silloin merkittävä riskinotto tai uuden oman pääoman hakeminen markkinoilta on rajallista.

2.3 Toimialat

Todennäköisesti Suomen vahvoista teollisista perinteistä johtuen suurin osa perheomisteisista yhtiöistä toimii valmistavassa teollisuudessa (ks. taulukko 2). Kun tarkastellaan listattuja perheomisteisia yhtiöitä, joissa perheellä on vähintään 10 % äänistä, 55 % perheomisteisista yhtiöistä toimii Nasdaq Helsingin käyttämän ICB-toimialaluokituksen mukaan ”Teollisuustuotteet ja -palvelut” -toimialalla vuonna 2016. Tämä on suurin toimiala perheomisteisille yhtiöille. Lisäksi ”Teknologia” -toimialan yrityksiä on suhteellisesti enemmän kuin muissa yrityksissä. Sen sijaan kaikilla muilla aloilla perheomisteisia yrityksiä on vähemmän verrattuna muihin listattuihin yrityksiin.

	Perheomisteiset	Muut yritykset
Kulutuspalvelut	5 %	20 %
Kulutustavarat	11 %	16 %
Perusteellisuus	6 %	11 %
Teknologia	19 %	16 %
Teollisuustuotteet ja -palvelut	55 %	22 %
Terveydenhuolto	3 %	7 %
Tietoliikennepalvelut	0 %	4 %
Yleishyödylliset palvelut	0 %	2 %
Öljy ja kaasut	0 %	2 %

Taulukko 2. Helsingin pörssin yritysten toimialat vuonna 2016

”Se perheyrittäjän ajatus, että aina pitää olla puolet rahaa itsellä ja puolet lainataan... Se että mä vivuttaisin koko investoinnin, vaikka mä tiedän että saisin sen [rahan] pankeista, niin mä en sitä riskiä halua ottaa omistajana.”

”Yksi mikä meitä kuitenkin rajoittaa on, ettei meidän kannata mennä kovin pääomaraskaille aloille, josta tulee yhtäkkiä niitä tikettejä 'että nyt, jotta saadaan tie kaivokselle, niin täytyy maansiirtoa tehdä 200 miljoonan euron edestä.' Niin tämmöistä me ei vaan voida tehdä.”

Verrattuna kaikkiin listayhtiöihin, ”Teollisuustuotteet ja -palvelut” -yhtiöt ovat yliedustettuja perheomisteisista yrityksistä (55 % verrattuna 22 %). Kuten eräs haastateltava totesi: ”Yleensä suomalaiset firmat on aloittanut jostain raudasta, mennyt paperiin ja sitten ne tekee jotain muuta.”

Toiseksi suurin toimiala on ”Teknologia” -toimiala. Perheomisteisista yrityksistä 19 % edustaa tätä toimialaa. Lisäksi ”Kulutustavara” -yhtiöitä on 11 %. Muilla toimialoilla on muutamia yrityksiä.

Merkille pantavaa on, että ”Perusteellisuus” -toimialalla, jossa Suomessa on vahvat perinteet, on vain 6 % perheomisteisista yrityksistä. Vuosien varrella tämän alan perheomisteisia yhtiötä on myyty tai fuusioitu muihin yhtiöihin. Näin on käynyt esimerkiksi metsäteollisuudessa. Tämä on luonnollista, koska perheomisteisen yrityksen mahdollisuudet ja riski-

nottohalu isoihin käyttöomaisuusinvestointeihin on usein rajallinen.

Kaikkiaan voidaan todeta, että vaikka teollisuus on keskeisin toimiala, perheomisteiset yhtiöt eivät toimi hyvin paljon pääomaa tai isoja investointeja vaativassa teollisuudessa. Perheomisteiselle yhtiölle on tyypillistä, että vaadittavat investoinnit eivät ole liian isoja suhteessa sen riskinsietokykyyn ja -haluun. Kuten eräs ”Teollisuustuotteet ja -palvelut” -yrityksen pääomistaja totesi: ”Tämä on hyvä toimiala, koska se ei vaadi paljon pääomaa ja tase voidaan hoitaa kassavirralla.”

Tämä selittää myös sitä, miksi myös ”Kulutustavarat” ja ”Teknologia” ovat merkittäviä perheomisteisten yritysten toimialoja. Vaadittavat investoinnit ovat oikeassa suhteessa omistajien investointihalukkuuteen.

2.4 Omistuksen kehityskaari

Pörssilistattujen perheomisteisten yhtiöiden kehityksessä on havaittavissa kolme luonnollista kehitystasoa. Yhtiö on alussa monesti yhden henkilön hallinnassa. Tällainen yhtiö on esimerkiksi Lehto, jossa yhtiön listautuessa 2016 perustaja oli ja on edelleen suurin yksittäinen omistaja.

Perustajan siirtyessä pois yrityksen operatiivisesta toiminnasta seuraavassa vaiheessa omistajuus monesti laajenee ja pääomistajan muodostaa perhe, yleensä perustajan jälkeläiset. Tässä on ensimmäinen kohta, jossa omistusta ja sen hallinnointia joudutaan perheessä miettimään. Omistuksen pysyminen suvussa ja jatkajien löytäminen ei ole haastattelujen perusteella aina helppoa.

Kolmas vaihe on, kun pääomistajana on laajempi suku. Tällaisen laajemman suvun hallinnointiin ja omistamiseen liittyy omia haasteita siinä, miten omistus järjestetään. Kuten eräs haastateltavista totesi: ”Sukupolvenvaihdoksia kuitenkin tulee noin

”Jos meillä seuraavassa sukupolvessa... löytyy yks, niin me ollaan tosi iloisia, jolla on se vaadittava kompetenssi. Jos sieltä löytyy kaks, aivan loistavaa. Mutta se suurin asia on se, että se loppuporukka ymmärtää, että nämä kaksi on ne ja sitä tuetaan... on koherenssi siinä, että jes, tätä porukkaa sitten tuetaan, ja ettei ruveta keskenään [kinaamaan] että tämä on meidän sukuhaaran tai mun valinta... me ollaan aika paljon benchmarkattu ja tutkittu sekä ruotsalaisia sukuja et näitä [suomalaisia] sukuja”

neljä kertaa vuosisadassa... olisi hyvä, jos olisi muutakin jaettavaa ja siksi olisi hyvä, jos perheellä olisi muutakin [omaisuutta] kuin yhtä yhtiötä.”

Joissain tapauksissa omistuksen hallinta laajemmassa suvussa saa aikaan haasteita, koska omistajilla voi olla erilaisia intressejä yrityksen ja omistuksen suhteen. Toisaalta laaja suku antaa erilaisia mahdollisuuksia. Esimerkiksi laajasta suvusta löytyy todennäköisesti henkilöitä, joilla on halua ja osaamista alkaa hoitaa suvun omistusta. Lisäksi laaja suku voi olla erinomainen voimavara yritykselle. Suvun jäsenet ovat kasvaneet vuosien varrella omistajiksi

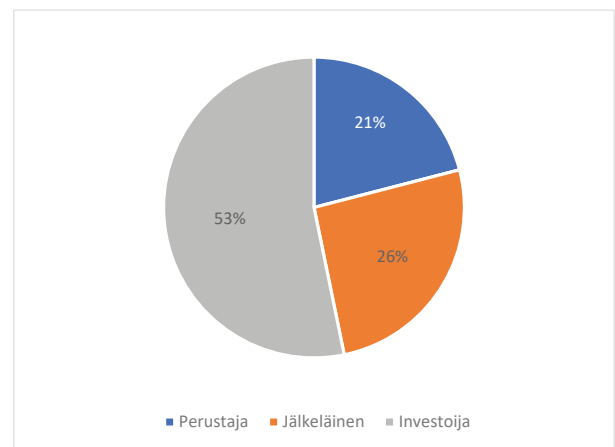
”Seuraava sukupolvi on komittoitunut pitämään tämän perheyriksen ja haluaa jatkaa hyvinä omistajina. Mutta varmaan iso asia on se, että me ollaan oltu yrittäjäomistajia. Isäni on ollut yrittäjä isolla Y:llä ja pienellä o:lla omistaja, ja meidän sukupolvesta on nyt pikku hiljaa tullut omistajayrittäjiä.”

”Mä olen monesti sanonut, että kouluttamaton tai ihan eri alalla kouluttautunut perheomistaja, joka on elänyt sen koko firman koko elämänsä, koska isä, isoisä ja kaikki oli [yrityksessä], niin yleensä on paljon fiksumpi, kun nämä ulkopuoliset. Se ymmärtää, se tuntee kropassa ja selkäytimessä, kun asiat ei mene niin kuin pitäisi.”

ja osaksi yrityksen ja omistamisen arvomaailmaa. Vaikka laajaan sukuun ja sen hallintaan liittyvät omat haasteensa, suku on myös iso voimavara perheomisteisille pörssiyrityksille.

2.5 Omistajina perustajia, jälkeläisiä ja investoijia

Tarkasteltaessa 62:tä perheomisteista yhtiötä, joissa perheellä on yli 10 %:n ääniosuus vuonna 2016, voidaan tunnistaa kolmenlaisia omistajia: perustaja, jälkeläinen eli perhe tai suku sekä investoija (kuva 2).



Kuva 2. Perheomisteisten yritysten omistajat vuonna 2016

Perustajalla tarkoitetaan omistusta, jossa yrityksen perustaja, joka on yleensä aloittanut yrittäjänä, hallitsee suurinta ääniosuutta yrityksessä. Perustajan lapset tai sukulaiset voivat olla myös yrityksen omistajia tai aktiivisia yrityksen toiminnassa. Oletuksena on kuitenkin, että perustajalla on merkittävä kontrolli ja vaikutusvalta yrityksen päätöksenteossa perheen taholta. Tällainen yritys on esimerkiksi SRV.

Jälkeläisellä tarkoitetaan omistajaa, joka tai jotka hallitsevat suurinta osaa perheen osakemäärästä. Tällaisissa tapauksissa perustajalla ei ole enää aktiivista roolia yrityksen hallinnossa. Tällaisia yrityksiä ovat muun muassa Kone ja Ahlstrom (nykyisin Ahlstrom-Mjunksjö).

Investoijalla kuvataan omistajaa, joka hallinnoi yritystä yli 10 %:n äänivallalla mutta hän tai hänen perheensä eivät liity yrityksen perustamiseen. He ovat hankkineet omistuksensa yrityksestä myöhemmin. Yleensä investoija ja hänen perheensä tai sukunsa ovat aktiivisia yrityksen hallinnossa. Tällainen yritys on esimerkiksi Uponor, jossa Oras Invest on suurin omistaja.

Vuonna 2016 listatuista perheyriksistä 21 % oli perustajan tai hänen jälkeläistensä hallinnoimia (kuva 2). Suurin omistajaryhmä on investoijat, 53 %. Jälkeläiset eli perhe tai suku hallitsee 26 % perheomisteisista yrityksistä.

”Villalonga ja Amit (2010) tutkivat perheomisteisia yrityksiä Yhdysvalloissa. He pyrkivät tunnistamaan, mitkä perheeseen ja toimialaan liittyvät ominaisuudet erottavat ne muista yrityksistä. He havaitsivat, että perustajaperheet eroavat muista valtaa pitävistä perheistä. Tulokset viittaavat siihen, että perustajaperhe keskittyy vallan pitämiseen omistusosuuden säilyttämisen ja hallituksessa vaikuttamisen kautta luoden yritykselle kilpailuetua ja näin hyödyttäen muitakin omistajia. Sen sijaan ne perheet, jotka ovat perustajan jälkeläisiä tai eivät kytkeydy yrityksen perustamiseen, todennäköisemmin käyttävät valtaa saadakseen erityisiä etuja vallan käytöstään. Tämä ilmenee näiden yritysten alhaisempana arvostusona.”

2.6 Miksi perheomisteiset yhtiöt ovat pörssissä?

Mielenkiintoinen kysymys on, miksi perheomisteiset yhtiöt ovat pörssissä, jos niillä on vahva pääomistaja, joka haluaa kehittää yhtiötään ”kuin omaa”. Mitä lisäarvoa pörssi tuo? Haastatteluissa kävi ilmi, ettei listautuminen ole aina henkisesti helppo vaihtoehto. Kuten eräs pääomistajista totesi: ”Mä olen koko ikäni ollut yrittäjä. Kolme kuukautta olin nuorena miehenä

”Me yritetään saada parhaat puolet näistä perheyritysmaailmasta ja pörssimaailmasta. Tämmöistä pörssissä toimivan yrityksen avoimuutta ja sitten tuloksenteon pakkoa. Että jos et tee tulosta, niin sä olet äkkiä liemessä, jos sä olet julkisesti noteerattu firma. Ja sitten yhdistää siihen perheyrityksen pitkäjänteisyyttä ja... arvomaailmaa.”

”Mä en pysty tulevaisuudessa pitämään täällä huippu CEO:ta tai huippujohtoa, jos he kokevat, että tämä on perinteinen perheyhtiö, missä pääomistaja tulee astumaan toimivan johdon varpaille.”

apupoikana ja siitä lähtien olen omistanut vähintään 50 prosenttia siihen asti, kun listauduttiin. Sehän oli yrittäjälle kamala tilanne, kun joutui takaisin virkamieheksi ja omistus laski alle 50 prosentin...jos katsotaan, että listautua vai ei, niin se oli suurin henkinen taistelu omistajuudelle, kun omistus dilutoituu.”

Yksi keskeinen syy pörssiyrityksenä olemiseen liittyy siihen, että yritystä voidaan ohjata ammattimaisemmin kuin tavallista perheyhtiötä. Jotkut omistajat myös totesivat, että pörssiyrityksen muoto helpottaa sukupolvenvaihdoksia ainakin niissä tapauksissa, joissa omistus on hajautunut laajemmalle. Lisäksi monet haastateltavat kokivat, että ammattijohdon rekrytointi on helpompaa pörssiyritykseen kuin listautumattomaan yhtiöön. Kun yritys on listattu, sitä koskevat samat governance-, tulosjulkistus- ja compliance-säännöt kuin muitakin listayhtiöitä.

”Ja yleensä ne riidat syntyvät kaikissa näissä [sukuyhtiöissä] ja ne on joskus vaikea hallinnoida pörssiyrityksissä...mutta transparenssi voi joskus myös auttaa, koska silloin sä et voi tehdä ihan mitä hulluuksia tahansa. Ne riidat tulevat yleensä sukupolvenvaihdoksien yhteydessä. Silloin kun mennään kuitenkin eri tahtiin.”

Vaikka pääomistajat ovat pitkäjänteisiä, useat pääomistajat pitävät listautumista hyvänä tapana ohjata yritystä. Yksi syy listautumiseen liittyy rahoitukseen. Erityisesti kasvun ja investointien rahoittamiseen tarvitaan varoja, joiden saamista listautuminen helpottaa. Kuten eräs haastateltava sanoi: ”Listautumisen syynä oli kova kasvu ja kovat kasvutavoitteet. Pankit koko ajan motkotti rahoituksesta. Liian kova kasvu ja liian heikko oman pääoman taso.... lisäksi saatiin likvidiin muotoon omistus...mutta kasvurahoitus oli se päällimmäinen syy.”

Listautuminen voi helpottaa yrityksen kansainvälistymistä, kun siitä on saatavissa jatkuvasti julkista tietoa. Toisaalta listautuminen tuo mukanaan myös omia haasteita. Listatun yhtiön toimintaan ja hallintaan liittyy oma byrokraatiensa, jota ei ole listaamattomissa yhtiöissä. Samoin päätöksentekoon ajoittain liittyvä hitaus voi tuoda haasteita. Kuten eräs haastateltavista totesi: ”Kyllä me oltaisi voitu ketterämmin tehdä päätöksiä, jos me emme olisi pörssiyrityksiä.”

Kaikkiaan haastattelujen perusteella näyttää siltä, että listautumisen hyödyt ovat huomattavasti merkittävämmät kuin listautumisesta aiheutuvat haasteet.

2.7 Omistuksen hallinnointi

Jälkeläisillä eli perheillä ja suvuilla on erilaisia lähestymistapoja hoitaa omistamista. Osa perheomisteisista yhtiöistä on perustanut sijoitusyhtiön, jota suku omistaa ja joka hoitaa sijoitukset listattuihin yhtiöihin. Mielenkiintoinen muutos kymmenen vuoden aikana

”Meidän ydin on se, että täällä analyysissa – numeroista ja strategiasta, mielikuvituksesta ja laatikkoleikeistä – muodostuu näkemys, että mitä tässä voisi tehdä, mitä kilpailijat tekee, missä arvoketjun osissa me halutaan olla. Ja sitten me käydään muiden omistajien luona. Mä tapaan säännöllisesti tiimini kanssa tai one-on-one hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan.”

on, että Suomeen on perustettu lisää perheiden tai sukujen hallitsevia sijoitusyhtiötä. Aktiivisia sukujen sijoitusyhtiötä ovat esimerkiksi EM Group, Hartwall Capital ja Oras Invest. Vanhempia perheiden aktiivisia sijoitusyhtiötä ovat muun muassa Ahlström Capital ja Etra-Invest.

Tässä on nähtävissä, että omistuksen laajentuessa uusia työkaluja on otettava käyttöön suvun omaisuuden kehittämisessä. Useamman sukupolven tullessa omistajaksi ja omistuksen laajentuessa jopa satoihin sukulaisiin omistusta on ryhdytty hallitsemaan tarkoitukseen perustetun sijoitusyhtiön toimesta.

Usein sijoitusyhtiö on ammattilaisten operoima. Suku ei aina osallistu sijoitusyhtiön päivittäiseen toimintaan. Näin on erityisesti silloin, kun suku on laaja ja kaikkien suvun jäsenten on käytännössä mahdotonta osallistua omaisuuden hallintaan. Sukujen sijoitusyhtiöt ovat pääsääntöisesti aktiivisia omistajia, joilla on usein analyysiresursseja samalla tavalla kuin esimerkiksi niin sanotuilla private equity -yrityksillä. Tämä hyödyttää usein myös omistettuja yrityksiä. Kuten eräs hallituksen puheenjohtaja totesi: ”Heillä on käytettävissään poikkeuksellisen paljon analyysiresursseja. Heillä on päätoimisia ihmisiä ja fiksuja ihmisiä, joilla on kapasiteettia tämmöisiä asioita pohdiskella. Kyllähän sieltä tulee valmiiksi pureskellumpia ehdotuksia, kun joltakin toiselta omistajalta.”

Vaikka Suomessa on merkittävä määrä perheomisteisia pörssiyrityksiä, haastatteluissa kävi ilmi, että moni toivoo lisää vastaavanlaisia omistajia Suomeen – omistajia, jotka katsoisivat toimintaa pitkällä tähtäyksellä ja joilla olisi myös toimialan osaamista.

Kuten edellä todettiin, pörssilistatuissa perheyriyksissä on tapahtunut melkoisia muutoksia kymmenen vuoden tarkasteluajanjaksona erityisesti yrityksissä, joissa pääomistajalla on alle 50 % äänivallasta. Monet haastateltavat kokivat, että muutokset ovat tapahtuneet muun muassa siitä syystä, että omistuksia ei ole pystytty hoitamaan ”järkevästi” sukujen toimesta. Omistus on saattanut jakautua liian laajalle ja suvulta on puuttunut henkilö tai henkilöt, jotka ovat pystyneet kehittämään omistusta pitkäjänteisesti. Omistus on täten jäänyt ”tuuliajolle”. Jos pääomistajalla ei ole yhteistä tahtoa ja näkemystä mihin suuntaan omistusta ja yritystä tulee kehittää, valta siirtyy hallitukselle tai toimivalle johdolle. Tällöin ongelmaksi voi muodostua se, ettei johto saa ehdottamilleen strategioille tai investointeja ja pääomia vaativille kehitysehdotuksilleen välttämättä päätöksiä hallituksessa. Jos pääomistajan tahto on epäselvä, se äkkiä lamaannuttaa kaiken isomman kehitystoiminnan ja johto ei pysty kehittämään yritystä pitkäjänteisesti.

Joidenkin pääomistajien strategiana on keskittää omistuksen hallinta yksin tai muutamiin käsiin. Tällä tavalla tehdään selväksi, kuka vastaa suvun omistuksesta muiden puolesta ja kuka tai ketkä käyttävät suvun ääntä. Kuten eräs haastateltava totesi: ”Se on kyllä meidän [suvun] vahvuus, et täällä ei ole koskaan kuin yksi ääni.”

Omistuksen hallinta saa selvästi uusia muotoja, kun perustaja tai investoijaomistaja luopuu yrityksen operatiivisesta toiminnasta ja omistus pohja laajenee perheelle ja erityisesti suvulle. Erilaiset sijoitusyhtiöt ovat merkittävä omistuksen hallinnointimuoto perheomisteisissa pörssiyrityksissä.

”Se mikä Suomesta puuttuu, on hyviä omistajia”

”Ei ole mitään sinivalkoista pääomaa. Tässä maassa ei pidä missään nimessä suosia mitään kotimaista pääomaa. Tänne pitää saada vain niin paljon pääomaa kuin ikinä mahdollista, suomalaista ja ulkomaalaista. Mutta yhtiölle ja sen muille osakkeenomistajille on hyöty siitä, jos on vahvoja ankkuriomistajia. . .Jotka tuovat pitkäjänteisyyttä, riskinottoa, good governancea, johdon piiskaamista ja johdon tukemista.”

"Kaikissa firmoissa pitäisi olla vaan yksi päättäjä. Silloin olisi tiukka ohjaus. Silloin ei tulisi näitä aversiteettijuttuja, mihin jonkun on helppo pelata... Kun on 300 omistajaa, sehän onnistuu aina, kun nousee tällöinen patriarkka. Mutta sitten ne ammutaan sieltä... jossain vaiheessa se loppuperhe ei pysty hyväksymään, että on yksi leading [henkilö]."

2.8 Omistajat ja liiketoiminnan kehittäminen

Haastattelujen perusteella muodostui selvä kuva siitä, että omistajat kokevat yrityksen menestyksen äärimmäisen tärkeäksi. Haastateltavat korostivat, ettei yritystä kehitetä omistajien oman omaisuuden tai hyvinvoinnin kasvattamiseksi vaan yrityksen ehdoilla. Heille on tärkeää, että seuraava sukupolvi saa yrityksen, joka on kunnossa ja jota voidaan taas jatkokehittää. Yritys, jota omistetaan, on kaikki kaikessa. Vaikka omistusta katsotaan pitkäjänteisesti, omistajat haluavat varmistaa, että yritys pysyy koko ajan kunnossa. Haastatteluissa ilmeni myös, että pääomistajat ovat kriittisiä omalle toiminnalleen ja sille, jos yritys ei ole onnistunut esimerkiksi kasvussa, laajentumisessa tai innovaatioissa.

Haastatteluissa kävi ilmi, että vaikka pääomistaja hakee kasvua, niin omistajan ja johdon kasvukeinot voivat olla erilaisia. Näyttää siltä, että pääomistajat hakevat mielellään kasvua innovaatioiden ja organisen kasvun kautta. Toimiva johto on sitä vastoin halukkaampi tekemään yritysostoja. Kuten haastatteluissa ilmeni: "Silloin tulee kinaa managementin kanssa, kun se equity ei maksa mitään. Että sitä voidaan antaa oikealle ja vasemmalle ja perhe haluaa pitää kiinni [omistuksestaan]."

Toisaalta haastatteluissa ilmeni, ettei kasvun rahoitus ole ongelma. Haastateltavat kokivat, että enemmän on pulaa hyvistä investointi- ja kasvuideoista kuin rahoituksesta. Jos johdolla on kasvuideoita, jotka vaativat lisää pääomaa, se ei ole ongelma.

Useissa haastatteluissa pääomistajat korostivat yrityksen etua. Kuten jo edellä todettiin, osa pääomistajista on valmiita luopumaan osasta omistuksesta yrityksen edun nimissä. Eräs haastateltavista totesi: "Jos velanottaminen, osakeanti tai yrityskauppa, fuusio tai joku muu on yrityksen ja osakkeen-

omistajien intressi, niin sitten se tehdään. Tietenkin puhutaan osakkeenomistajien ja yhtiön intressistä. Mutta mietitään myös sitä yhtiötä. Viime kädessä kysymys on kuitenkin osakkeenomistajista. Siksihän tämä yhtiö ja liiketoiminta on täällä olemassa."

Kuten muissakin pörssiyhtiöissä, perheomisteisten yhtiöiden riskinottohalu ja -kyky vaihtelevat. Haastatteluissa kävi myös ilmi, että se millainen on pääomistajan oma varallisuustilanne, vaikuttaa riskinottoon. Haastattelujen perusteella näyttää siltä, että perheet ja suvut hyvin harvoin lähtevät hankkeisiin, jotka vaativat merkittäviä investointeja ja joista saadaan kassavirtaa vasta vuosien päästä. Toisaalta johto voi joissain tapauksissa haluta ottaa vähemmän riskiä kuin omistaja.

Yhteenvedona voidaan todeta, että yrityksen menestyminen on hyvin tärkeää pääomistajille. Yritystä

"Viime kädessä se tarkoittaa sitä, että sijoittajat ja analyytikot alkaa luottaa. Sijoittajat puhuu keskenään, analyytikot puhuu keskenään ja se koko financial community puhuu keskenään. Että tämän yhtiön governance on tällöinen ja se on hyvä juttu... ja tässä taas on suku, joka on value destroying. Tai sitten tässä suvussa on ihminen, joka on arvoa heikentävä. Siksi mun mielestä reputation on todella tärkeä. Ja tämä leviää hyvin nopeasti."

kehitetään yrityksen ehdolla ja yrityksen etu on keskeistä omistajille. Myöhemmissä kappaleissa analysoidaan tarkemmin, miten perheomisteiset yritykset ovat menestyneet suhteessa muihin yrityksiin. Lisäksi voidaan todeta, että omistajan oma varallisuustilanne ja se onko hänellä tai perheellä muita omistuksia, vaikuttaa riskinottoon. Pääomistajat eivät ole varsinaisia riskinottajia, mutta he ovat usein johtoa valmiimpia riskinottoon, joka tuottaa pitkällä tähtäyksellä. Johdon aikahorisontti on lyhyempi. Kun omistaja puhuu kymmenestä vuodesta, johto kolmesta vuodesta. Lisäksi johto näyttäisi olevan omistajia valmiimpi yrityskauppoihin kasvun aikaansaamiseksi.

2.9 Pääomistaja ja muut omistajat

Kun yrityksellä on pääomistaja, hän pystyy usein pitkälti määrittämään mihin suuntaan yritystä kehit-

”Jos perheomistajan tai yksityishenkilön varallisuus on kokonaan kiinni yhtiössä, niin se johtaa nimenomaan heikompaan riskinottoon kuin hajautunut omistus. Mulla on varallisuutta muuallakin, human capitalia ja financial capitalia...Mä myönnän sen, että jos mulla olisi koko perheen varallisuus tässä, kodit kiinnitettynä ja niin edelleen, niin varmasti se vaikuttaisi riskinottoon.”

”Mun mielestä sun pitää voittaa kolmen vuoden intervalleissa. Viidessä vuodessa se on niin, että kolme ekaa vuotta mietitään, ei tehdä mitään, ja kaksi viimeistä vuotta ehkä tehdään jotain. Kolme vuotta on hyvä suunnittelujakso. Kyllä meidän pitää tässä sukupolvessa varmistaa se, että firma on koko ajan helvetin kilpailukykyinen. Seuraava sukupolvi saa sitten sössiä sen tai viedä sitä samalla tavalla eteenpäin.”

tään. Kaikki haastateltavat pääomistajat korostivat, kuinka tärkeää on viestittää pääomistajan tahto muille omistajille ja markkinoille.

Kuten edellä todettiin, yrityksiä, joissa perheellä on yli 10 %:n omistusosuus, on lukuisia. Tällaisissa yrityksissä omistuksen kehittäminen on monesti toisenlaista kuin yrityksissä, joissa pääomistajalla on 25 % tai 50 %:n osuus äänistä. Syy on se, että 10 %:n yrityksissä voi olla useampia merkittäviä omistajia. Lisäksi kaikki haastateltavat korostivat governance-sääntöjä ja sitä, miten kaikkia omistajia kohdellaan tasapuolisesti. Tosin siinä vaiheessa, kun suvun omistus on laajalle hajautunut, governance tuo uusia haasteita. Kuten eräs omistaja totesi: ”Meillä on ollut tärkeää saada [suku] tajuamaan, että te omistatte nyt finanssi- ja holdingyhtiötä.” Yhteenvedona voidaan todeta, että varsinkin yhtiöissä, joissa perheen omistus on alle 50 %, muiden pääomistajien pitäminen tietoisina tulevista mahdollisista muutoksista on tärkeää.

”Mulla on ollut tapana se, että mä pidän heihin yhteyttä usein puhelimitse, jos tapahtuu jotain ja aina yhtiökokousta ennen. Mulla on ollut sellainen tunne, että he ostavat tämän tarinan, mitä mä kerron. He kokevat, että se on heidänkin etunsa, kun on aktiivinen pääomistaja, joka ajattelee aidosti yhtiön etuja eikä omaa etuaan. Mutta se vaatii kommunikaatiota, se vaatii läpinäkyvyyttä ja viime kädessä se vaatii luottamusta.”

Yhteenveto

- Perheomisteinen pörssi-yhtiö on lukumäärältään merkittävin pörssi-yhtiömuoto Helsingin pörssissä. Perustajat, omistajaryhtäjät, perheet ja suvut ovat merkittävä omistajaryhmä Suomessa.
- Suurin osa perheomisteisista yrityksistä on markkina-arvoltaan pieniä yhtiöitä ja toimii Teollisuustuotteet ja -palvelut -toimialalla.
- Vuonna 2016 listatuista perheyhtyksistä 21 % oli perustajan hallinnoimia. Jälkeläiset eli perhe tai suku hallitsee 26 % perheomisteisista yrityksistä. Suurin omistajaryhmä on investoijat 53 %:n osuudella.

OSA 3: HALLITUS

Miten hallitukset eroavat toisistaan, kun verrataan perheomisteisia yhtiöitä muihin pörssiyrityksiin?

- Koko
- Sukupuolirakenne
- Ikärakenne
- Kansainvälisyys
- Perheenjäsenten edustus hallituksessa

”Ihminen, joka on perustanut firman ja ihan tasamaalta lähtenyt sitä polkemaan ylös. Ja kun hän on menestynyt yrittäjänä ja sitten päättänytkin listata sen yrityksensä. Totta kai hän tuntee sen oman firmansa läpikotaisin, hän tuntee sen toimialan läpikotaisin ja hänellä on myös valtavasti näkemyksiä ja verkostoja, jotka ovat erittäin hyödyllisiä yhtiölle. Mutta voi olla, että joissakin asioissa tulee ristiriitoja, joissa sitten muilla omistajilla saattaisi olla aika erilaisia tulokulmia. Sen takia [hallituksessa] pitää olla riippumattomia hallituksen jäseniä pitkä rivi yhtiössä, joiden täytyy uskaltaa sanoa, että tämä ei ehkä ole kaikkien näkökulmasta niin kuin sinä ajattelet.”

”Tämä vanha totuus, mikä kaikissa oppikirjoissa on: että hyvät omistajat valitsevat hyvän hallituksen ja hallitus valitsee hyvän toimitusjohtajan ja toimitusjohtaja rakentaa hyvän firman. Ja näillä kaikilla on alignment ja katsovat samaan suuntaan. Se on helppo, yksinkertainen kuva, mutta helkatin vaikeaa toteuttaa käytännössä.”

”Faktahan on, että se paikka missä yhtiön kehitystä päätetään, on yhtiön hallitus.”

3 HALLITUS

Hallituksen ominaisuudet

- Perheenjäsenet edustavat keskimäärin 30 prosenttia kaikista hallituksen jäsenistä. Hallituksen puheenjohtajista 68 prosenttia on perheenjäseniä.
- Eroja löytyy hallituksista keski-ikä, iän diversiteetin ja hallitusten ulkomaisten jäsenten osuuden osalta.
- Hallituksen jäsenten määrä ja naisten määrä hallituksissa ei eroa, kun vertaillaan perheomisteisia yhtiöitä muihin pörssiyrityksiin.

Omistajan tahto kanavoituu yrityksen toimintaan hallituksen välityksellä. Lähtökohtaisesti hallitus valvoo omistajien etuja ja varmistaa, että yrityksessä toimitusjohtaja ja muu johtoryhmä toimivat sen mukaisesti. Hallituksen ominaisuuksia voidaan analysoida monella tavalla. Tässä raportissa tarkastellaan ja vertaillaan kvantitatiivisen aineiston perusteella hallituksen kokoa, sukupuolirakennetta, ikärakennetta, kansainvälisyyttä sekä sitä, minkälainen hallitusedustus perheenjäsenillä on perheomisteisissa yrityksissä.

Tutkituissa perheomisteisissa yrityksissä perheenjäsenet edustavat keskimäärin 29,5 prosenttia (mediaani 25,0 %) kaikista hallituksen jäsenistä. Sen sijaan hallituksen puheenjohtajista peräti 67,6 % oli perheenjäseniä. Nämä havainnot kuvastavat selvästi sitä, että perheellä on vahva suora vaikutus perheomisteisten yritysten toimintaan. Lisäksi hallituksen tärkein tehtävä, puheenjohtajuus, pidetään pääsääntöisesti perheen keskuudessa.

3.1 Aiempi kirjallisuus

Aiempi kirjallisuus ei ole tarkastellut erikseen, miten perheomisteisten yritysten hallitukset poikkeavat muiden yritysten hallituksista. Sen sijaan yhdysvaltalaisissa yrityksissä on tarkasteltu, miten hallituksen ominaisuudet vaikuttavat yrityksen menestymiseen.

Yermack (1996) tutki, miten yritysten hallitusten koko vaikuttaa niiden arvostukseen Tobinin Q -arvolla (yrityksen osakkeiden markkina-arvo suhteutettuna yrityksen oman pääoman kirja-arvoon). Hän argumentoi, että pienet hallitukset ovat tehokkaampia. Hänen aineistonsa käsitti yhdysvaltalaiset isot pörssinoteeratut teollisuusyritykset vuosilta 1984–

1991. Hän havaitsi, että keskimääräistä pienemmillä hallituksilla on positiivinen vaikutus yrityksen arvostukseen. Hän myös havaitsi, että yritysten hallitukset ovat pienempiä, mikäli yrityksen perustaja tai perustajaperheen jäsen toimii yrityksen toimitusjohtajana. Tosin perheenjäsenen toimitusjohtajuudella ei ollut myönteistä vaikutusta yrityksen arvostustasoon.

Anderson ja Reeb (2004) puolestaan tutkivat yhdysvaltalaisia S&P 500 -yrityksiä, joissa oli merkittävä perustajaperheen osakeomistus. He havaitsivat, että riittävän vahva riippumattomien hallitusjäsenten edustus tuo hallitustyöskentelyyn tasapainoa ja parantaa yrityksen arvostustasoa. He myös havaitsivat, että maltillinen perheen edustus hallituksessa parantaa yrityksen arvostustasoa. Tulosten perusteella tutkijat päättelivät, että perhe pyrkii välttämään riippumattomia hallituksen jäseniä, kun puolestaan muut omistajat pyrkivät lisäämään niiden määrää.

3.2 Hallituksen koko

Hallitusten jäsenten määrä vaihtelee yrityksittäin. Pienillä yrityksillä on tavallisesti pienempi hallitus kuin suurilla yrityksillä. Hallitustyöskentely ei ole ilmaista. Hallituksen jäsenille maksetaan palkkioita ja isommissa yrityksillä on tavallisesti paremmat mahdollisuudet maksaa hallituksen jäsenille. Tämä usein selittää sen, miksi isommissa yrityksillä on myös isommat hallitukset. Tämän lisäksi pienten yritysten toiminta on tavallisesti yksinkertaisempaa kuin isommissa yrityksillä. Sen vuoksi hallituksissa ei tarvita vastaavassa määrin eri kompetensseja valvomaan ja tukemaan toimivaa johtoa. Yrityksen koon lisäksi myös yhtiön kansain-

”Me halutaan olla pääomistaja... ja sitten vaikuttaa hallituksen kautta. Me yleensä haetaan puheenjohtajuutta tai ainakin vahvaa asemaa hallitukseen.”

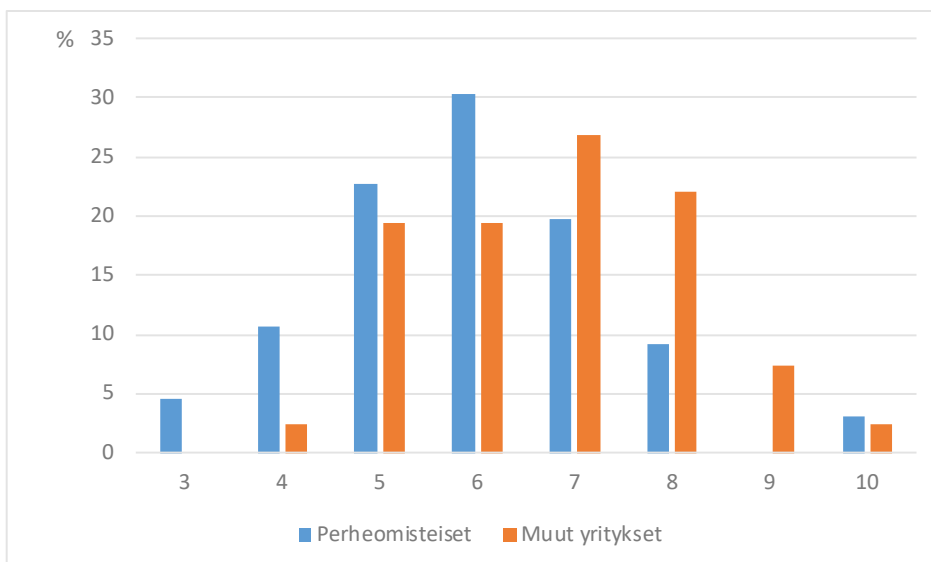
”Onhan se nyt selvää, että jos on nimitystoimikuntatyötä, niin siellä on ihmisiä erilaisilla intresseillä ja toiveilla. Ehkä sen pelin voittaa siinä nimitystyössäkin se, jolla on esittää parhaita kandidaatteja, joista pystyy sanomaan, että nämä aidosti on yhtiön eduksi ja että meillä on näin hieno ihminen tänne laittaa.”

"Mun mielestä ei ole aina järkevää, että suvun edustaja on faktisesti hallituksen puheenjohtaja. Mun mielestä on tosi vaikeaa potkia pellolle sieltä ilman, että tulee sukuriitoja.... Varsinkin, kun perhe hajaantuu, niin yleensä se tarkoittaa, että mielipiteet rupeavat jo riskiaversiteetin takia erkanemaan.... Jos puheenjohtaja haluaa ottaa enemmän riskiä, siitä tulee jossain vaiheessa back flash ja toisin päin....Ja me ei voida vaihtaa puheenjohtajaa, jos se ei tee meidän mielestä hyvää duunia, jos on suvun jäsen."

välisyys, monialaisuus ja toimialan kompleksisuus lisäävät tyypillisesti hallitusten jäsenten määrää.

Kuvasta 3 havaitsemme, että julkisesti noteerattujen perheomisteisten yritysten hallitukset ovat yleensä pienempiä kuin muiden julkisesti noteerattujen yritysten. Yleisimmin perheomisteisissa yrityksissä on kuusi hallituksen jäsentä, kun muilla yrityksillä tyypillisesti on seitsemän jäsentä. Keskimäärin perheomisteisilla yrityksillä on 5,9 jäsentä ja muilla yrityksillä 6,8 jäsentä.

Edellä esitettyjen näkökohtien lisäksi perheomisteisissa yrityksissä hallituksen rooli voi olla osaltaan toisenlainen kuin muissa yrityksissä. Usein perheenjäsenet ovat hallituksen jäsenenä tai toimivassa johdossa. Tämä voi pienentää tarvetta hallitustyöskentelylle, koska perheomistajan mahdollisuudet vaikuttaa ja valvoa yrityksen toimintaa ovat muita omistajia suuremmat. Omistajalla on oma edustajansa yrityksen ylimmässä johdossa.



Kuva 3. Perheomisteisten yritysten ja muiden yritysten hallitusten jäsenten prosentuaalinen jakauma (pystyakseli), koko vuonna 2016, ja hallitusjäsenten määrä (vaaka-akseli)

Selvityksessämme olemme käyttäneet perheomisteisten yritysten ominaisuuksien tunnistamisessa regressiomallia, jossa kontrolloimme yksittäisen yrityksen erityispiirteitä (liikevaihto, liikevaihdon kehitys, pääoman tuotto, velkaantumisaste, investointi-intensiivisyys, T&K-investointi-intensiivisyys, yrityksen ikä, osinkotuotto ja ulkomaan myynnin osuus) sekä toimialan ja omistuksen keskittyneisyyden vaikutuksia. Taulukosta 3 (taulukoiden lukuohje liitteenä) havaitsemme, ettei perheomisteisuudella ole käytännöllisesti katsottuna mitään vaikutusta hallituksen kokoon. Se, että yritys on perheomisteinen ei vaikuta siihen, kuinka monta hallitusjäsentä yrityksellä on. Sama koskee myös omistuksen keskittyneisyyttä. Sen lisääminen regressioon ei merkittävästi vaikuta perheyrittäjämuuttujan kertoimeen.

Päätelmänä toteamme, ettei perheomisteinen yritys poikkea muista yrityksistä hallituksen jäsenten lukumäärän osalta. Omistuksen keskittymisellä ei ole myöskään vaikutusta hallitusjäsenten määrään.

3.3 Diversiteetti

Hallituksen kokoonpanon diversiteetti on herättänyt viimeisen kymmenen vuoden aikana hyvin runsaasti keskustelua. Keskustelun painopiste on ollut erityisesti siinä, minkä verran naisia on yritysten hallituksissa. Tämän lisäksi diversiteettiä voidaan tarkastella muun muassa ikäjakauman ja kansainvälisyyden osalta.

Naisten prosentuaalinen osuus perheomisteisten yritysten hallituksissa on keskimäärin 23,9 % (mediaani 25,0 %), kun vastaava luku muissa yrityksissä on 26,3 % (mediaani 25,0 %). Tällä perusteella vaikuttaa siltä, että perheomisteisissa yrityksissä naisten osuus hallituksen jäsenistä olisi samalla tasolla kuin muissa yrityksissä.

Selitettävä muuttuja	Hallituksen jäsenten määrä			
	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttuja				
Selittävä muuttuja				
Perheomisteinen yritys	0,046	0,871	-0,202	0,554
Omistusrakenne				
Omistus yli 50 %			0,319	0,541
Omistus 25 % - 50 %			0,363	0,498
Omistus 10 % - 50 %			0,756	0,104
Yrityskontrollit				
Toimialakontrollit				
F-arvo	6,905	<,0001	6,138	<,0001
Korjattu R2	0,571		0,574	
N	80		80	

Taulukko 3. Hallituksen jäsenten määrään vaikuttavat tekijät vuonna 2016

Perheomisteisten yritysten hallitusten koko ei poikkea muista yrityksistä.

Selitettävä muuttuja	Naisten osuus hallituksen jäsenistä			
	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttuja				
Selittävä muuttuja				
Perheomisteinen yritys	0,033	0,353	0,022	0,606
Omistusrakenne				
Omistus yli 50 %			0,037	0,573
Omistus 25 % - 50 %			-0,020	0,772
Omistus 10 % - 50 %			0,039	0,508
Yrityskontrollit				
Toimialakontrollit				
F-arvo	1,107	0,367	1,038	0,436
Korjattu R2	0,024		0,010	
N	80		80	

Naisten osuus perheomisteisten yritysten hallituksissa ei poikkea muista yrityksistä

Taulukko 4. Naisten osuuteen hallituksen jäsenenä vaikuttavat tekijät vuonna 2016

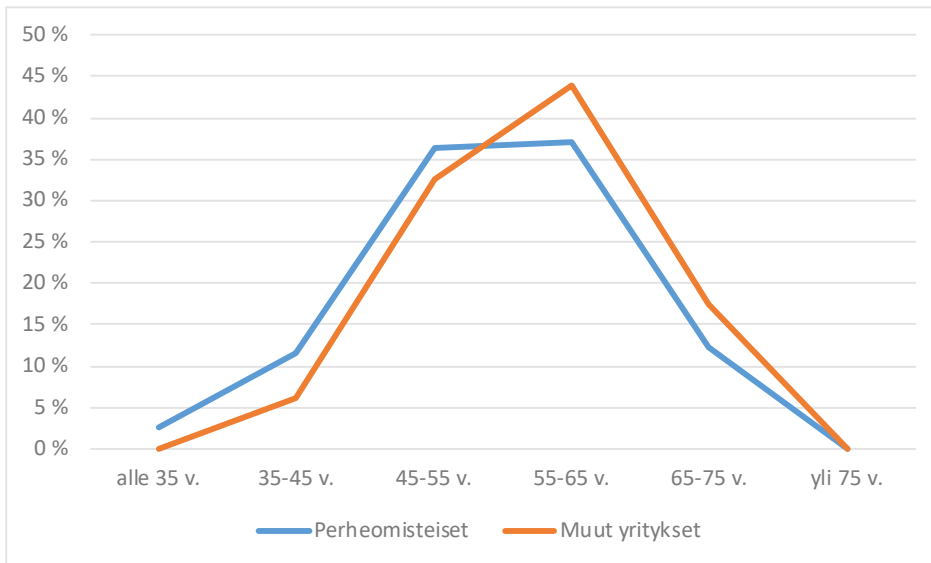
Taulukossa 4 olemme ensin kontrolloineet yritys- ja toimialakohtaiset tekijät ja sitten myös omistusrakenteen keskittyneisyyden. Regressioanalyysin perusteella havaitsimme, etteivät perheomisteiset yritykset poikkea juuri lainkaan muista yrityksistä eikä omistusrakenteen lisääminen mitenkään muuta tilannetta.

Päätelmänä toteamme, että perheomisteisissa yrityksissä on prosentuaalisesti sama määrä naisjäseniä hallituksissa kuin muissa yrityksissä.

Ikädiversiteetistä ei ole kovinkaan paljoa Suomessa keskusteltu, vaikka sillä voi olla myönteisiä vaikutuksia yrityksen menestykseen. Hallitusjäsenten keski-ikä perheomisteisten yritysten hallituksissa on 55,1 vuotta. Muissa yrityksissä keski-ikä on hieman korkeampi eli 57,7 vuotta.

Kuvassa 4 esitetään perheomisteisten yritysten ja muiden yritysten hallitusten kokoonpano ikäryhmittäin jaoteltuna 10 vuoden välein. Kuvasta havait-

”Perheyrietyksessä pitää hyväksyä se, että perheellä on enemmistö. Ja perheyrietyksessä pitää luottaa niihin, jotka käyttävät sitä valtaa. Ja valtaa käytetään paljon hallituksessa. Seuraavan sukupolven edustajia on mukana hallituksessa opettelemassa vallankäyttöä. Että se on ehkä vähän erilainen rooli, kun joillakin muilla hallituksen jäsenillä.”



Kuva 4. Hallitusjäsenien ikärakenne, perheomisteiset yritykset ja muut yritykset, vuosi 2016

Selitettävä muuttuja	Hallituksen keski-ikä			
	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttuja				
Selittävä muuttuja				
Perheomisteinen yritys	-1,875	0,083	-2,351	0,076
Omistusrakenne				
Omistus yli 50 %			0,525	0,793
Omistus 25 % - 50 %			1,073	0,600
Omistus 10 % - 50 %			1,339	0,449
Yrityskontrollit				
Toimialakontrollit				
F-arvo	1,656	0,074	1,401	0,156
Korjattu R2	0,129		0,095	
N	80		80	

Taulukko 5. Hallituksen keskimääräiseen ikään ja iän varianssiin vaikuttavat tekijät vuonna 2016

Perheomisteisten yritysten hallitukset ovat keski-ikältään nuorempia kuin muissa yrityksissä

”Viisaat perheethän miettii et missä kohtaa he ovat itse mukana, ja missä kohtaa me otetaan ammattilaisia tekemään. Ja voi olla, että jos sulla on 15 hengen perhe, niin kuinka tilastollisesti todennäköistä on, että siellä on monia hyviä edustajia. Mutta sitten, kun sulla on 80 hengen perhe... niin sitten alkaa taas olla tilastollisesti todennäköistä, että siellä on noin viisi finanssiosaajaa... ja sulla saattaa ne tilanteet vaihtua, että löytyykö meidän omasta keskuudesta joku hyvä vai ei.”

semme, että sekä perheomisteisilla yrityksillä että muilla yrityksillä suurin osa hallituksen jäsenistä on 56–65-vuotiaita. Perheomisteisilla yrityksillä heitä on 37,0 % hallitusjäsenistä ja muilla yrityksillä vastaavasti 43,8 %. Toiseksi suurin ryhmä on 46–55-vuotiaat hallitusjäsenet. Perheomisteisilla yrityksillä heitä on 36,4 % hallitusjäsenistä ja muilla yrityksillä 32,5 %. Tämän ikäisten hallitusjäsenien suhteellinen osuus perheomisteisissa yrityksissä on selkeästi alhaisempi kuin muilla yrityksillä.

Merkille pantavaa on, että perheomisteisilla yrityksillä on nuorempia hallituksen jäseniä, eli 35–45 vuotiaita ja alle 35-vuotiaita, 14,2 % kaikista hallitusjäsenistä. Muissa yrityksissä nuorempien hallitusjäsenien suhteellinen osuus jää 6,2 %. Sen sijaan yli 65-vuotiaita hallitusjäseniä on muissa yrityksissä perheomisteisiä yrityksiä enemmän.

Taulukossa 5 on analysoitu regressioanalyysin avulla tarkemmin tekijöitä, jotka vaikuttavat yritys-

Selitettävä muuttuja	Hallituksen iän varianssi			
	β		P-arvo	
Selittävä muuttuja				
Selittävä muuttuja				
Perheomisteinen yritys	1,643	0,029	1,566	0,080
Omistusrakenne				
Omistus yli 50 %			1,247	0,357
Omistus 25 % - 50 %			0,827	0,550
Omistus 10 % - 50 %			-0,425	0,721
Yrityskontrollit				
Toimialakontrollit				
F-arvo	1,753	0,053	1,664	0,065
Korjattu R2	0,145		0,148	
N	80		80	

Taulukko 6. Hallitusjäsenten iän jakaumaan vaikuttavat tekijät vuonna 2016

Perheomisteisten yritysten hallitusjäsenten ikäjakauma on laajempi kuin muissa yrityksissä

ten hallitusten keskimääräiseen ikään. Hallituksen keski-ikä osalta havaitaan, että perheomisteisilla yrityksillä on alhaisempi keski-ikä kuin muilla yrityksillä. Tämä perheomisteisten yritysten alhaisempi ikä säilyy, vaikka omistusrakenteen keskittyminen kontrolloidaan. Toisin sanoen perheomisteisilla yrityksillä on nuorempia hallitusjäseniä kuin muilla yrityksillä.

Taulukossa 6 tarkastellaan iän diversiteettiä, jota analysoidaan iän varianssin avulla. Kuten jo aiemmin kuvassa 4 havaitsimme, ikähaarukka oli laajempi perheomisteisissa yrityksissä. Tämä ilmiö on edelleen havaittavissa, vaikka yritys- ja toimialakohtaiset kontrollimuuttujat on otettu huomioon. Perheyritysmuuttujan vaikutus säilyy myös omistuksen keskittyneisyyden huomioimisen jälkeen. Näiden analyysien perusteella voimme vetää johtopäätöksen, että perheomisteisten yritysten hallituksissa ikäjakauma on laajempi kuin muissa yrityksissä. Tälle ilmiölle luonnollisena selityksenä voidaan esittää se, että perheomisteisissa yrityksissä perheenjäsenet edustavat usein eri sukupolvia lisäten näin ikädiversiteettiä. Samoin voidaan ajatella, että perheyrietykset valmistautuvat jossain vaiheessa tapahtuvaan sukupolvenvaihtoon.

Päätelmänä toteamme, että perheomisteisten hallitusjäsenten ikäjakauma on laajempi kuin muissa yrityksissä. Lisäksi perheomisteisilla yrityksillä on nuorempia hallitusjäseniä kuin muilla yrityksillä.

Hallituksen diversiteettiä tarkastellaan seuraavassa ulkomaalaisten jäsenten suhteellisenä osuutena hallituksissa. Perheomisteisissa yrityksissä ulkomaalaisia hallitusjäseniä oli keskimäärin 12,2 % ja muissa yrityksissä heitä oli 23,3 %. Tällä perusteella näyttää siltä, että perheomisteisissa yrityksissä ulkomaalaisten osuus hallituksissa on alhaisempi kuin muissa yrityksissä.

Taulukossa 7 esitettyssä regressioanalyysissä otetaan muiden tekijöiden vaikutus huomioon. Regressioanalyysin perusteella havaitaan, että ulkomaalaisten hallituksen jäsenten osuus on perheomistei-

sisissä yrityksissä alhaisempi kuin muissa yrityksissä. Tämä tulos on tilastollisesti merkitsevä, kun otetaan huomioon omistusrakenteen keskittyneisyys. Tämä voi johtua muun muassa siitä, että perheomisteisten yritysten ulkomaan myynnin osuus on pienempi kuin muilla yrityksillä. Lisäksi havaitaan, että muilla yrityksillä, joilla omistus on keskittynyt, ulkomaalaisten osuus hallitusten jäsenistä on suurempi.

Päätelmänä toteamme, että perheomisteisissa yrityksissä on vähemmän kansainvälisiä hallitusjäseniä kuin muissa yrityksissä.

”Silloin kun menin hallitukseen, niin mä pakotin, että jokaisesta intressiryhmästä tuli yksi mukaan hallitukseen. Jos kaikilla ei ole tarpeeksi edustajia suoraan primääri-informaatiolla, niin sitten siellä velloo tällöinen fake newsiin perustuva [tieto]... jolloin saatetaan tehdä omistajastrategiapuolella ihan idioottipäätöksiä, koska ei tiedetä oikeasti mikä sen firman tilanne on.”

”Me omistajina ollaan hyvin pitkälti vastuussa siitä, kun valitaan hallituksen jäseniä. Jos meillä ei omasta lähipiiristä löydy tarpeeksi osaavia ihmisiä hallitukseen, niin sitten meillä pitää olla network ja osata valita ihmisiä, jotka näkevät asiat samalla tavalla kun me. Mutta se, et on toimiva hyvä hallitus ja se on kansainvälinen, niin se on kovaa jalkatyötä.”

Selitettävä muuttuja	Ulkomaalaisten osuus hallituksen jäsenistä			
	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttuja				
Perheomisteinen yritys	-0,056	0,369	-0,161	0,027
Omistusrakenne				
Omistus yli 50 %			0,158	0,148
Omistus 25 % - 50 %			0,198	0,079
Omistus 10 % - 50 %			0,291	0,003
Yrityskontrollit				
Toimialakontrollit				
F-arvo	1,775	0,050	2,184	0,010
Korjattu R2	0,149		0,237	
N	80		80	

Taulukko 7. Hallituksen ulkomaalaisten jäsenten suhteelliseen osuuteen vaikuttavat tekijät vuonna 2016

Perheomisteisten yritysten hallitusjäsenet ovat vähemmän kansainvälisiä kuin muissa yrityksissä. Omistuksen keskittyneisyys on yleensä yhteydessä kansainvälisempään hallitukseen

Yhteenveto

- Omistajan ääni saadaan vahvasti kuulumaan hallitustyöskentelyn avulla. Perheomisteisen yrityksen hallituksen puheenjohtaja on usein perheenjäsen.
- Perheomisteinen yritys ei poikkea muista yrityksistä hallituksen jäsenten lukumäärän osalta. Niin ikään perheomisteisissa yrityksissä on prosentuaalisesti sama määrä naisjäseniä kuin muiden yritysten hallituksissa.
- Eroja löytyy hallituksista keski-ikä, iän diversiteetin ja hallitusten ulkomaisten jäsenten osuuden osalta. Perheomisteisten hallitusjäsenten ikäjakauma on laajempi kuin muissa yrityksissä. Lisäksi perheomisteisilla yrityksillä on nuorempia hallitusjäseniä kuin muilla yrityksillä. Perheomisteisissa yrityksissä on vähemmän kansainvälisiä hallitusjäseniä kuin muissa yrityksissä.

OSA 4: PALKITSEMINEN

Miten toimitusjohtajan palkitseminen perheomisteisissa yhtiöissä eroaa muista pörssiyrityksistä?

- Kiinteä palkka
- Bonukset
- Osakesidonnaiset järjestelmät
- Kokonaiskompensaatio

”Jos omistajalla on satojen miljoonien tai miljardien omaisuus, niin hänen maailmassa ei ole tärkeää saako toimitusjohtaja yksi vai kolme miljoonaa vaan se, että yhtiö menestyy... ja se näkyy myös toisin päin, jotkut omistajat ovat tarkempia rahojen suhteen.”

”Se, että on noteerattu yhtiö, tuo johdolle paineen suoriutua ja pärjätä paremmin kuin toimiala. Ja se tarjoaa sellaisia insentivointimahdollisuuksia, joita noteeraamattomassa yhtiössä ei ole.”

”Palkitsemisessa ei ole eroja yhtiöiden välillä - hallitus pyrkii maksamaan mahdollisimman vähän ja saamaan parhaan mahdollisen johdon, mutta markkina määrää.”

4. PALKITSEMINEN

Toimitusjohtajan palkitseminen

- Kiinteä palkka: hieman alhaisempi kuin muissa pörssiyrityksissä
- Bonukset: merkittävästi alhaisemmat, mikäli perheenjäsen on toimitusjohtaja. Perheen ulkopuolisen toimitusjohtajan bonus ei ole riippuvainen siitä, onko yritys perheomisteinen tai ei.
- Osakesidonnaiset kompensatiot: arvo on alhaisempi kuin muissa yhtiössä, mutta vain silloin, kun perheen omistusosuus on alle 25 prosenttia.

Kansainvälisissä tutkimuksissa on havaittu, että johdon palkitseminen on yksi avainmekanismi, jolla voidaan lieventää perheomisteisten yritysten agenttiongelmia omistajien ja johdon välillä (esim. Combs et al. 2010). Vahvalla omistajalla, kuten perheomistajalla on intressi valvoa johdon toimintaa. Johdolla saattaa olla erilaiset preferenssit esimerkiksi aikahorisontin suhteen. Tutkimuksissa on havaittu, että lyhytjänteinen, nopeita tuottoja hakeva johtaja ei välttämättä ole kiinnostunut perheomistajien pitkäjänteisestä aikahorisontista (Kappes & Schmid, 2013). Agenttiongelmia voidaan pienentää suunnittelemalla palkitsemisjärjestelmät niin, että johdon ja omistajien intressit yhtenevät (esim. Jensen & Murphy, 1990). Larcker (1983) on tutkimuksessaan esittänyt, että johdon aikahorisonttia voidaan pidentää suosimalla sellaisia palkitsemisen keinoja, jotka kannustavat pitkäaikaisiin hankkeisiin. Tällöin johtaja hyötyy myöhemmin toteutuvista palkkioista, mikä motivoi toimimaan pitkäjänteisesti. Tämä on myös perheomistajien edun mukaista.

Useat tutkimukset viittaavat siihen, että perheomistajilla on taipumus hillitä toimitusjohtajan kompensatiota. Croci et al. (2012) havaitsivat laajassa Manner-Eurooppaa koskevassa tutkimuksessaan, että perheen kontrollilla on hillitsevä vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskompensatioon, rahapalkkaan ja osittain osakepohjaiseen kompensatioon. Myös Gomez-Mejia et al. (2003) sekä Carrasco-Hernandez & Sanchez-Marin (2007) havaitsivat, että perheomisteisissa yrityksissä perheeseen kuuluva toimitusjohtaja saa vähemmän kokonaiskompensatiota kuin ulkopuolinen ammattijohtaja. Vastineeksi perheeseen kuuluva toimitusjohtaja suojautuu henkilökohtaisel-

ta riskiltä perhesiteiden vuoksi. Combs et al. (2010) toivat esiin samansuuntaisia tuloksia. Perheenjäsen ylimmässä johdossa hyväksyy alhaisemman kompensatian, kun taas ulkopuolinen johtaja vaatii enemmän kompensatiota riskin kantamiseksi.

Tutkimuksissa on havaittu, että kompensatian taso on kuitenkin riippuvainen perheenjäsenen määrästä yrityksen hallinnossa, mikäli toimitusjohtaja kuuluu perheeseen. Kompensatio on sitä matalampi, mitä useampi perheenjäsen on yrityksen hallinnossa mukana. Mikäli perheenjäsen on toimitusjohtaja ja samalla ainut perheenjäsen yrityksen toiminnassa, kompensatian taso on suurempi (Combs et al., 2010).

Vaikka suuri osa tutkimuksista viittaa siihen, etteivät perheet käytä palkitsemista vähentääkseen vähemmistöosakkeenomistajien varallisuutta, myös toisenlaisia tutkimustuloksia on esiintynyt. Esimerkiksi Barontini ja Bozzi (2018) esittävät, että italialaiset perheomisteiset yritykset palkitsevat runsaammin toimitusjohtajia ja etenkin, jos he kuuluvat perheeseen. Tutkijoiden mukaan ylipalkitsemisella halutaan ostaa toimitusjohtajan lojaalisuus. Edellä mainittu tilanne viittaa myös johdon valta -teoriaan, jossa toimitusjohtaja voi vaikuttaa omiin palkitsemisjärjestelyihin (Gomez-Mejia et al. 2003).

Erilaiset tutkimustulokset ja niiden vähäinen määrä vaikeuttavat yleisten johtopäätösten tekemistä perheomisteisten yritysten palkitsemiskäytännöistä. Tulosten eroavaisuuksiin perheyrittäjä tutkimusten kentässä on katsottu vaikuttavan muun muassa perheyrittäjän määritys, maantieteellinen sijainti, toimiala ja taloudellisten olosuhteiden vaihtelu (Amit & Villalonga, 2014). Tämän vuoksi on tärkeää tutkia perheomisteisia yrityksiä niiden omassa kontekstissa.

4.1 Palkkavertailu

Seuraavassa osiossa vertaillaan perheomisteisten yritysten ja muiden yritysten palkkoja vuosina 2007–2016. Tiedot on kerätty yritysten vuosikertomuksista ja kotisivuilta. Ensin tarkastellaan kiinteitä palkkoja, sen jälkeen bonuksia ja osakesidonnaisia järjestelmiä ja lopuksi palkitsemisen kokonaisuutta. Tarkastelu etenee siten, että ensin kuvaillaan ilmiö, sen jälkeen tehdään vertailu regressioanalyysin avulla ja lopuksi esitetään yhteenveto havainnoista sekä tuodaan esille mahdollisia uusia näkökulmia palkitsemisen yhtäläisyyksiin ja erilaisuuksiin.

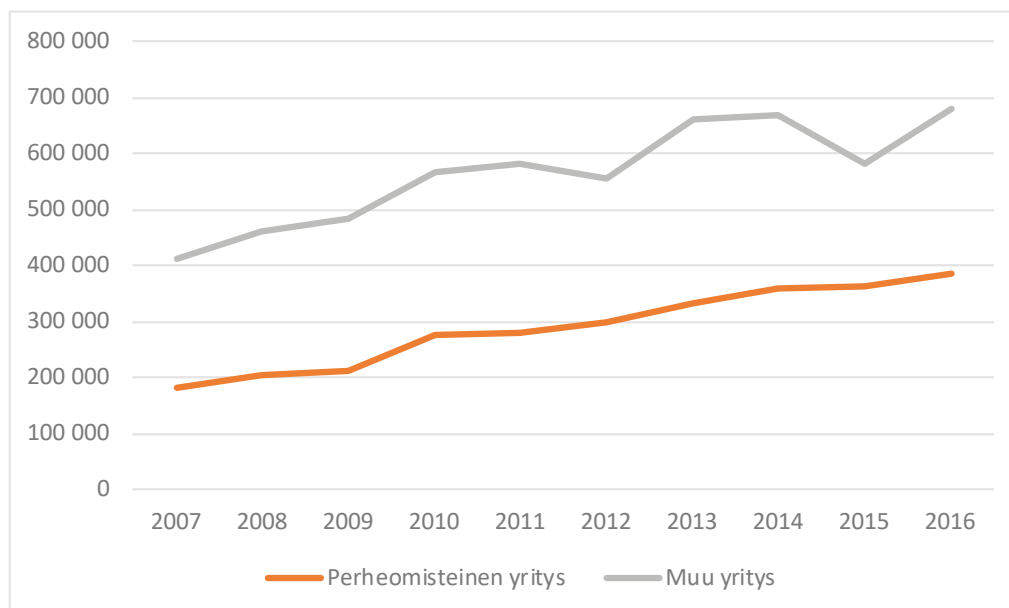
Taulukko 8 antaa yleiskuvan toimitusjohtajan palkan kehityksestä yli ajan ja vertaillen perheomisteisia yrityksiä muihin yrityksiin. Taulukon 8 perusteella havaitaan, että perheomisteisten yritysten toimitus-

Kaikki yritykset	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Kiinteä palkka, keskiarvo, €	278 900	310 467	318 230	386 458	392 492	399 047	457 184	474 979	461 259	512 725
Bonukset, keskiarvo, €	73 726	52 814	68 324	77 125	111 718	85 414	92 286	112 146	123 963	142 712
Osakesidonnaiset, keskiarvo, €	234 075	138 325	120 751	213 483	144 560	123 007	133 904	157 806	229 926	280 042
Kokonaispalkka, keskiarvo, €	612 305	618 075	577 240	764 588	745 167	602 063	960 888	738 207	834 370	902 832
Perheyrietykset	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Kiinteä palkka, keskiarvo, €	179 942	203 068	210 545	277 186	279 279	299 250	331 440	360 489	361 217	386 359
Bonukset, keskiarvo, €	37 387	36 452	37 182	52 290	81 559	67 226	54 689	82 820	73 145	96 894
Osakesidonnaiset, keskiarvo, €	76 719	46 453	37 347	101 147	83 977	61 227	94 058	89 052	163 830	143 178
Kokonaispalkka, keskiarvo, €	428 142	467 193	419 520	508 043	547 302	467 736	534 994	574 195	666 243	636 208
Muut yritykset	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Kiinteä palkka, keskiarvo, €	412 189	462 227	483 514	567 691	582 123	554 828	661 518	668 732	582 144	680 298
Bonukset, keskiarvo, €	122 674	75 934	116 123	118 315	162 235	113 804	153 381	161 774	185 369	203 471
Osakesidonnaiset, keskiarvo, €	446 025	268 145	248 766	399 798	246 036	219 445	198 654	274 159	309 791	461 536
Kokonaispalkka, keskiarvo, €	853 471	820 478	805 936	1 159 274	1 073 208	810 270	1 621 024	1 007 354	1 034 021	1 256 399
Perheyrietykset vs. muut yritykset	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Kiinteä palkka, %	44 %	44 %	44 %	49 %	48 %	54 %	50 %	54 %	62 %	57 %
Bonukset, %	30 %	48 %	32 %	44 %	50 %	59 %	36 %	51 %	39 %	48 %
Osakesidonnainen palkka, %	17 %	17 %	15 %	25 %	34 %	28 %	47 %	32 %	53 %	31 %
Kokonaispalkka, %	50 %	57 %	52 %	44 %	51 %	58 %	33 %	57 %	64 %	51 %

Taulukko 8. Perheomisteisten yritysten ja muiden yritysten toimitusjohtajien palkat vuosina 2007-2016

johtajien palkat ovat kauttaaltaan alhaisemmat kuin muiden yritysten toimitusjohtajien palkat. Perheomisteisten yritysten kiinteä palkka on ollut keskimäärin 44–62 % muiden yritysten toimitusjohtajien kiinteästä palkasta. Kun verrataan bonuksia, palkkaero on hieman suurempi. Perheomisteisten yritysten bonukset olivat keskimäärin 30–59 prosenttia muiden yritysten vastaavista bonuksista. Mikäli tarkastellaan toimitusjohtajan saamia osakesidonnaisia kannustimia, perheomisteisten yritysten toimitusjohtajien osakesidonnaiset kompensatiot ovat keskimäärin

17–53 prosenttia muiden yritysten vastaavista kompensatioista. Perheomisteisten yritysten toimitusjohtajien kokonaispalkat ovat olleet hieman yli puolet muiden yritysten toimitusjohtajien kokonaispalkoista. Nämä havainnot viittaisivat siihen, että perheomisteisten yritysten toimitusjohtajille maksetaan huomattavasti alhaisempaa palkkaa kuin muiden yritysten toimitusjohtajille. Tämä palkkaero korostuu, kun otetaan huomioon bonukset. Ero kasvaa entisestään, kun otetaan huomioon myös saadut osakesidonnaiset kannustimet.



Kuva 5. Kiinteä palkka keskimäärin perheomisteisissä ja muissa yrityksissä

4.2 Kiinteä palkka

Kiinteä palkka käsittää tässä analyysissä kaikki ne palkan osat, jotka eivät lähtökohtaisesti muutu suoritusperusteisesti. Näitä eriä ovat kuukausipalkka, luontoisedut ja eläkemaksut. Kuvan 5 perusteella kiinteä palkka on ollut selkeästi alhaisempi perheomisteisissa yrityksissä kuin muissa yrityksissä.

Koska palkkoihin vaikuttaa moni tekijä, tulee eri tekijöiden vaikutukset ottaa mahdollisimman hyvin huomioon, jotta vältytään virhepäätelmiltä. Taulukossa 9 esitetään regressioanalyysin tulokset kontrolloiden yrityskohtaiset tekijät (liikevaihto, liikevaihdon kehitys, pääoman tuotto, velkaantumistaso, investointi-intensiivisyys, T&K-intensiivisyys, osinkotuotto ja ulkomaan myynnin osuus), toimiala ja vuodet. (Ks. liite 1.)

Regressioanalyysissä havaitaan (ks. liite 2), että perheomisteisen yrityksen toimitusjohtajalle maksetaan hieman alhaisempaa kiinteää palkkaa. Tulos on hyvin merkitsevä, kun perheeseen ja omistamiseen liittyviä muita tekijöitä ei kontrolloida. Kun otetaan huomioon, että perheenjäsen on toimitusjohtaja ja omistusrakenteen keskittyminen, ei perheomisteisen yrityksen ulkopuoliselle toimitusjohtajalle makseta juurikaan alhaisempaa palkkaa. Kun lisäksi otetaan huomioon perheomistuksen keskittyneisyys, havai-

taan, että perheomisteisuuden ollessa 25–50 prosentissa, kiinteä palkka on alhaisemmalla tasolla.

Päätelmänä toteamme, että perheomisteisen yrityksen toimitusjohtajalle maksetaan muihin yrityksiin verrattuna hieman alhaisempaa kiinteää palkkaa. Muun kuin perheenjäsenen toimiessa toimitusjohtajana, kiinteässä palkassa ei ole juurikaan eroa muihin yrityksiin verrattuna, paitsi silloin kun perhe omistaa 25–50 %.

”Meillähän on sinänsä ihan hyvät palkat ylimmällä johdolla... ja liikkuvan osuuden lisääntyminen on ollut jatkuva trendi, niin kauan kun mä olen ollut mukana... ja muuttuva palkanosa lisääntyy ja on lisääntynyt niin kauan kun mä muistan.”

”Sillä on iso merkitys, kun on oma nahka pelissä koko ajan. Eikä tule sellaista lyhytaikaista manipulointitarvetta, että saat jonkun bonuksen laukeamaan.”

Selittävä muuttuja	Ln(Kiinteä palkka)					
	β	P-arvo	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttuja						
Perheomisteinen yritys	-0,143	<,0001	-0,060	0,149		
Perheomistus yli 50 %					0,037	0,646
Perheomistus 25 % - 50 %					-0,231	0,002
Perheomistus 10 % - 25 %					-0,021	0,690
Toimitusjohtaja						
Perheenjäsen			-0,319	<,0001	-0,327	<,0001
Omistusrakennekontrolli						
Omistus yli 50 %			-0,157	0,004	-0,226	0,002
Omistus 25 % - 50 %			-0,068	0,209	0,049	0,477
Omistus 10 % - 25 %			-0,094	0,054	-0,123	0,026
Yrityskontrollit		Kyllä		Kyllä		Kyllä
Toimialakontrollit		Kyllä		Kyllä		Kyllä
Vuosikontrollit		Kyllä		Kyllä		Kyllä
F-arvo	55,378	<,0001	52,985	<,0001	50,472	<,0001
Korjattu R ²	0,675		0,695		0,698	
N	707		707		707	

Taulukko 9. Toimitusjohtajien kiinteän palkan selittävät tekijät vuosina 2007–2016.

Perheomisteisen yrityksen toimitusjohtajalle maksetaan muihin yrityksiin verrattuna hieman alhaisempaa kiinteää palkkaa. Muun kuin perheenjäsenen toimiessa toimitusjohtajana, kiinteässä palkassa ei ole juurikaan eroa muihin yrityksiin verrattuna, paitsi silloin kun perhe omistaa 25–50 %.

”Lähtökohtaisesti me ajatellaan, että [palkitseminen] on sidottu selvästi suoritukseen, kuten EBITiin...ei koskaan pörssikurssiin, johon joku muu tekijä voi vaikuttaa...performanssin mukaan maksetaan...mutta että määrittäisi sen oikein...se on tosi vaikeaa.”

”[Palkitsemisen näkökulmasta] perheomisteinen pörssiyhtiö on mun mielestä terveempi ja turvallisempi yhtiön sijoittajille, koska omistajan intressi on katsoa kustannuksia, että ne ei lähde laukalle.”

4.3 Bonukset

Toimitusjohtajan saamat bonukset ovat muuttuva palkanosa, jonka yritys maksaa rahana suoritusperusteisesti. Bonukset voidaan saada joko yksittäisen vuoden tai useamman vuoden suoritusten perusteella. Taulukossa 8 kuvattiin bonusten kehitystä yli ajan sekä perheomisteisissa yrityksissä että muissa yrityksissä. Lisäksi taulukossa esitettiin, kuinka monta prosenttia perheyrittäjien toimitusjohtajan bonukset ovat suhteessa muiden yritysten toimitusjohtajan bonukseen keskimäärin. Perheomisteisten yritysten samoin kuin muiden yritysten bonusten osalta havaitaan, että bonukset ovat kasvaneet vuosien saatossa. Samoin havaitaan, että perheomisteisten yritysten toimitusjohtajien bonukset ovat huomattavasti alhaisemmat kuin muiden yritysten.

Taulukossa 10 esitetään regressioanalyysi toimitusjohtajien saamista bonuksista kontrolloiden yritys-, toimiala- ja vuositekijät. Ensimmäisen regressioon perusteella tulokset viittaavat vahvasti siihen, että perheomisteisten yritysten toimitusjohtajille maksetaan selkeästi alhaisempia bonuksia kuin muille yrityksille. Tämä havainto tukee edellä esitettyä kuvailevaa tarkastelua. Toisessa regressioanalyysissä kontrolloidaan omistuksen keskittyneisyys sekä otetaan huomioon se, onko perheenjäsen toimitusjohtaja. Näiden sisällyttäminen regressioanalyysiin muuttaa merkittävästi perheyrittäjämuuttujan vaikutusta. Vaikuttaa vahvasti siltä, että mitä keskittyneempää omistus on, sitä alhaisemmat ovat maksetut bonukset ja erityisen alhaisia ne ovat etenkin perheenjäsenien kohdalla.

Tulosten perusteella voi päätellä, että perheyrittäjällä sinänsä ei ole merkitystä bonusten suuruuteen vaan sillä, että perheenjäsen toimii perheomisteisen yrityksen toimitusjohtajana. Sen sijaan se, että joku perheen ulkopuolinen on perheomisteisen yrityksen toimitusjohtajana, ei pienennä hänen bonustensa suuruutta. Tätä havaintoa voi selittää sillä, että perheenjäsen saa taloudellisen hyvinvointinsa erityisesti omistuksen avulla, erityisesti osinkotuottoina. Perheenjäsenen toimiessa toimitusjohtajana, hän ei tarvitse bonuspohjaisia taloudellisia kannustimia.

Päätelmänä toteamme, että perheomisteisissa yrityksissä bonukset ovat merkittävästi alhaisemmat, mikäli perheenjäsen on toimitusjohtaja. Perheen ulkopuolisen toimitusjohtajan bonus ei sitä vastoin ole riippuvainen siitä, onko yritys perheomisteinen tai ei.

4.4 Osakesidonnaiset järjestelmät

Osakesidonnaisilla järjestelmillä tarkoitetaan tässä yhteydessä toimitusjohtajan saamia osakkeita ja työsuhdeoptioita. Nämä järjestelmät on arvotettu markkinahintaan tai teoreettiseen laskennalliseen hintaan markkinahintojen ja -historian perusteella. Edellä taulukossa 8 esitettiin osakesidonnaisten järjestelmien keskimääräiset arvot vuosina 2007–2016 perheyrittäjien ja muiden yritysten osalta. Taulukosta ensinnäkin havaitaan, että perheomisteisissa yrityksissä osakesidonnaisten järjestelmien arvot ovat merkittävästi alhaisemmalla tasolla kuin muissa yrityksissä. Toiseksi havaitaan, että perheomisteisissa yrityksissä osakesidonnaisten palkitsemisjärjestelmien osuus palkitsemisesta on merkittävästi kasvanut. Vastaavaa kehitystä ei ole samalla tavalla havaittavissa muiden yritysten osalta.

”Totta kai meidän kannustinjärjestelmät pitää rakentaa sellaisiksi, että ne kannustavat riskinottoon ja pitkäjänteisyyteen...mutta toinen [osa kannustinjärjestelmää] on keskustelut, tukeminen, rohkaiseminen. Henkisen tuen tuominen, että anna mennä vaan. Ja usein mä olen semmoisessa tilanteessa, että muakin pelottaa. Varsinkin, kun mulla on rahat tässä kiinni. Mutta mä ymmärrän, että mun on pakko tehdä se. Että mun on otettava toimitusjohtajalta sitä painetta pois, koska CEO:n duuni on ihan helvetin vaikea duuni.”

Perheomisteisissa yrityksissä bonukset ovat merkittävästi alhaisemmat, mikäli perheenjäsen on toimitusjohtaja. Perheen ulkopuolisen toimitusjohtajan bonus ei ole riippuvainen siitä, onko yritys perheomisteinen tai ei.

Selittävä muuttuja	Ln(Bonukset)						
	β	P-arvo	β	P-arvo	β	P-arvo	
Selittävä muuttuja							
Perheomisteinen yritys	-1,278	0,001	-0,472	0,315			
Perheomistus yli 50 %					-1,193	0,197	
Perheomistus 25 % - 50 %					-1,214	0,158	
Perheomistus 10 % - 25 %					0,128	0,834	
Toimitusjohtaja							
Perheenjäsen			-2,715	<,0001	-2,715	<,0001	
Omistusrakennekontrolli							
Omistus yli 50 %			-1,641	0,009	-1,127	0,191	
Omistus 25 % - 50 %			-1,195	0,054	-0,626	0,450	
Omistus 10 % - 25 %			-0,462	0,415	-0,910	0,155	
Yrityskontrollit		Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Toimialakontrollit		Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosikontrollit		Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo		21,528	<,0001	20,827	<,0001	19,642	<,0001
Korjattu R ²		0,396		0,421		0,421	
N		845		845		845	

Taulukko 10:
Toimitusjohtajien
bonusten selittävät
tekijät vuosina
2007–2016.

Taulukossa 11 esitetään regressioanalyysin tulokset, jossa selitetään osakesidonnaisten järjestelmien arvoa. Taulukon ensimmäisessä regressiossa on sisällytetty perheomistusta kuvaava muuttuja. Tulosten perusteella havaitaan, että perheomisteisten yritysten osakesidonnaisten järjestelmien arvo on alhaisempi kuin muilla yrityksillä. Toisessa regressiossa kontrolloidaan lisäksi omistuksen keskittyneisyys sekä se, onko perheenjäsen toimitusjohtajana. Näiden sisällyttämisen jälkeen havaitaan, että perheyriyten toimitusjohtajien saamat osakesidonnaiset järjestelmät ovat edelleen arvoltaan alhaisempia kuin muiden yritysten. Perheen jäsenen toimitusjohtajuudella tai omistuksen keskittyneisyydellä ei ole vaikutusta osakesidonnaisten järjestelmien arvoon. Kun omistuksen keskittyneisyys perheomisteisten yritysten osalta jaetaan kolmeen osaan, havaitaan, että erityisesti niissä yrityksissä, joissa perheen omistusosuus on alhainen (10–25 %), osakesidonnaisten järjestelmien käyttö on vähäisempää. Tämä voi liittyä siihen, että näillä yhtiöillä perheen omistusosuus ja valta-asema alkavat olla uhattuina, eikä omistusta haluta enempää laimentaa.

”Yleensä pörssiyritysten johto on rosvoja – nehän käy omistajan taskuilla ihan sumeilematta. Ja siinä paikassa hallituksen ja omistajien pitää saada ääni kuuluviin.”

”Johdon palkkauksessa joustavuus, kilpailukykyisyys ja tilanteen mukainen perusteltavuus ovat meille tärkeitä elementtejä.”

Päätelmänä esitämme, että perheomisteisissa yrityksissä osakesidonnaisten kompensatioiden arvo on alhaisempi kuin muissa yhtiöissä, mutta vain silloin kun perheen omistusosuus on alle 25 %. Tällöin osakesidonnaisten kompensatiojärjestelmien käyttö on vähäisempää muihin yrityksiin verrattuna.

Perheomisteisissa yrityksissä osakesidonnaisten kompensatioiden arvo on alhaisempi kuin muissa yrityksissä, mutta vain silloin kun perheen omistusosuus on alle 25 %.

Selittävä muuttuja	Ln(Osakesidonnaiset)					
	β	P-arvo	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttuja						
Perheomisteinen yritys	-2,513	<,0001	-2,611	<,0001		
Perheomistus yli 50 %					0,319	0,754
Perheomistus 25 % - 50 %					-0,205	0,828
Perheomistus 10 % - 25 %					-4,776	0,000
Toimitusjohtaja						
Perheenjäsen			-0,039	0,956	-0,703	0,331
Omistusrakennekontrolli						
Omistus yli 50 %			-0,623	0,376	-2,725	0,004
Omistus 25 % - 50 %			0,204	0,768	-1,641	0,072
Omistus 10 % - 25 %			0,687	0,278	2,305	0,001
Yrityskontrollit		Kyllä		Kyllä		Kyllä
Toimialakontrollit		Kyllä		Kyllä		Kyllä
Vuosikontrollit		Kyllä		Kyllä		Kyllä
F-arvo	13,214	<,0001	11,776	<,0001	12,136	<,0001
Korjattu R ²	0,281		0,283		0,303	
N	845		845		865	

Taulukko 11.
Toimitusjohtajien osakesidonnaisen järjestelmien arvon selittävät tekijät vuosina 2007–2016.

Selittävä muuttuja	Ln(Kokonaiskompensaatio)					
	β	P-arvo	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttuja						
Perheomisteinen yritys	-1,193	<,0001	-0,900	0,015		
Perheomistus yli 50 %					-0,086	0,906
Perheomistus 25 % - 50 %					-3,037	<,0001
Perheomistus 10 % - 25 %					-0,264	0,577
Toimitusjohtaja						
Perheenjäsen			0,005	0,993	-0,060	0,913
Omistusrakennekontrolli						
Omistus yli 50 %			-0,175	0,724	-0,773	0,250
Omistus 25 % - 50 %			-1,309	0,007	0,283	0,661
Omistus 10 % - 25 %			-0,237	0,594	-0,682	0,165
Yrityskontrollit		Kyllä		Kyllä		Kyllä
Toimialakontrollit		Kyllä		Kyllä		Kyllä
Vuosikontrollit		Kyllä		Kyllä		Kyllä
F-arvo	13,323	<,0001	12,160	<,0001	12,050	<,0001
Korjattu R ²	0,296		0,304		0,315	
N	792		792		792	

Taulukko 12.
Toimitusjohtajien kokonaiskompensaatiota selittävät tekijät vuosina 2007–2016.

Perheomisteisissa yrityksissä kokonaiskompensaatio on alhaisempi kuin muissa yrityksissä erityisesti silloin, kun perheen omistus on 25–50 %.

4.5 Kokonaiskompensaatio

Kokonaiskompensaatio saadaan, kun lasketaan yhteen kiinteä palkka, bonukset ja osakesidonnaiset palkkiot. Aiemmin taulukossa 8 esitettiin, että perheomisteisten yritysten toimitusjohtajilla on alhaisempi kokonaiskompensaation taso kuin muiden yritysten toimitusjohtajilla. Ero taulukon 8 kuvailevien havaintojen perusteella on huomattava; perheomisteisten yritysten toimitusjohtajien yltäessä keskimäärin vain noin puoleen muiden yritysten palkkatasosta. Taulukossa 12 tarkastellaan regressioanalyysissä kokonaiskompensaatiota ottaen huomioon yritys- ja toimialakohtaisia eroavuuksia ja sekä kompensaa- tion ajallinen kehitys. Ensimmäisessä regressiossa perheyritysmuuttuja saa hyvin merkitsevän negatiivisen kertoimen viitaten siihen, että perheomisteisten yritysten kokonaiskompensaatio on alhaisempi kuin muilla yrityksillä.

Toisessa regressiossa lisätään muuttujiksi omistusrakenteen keskittyneisyys ja se, että perheenjäsen on toimitusjohtaja. Näiden muuttujien lisäämisen jälkeen havaitaan, että perheyritysmuuttujalla on

edelleen negatiivinen vaikutus toimitusjohtajan kokonaiskompensaatioon. Osittain vaikutus on siirtynyt omistuksen keskittyneisyyttä mittaaviin muuttujiin. Hieman yllättäen perheenjäsenen ollessa toimitusjohtajana, kokonaiskompensaatio ei ole alhaisempi.

Kolmannessa regressiossa jaetaan perheomistusta kuvaava muuttuja kolmeen osaan sen mukaan, miten suuri perheen omistus on. Tämän muuttujan osalta havaitaan, että kokonaispalkitsemisen taso on alhaisimmillaan silloin kun perheen omistusosuus on 25–50 %. Myös muut kertoimet ovat negatiivisia mutta vain marginaalisesti.

Johtopäätöksenä voimme esittää, että perheomisteisten yritysten toimitusjohtajille maksetaan alhaisempaa palkkaa kuin muille yrityksille. Tämä pätee kiinteään palkkaan, osakesidonnaisiin järjestelmiin ja kokonaispalkitsemiseen. Lisäksi bonuksia maksetaan selkeästi vähemmän, kun perheenjäsen toimii toimitusjohtajana.

Yhteenveto

- Perheomisteisen yrityksen toimitusjohtajalle maksetaan muihin yrityksiin verrattuna hieman alhaisempaa kiinteää palkkaa.
- Muun kuin perheenjäsenen toimiessa toimitusjohtajana, kiinteässä palkassa ei ole juurikaan eroa muihin yritykseen verrattuna.
- Perheenjäsenen toimiessa toimitusjohtajana bonukset ovat alhaisemmat. Perheen ulkopuolisen toimitusjohtajan bonus ei sitä vastoin ole riippuvainen siitä, onko yritys perheomisteinen tai ei.
- Perheomisteisissa yrityksissä osakesidonnaisten kompensatioiden arvo on alhaisempi kuin muissa yhtiössä. Perheomisteisissa yrityksissä, joissa perheen omistusosuus on alle 25 %, osakesidonnaisten kompensatiojärjestelmien käyttö on vähäisempää muihin yritykseen verrattuna.
- Kaikkiaan voidaan todeta, että perheomisteisten yritysten toimitusjohtajille maksetaan alhaisempaa palkkaa kuin muille yrityksille. Tämä pätee kiinteään palkkaan, osakesidonnaisiin järjestelmiin ja kokonaispalkitsemiseen. Lisäksi bonuksia maksetaan perheen jäsenen toimiessa toimitusjohtajana, selkeästi vähemmän kuin muille.

OSA 5: TOIMINTA

Miten perheomisteisten yhtiöiden liiketoiminta vertautuu muihin pörssiyrityksiin?

- Liikevaihto
- Velkaantumisaste
- Investoinnit
- Tutkimus ja tuotekehitys
- Ulkomaan myynti

”Suomen ydinongelma on tällä hetkellä orgaaninen kasvu omien innovaatioitten kautta. Ja meillä varmaan on osaamista ja tuotekehitystä, mutta meiltä puuttuu innovaattorityyppinen osaaminen.”

”Me ollaan päästy pitkälle siitä, ettei kukaan, tai ainakin harva yritysjohto menee enää siihen halpaan, että ne ajattelee, että ainahan me voidaan tehdä osakeantia ja omistajat maksaa. Että siis omistajan raha on ihan kauhean kallista rahaa.”

”Sun on pakko kansainvälistyä ja maailma on sun markkina. Tänä päivänä sä pystyt sen tekemään tosi paljon helpommin.”

5. LIIKETOIMINTA

Liiketoiminta verrattuna muihin pörssiyrityksiin

- Pienempi liikevaihto
- Vähemmän panostuksia tutkimukseen ja tuotekehitykseen
- Vähemmän myyntiä ulkomaille
- Ei eroa velkaantumisen osalta

Tässä kappaleessa kuvataan, vertaillaan ja tulkitaan julkisesti noteerattujen suomalaisten perheomisteisten yritysten liiketoimintaa keskeisten mittareiden avulla. Lisäksi niitä verrataan muihin julkisesti noteerattuihin yrityksiin. Tämän jälkeen regressioanalyysin avulla pyritään selittämään eroavuuksia. Liitteessä 1 kuvataan tutkimusmenetelmiä ja Liitteessä 2 esitetään regressiotulosten lukuohjeet. Lisäksi esitämme tulkintoja tutkimushavainnoillemme. Liiketoimintaa tarkastellaan yritysten liikevaihdon, velkaantumisen, käyttöomaisuusinvestointien, tutkimus- ja tuotekehityksen sekä ulkomaan myynnin avulla.

Taulukko 13 esittää vertailun perheomisteisten yritysten ja muiden yritysten liiketoimintojen välillä. Tilastollisesti merkitseviä eroja on yritysten liikevaihdon, velkaantumisen, osinkotuoton ja ulkomaan myynnin suhteellisessa osuudessa. Taulukosta havaitaan muun muassa, että perheomisteiset yritykset ovat liikevaihdoltaan reilun viidesosan kokoisia muihin yrityksiin verrattuna. Perheomisteiset yritykset ovat puolestaan hieman velkaantuneempia kuin muut yritykset. Velkaantumisaste on ollut muissa yrityksissä keskimäärin 23 %, kun perheomisteisissa yrityksissä se on 28 %. Perheomisteisten yritysten myynnistä ulkomaankaupan osuus on keskimäärin selkeästi alhaisempi. Muilla yrityksillä se on 61 % ja perheomisteisilla yrityksillä 43 %. Sen sijaan merkit-

seviä eroavuuksia ei ole investointi- eikä tutkimus- ja kehityksintensiivisuuden tai yrityksen iän suhteen. Tilastollisen merkitsevyyden puutteeseen vaikuttaa osin se, että tunnuslukujen vaihteluväli on hyvin suuri.

5.1 Liikevaihto

Kansainväliset tutkimukset viittaavat siihen, että perheomisteisten yritysten mahdollisuudet kasvaa ovat muita yrityksiä rajallisemmat. Tämä johtuu osin siitä, että perheomisteiset yritykset eivät ole yhtä aktiivisia yrityskauppamarkkinoilla. Perheomisteisten yritysten kasvaminen tapahtuu usein orgaanisesti. Yrityskaupat ovat harvinaisempia kuin muissa yrityksissä. Tämä sellaisenaan voi heikentää perheomisteisten yritysten kasvunopeutta. Caprio et al. (2011) tutkimukset tukevat tätä ajatusta. He havaitsivat manereurooppalaisella yrityskauppa-aineistolla, että perheomisteisuus pienentää todennäköisyyttä tehdä yrityskauppoja. Tämä korostuu erityisesti silloin, kun perheellä on vain niukka valta-asema ja perheen mahdollisuudet hallita yritystä heikkenisivät yrityskaupan myötä.

Erot yritysten liikevaihdon määrässä voivat johtua siitä, että Suomen osakemarkkinat ovat verraten kehittyneitä. Perheomisteinen yritystoiminta on niissä maissa, joissa vähemmistöosakkeenomistajien suoja on puutteellinen - joko heikon lainsäädännön tai lain täytäntöönpanon vuoksi - lähes ainoa toimiva omistusmuoto. Tämän lisäksi maissa, joissa pääomaa ei ole päässyt kertymään, perheomisteisuudelle ei ole selkeää vaihtoehtoa, koska ulkopuolista oman pääoman rahoittajaa ei ole tarjolla (Shleifer ja Vishny, 1997). Franks et al. (2012) havaitsivatkin, että kehittyneillä rahoitusmarkkinoilla, joilla on korkeatasoinen vähemmistöosakkeenomistajan suoja ja toimivat yrityskauppamarkkinat, perheomisteiset yritykset kehittyvät vähitellen laajaomisteisiksi yrityksiksi toisin kuin niillä rahoitusmarkkinoilla, joilla kyseinen suoja on heikolla tasolla.

Yrityksen liikevaihtoa koskeva regressioanalyysi on esitetty taulukossa 14. Ensimmäisessä regressiossa on mukana perheyrittymuuttuja sekä yritys-, toimiala- ja vuosikontrollimuuttujat. Yrityskontrolli

Muuttuja	Kaikki yritykset				Perheomisteiset yritykset	Muut yritykset	t-testi
	Havaintoja	Keskiarvo	Mediaani	Keskiahajonta			
Liikevaihto (miljoonaa €)	1079	1 497	247	3 991	608	2 823	-9,28
Velkaantumisaste (%)	1058	26,1	26,2	45,9	28,0	23,3	1,65
Investoinnit/taseen loppusumma (%)	1078	4,38	2,98	4,90	4,32	4,46	-0,46
T&K/taseen loppusumma (%)	866	0,052	0,017	0,139	0,050	0,054	-0,50
Yrityksen ikä (vuosia)	1079	59	44	52	61	58	-0,83
Ulkomaan myynnin osuus (%)	1025	50,2	49,4	96,8	43,0	60,5	-2,87

Taulukko 13. Yritysten liiketoiminnalliset mittarit keskimäärin vuosina 2007–2016

Selittävä muuttuja	Ln(liikevaihto)					
	β	P-arvo	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttuja						
Perheomisteinen yritys	-1,195	<,0001	-1,442	<,0001		
Perheomistus yli 50 %					-1,520	<,0001
Perheomistus 25 % - 50 %					-2,429	<,0001
Perheomistus 10 % - 25 %					-0,851	<,0001
Omistusrakennekontrolli						
Omistus yli 50 %			0,345	0,124	0,385	0,202
Omistus 25 % - 50 %			0,606	0,007	1,362	0,000
Omistus 10 % - 25 %			0,671	0,001	0,266	0,254
Yrityskontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Toimialakontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosikontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo	16,247	<,0001	14,816	<,0001	14,632	<,0001
Korjattu R ²	0,221		0,228		0,240	
N	1078		1078		1078	

Taulukko 14. Yrityksen liikevaihtoa selittävät tekijät vuosina 2007–2016

Perheomisteiset yritykset ovat pienempiä kuin muut yritykset.

käsittää liikevaihdon kehityksen, pääoman tuoton ja yrityksen iän. Tulosten perusteella havaitaan, että perheomisteiset yritykset ovat liikevaihdoltaan merkittävästi pienempiä kuin muut yritykset.

Tämä kokoero säilyttää selitysvoimansa, vaikka kontrollimuuttujiksi lisätään muiden yritysten omistuksen keskittymistä mittaavat muuttujat. Kun perheomisteisuus jaetaan eritasoisin omistuskeskittymiin, havaitaan, että kaiken kaikkiaan perheomistuksen keskittyminen on negatiivisessa yhteydessä yrityksen liikevaihtoon. Toisin sanoen, mitä enemmän perhe omistaa yrityksestä aina 25 prosenttiin asti, sitä suuremmaksi ero liikevaihdossa kasvaa muihin yrityksiin verrattuna. Siten voidaan päätellä, että perheomisteisten yritysten pienempi koko voi osin johtua passiivisuudesta yrityskaupparakkeilla. Voidaan myös päätellä, että perheet voivat olla halluttomia dilutoimaan omistustaan yrityksissään.

Päätelmänä esitämme, että perheomisteiset yritykset ovat liikevaihdoltaan merkittävästi pienempiä kuin muut yritykset.

5.2 Velkaantumisaste

Toisena toiminnallisena tekijänä on yrityksen velkaantuneisuus. Velkaantuneisuudella arvioidaan tässä yhteydessä sitä, miten yritys on rahoittanut toimintaansa. Mikäli velkaantumisaste on korkea, yritys on ottanut toimintansa ja investointiensä rahoittami-

seen velkaa ja omistajan ja tulorahoituksen osuus on vähäinen. Aiempi kirjallisuus ei ole ollut erityisen kiinnostunut analysoimaan perheomisteisten yritysten pääomarakennetta. Tätä voidaan pitää yllättävänä, koska oman pääoman rahoitus voi olla perheomisteiselle yritykselle haasteellisempää hankkia kuin muilla yrityksillä.

Taulukossa 15 on esitetty velkaantumisasteen osalta regressioanalyysin tulokset. Aluksi perheomistus on mukana. Tämän jälkeen analyysissä on mukana myös omistuksen keskittyneisyys. Kolmannessa regressiossa perheomisteiset yritykset on jaettu sen mukaan, miten keskittynyt niiden omistus on. Aiemmin taulukon 13 kuvailevan analyysin perusteella perheomisteisten yritysten velkaantumisaste on noin 5 prosenttiyksikköä korkeampi kuin muiden yritysten. Taulukossa 15 esitämme monimuuttujamennelmällä velkaantumisastetta koskevat tulokset. Ensimmäisen regressioanalyysin perusteella havaitaan,

”Me lähdetään siitä, ettei me halua liikaa vivuttaa. Joskus johto voi kokea, että me ollaan estämässä. Sillä tavalla, että me ei halua liian suurta riskiä...toimiva johto haluaisi vivuttaa yritystä enemmän, mihin me [omistajina] ollaan valmiina... investointeja tai [yrityskauppoja] varten.”

että perheomisteisten yritysten velkaantumisaste on yli 2 prosenttiyksikköä korkeampi kuin muiden yritysten. Tulos on indikaatiivinen muttei tilastollisesti merkitsevällä tasolla.

Toisessa regressiossa on mukana omistuksen keskittyneisyys. Sen lisääminen muuttaa tuloksia niin, ettei perheomisteista yritystä kuvaava muuttuja enää selitä yrityksen velkaantumisastetta. Toisin sanoen perheomisteinen yritys ei ole muita yrityksiä velkaantuneempi. Sen sijaan omistuksen keskittyneisyydellä on vaikutus yrityksen velkaantuneisuuteen. Tämä tulos viittaa siihen, että riippumatta omistajasta, keskittynyt omistus on yhteydessä korkeampaan velkaantumisasteeseen. Tämä tarkoittaa sitä, että mitä enemmän pääomistaja omistaa yrityk-

sestä, sitä suurempi on yrityksen velkaantumisaste – oli kyseessä sitten perheomisteinen yritys tai muu yritys. Tulosta voidaan selittää sillä, ettei pääomistaja halua tai kykene tekemään oman pääoman ehtoista lisäpanostusta yritykseen ilman omistusosuuden pienentymistä. Rahoittaakseen liiketoimintansa, yritys joutuu turvautumaan lainamarkkinoihin.

Päätelmänä esitämme, että perheomisteinen yritys ei eroa velkaantuneisuuden osalta muista yrityksistä. Omistuksen keskittyneisyys lisää velkaantuneisuutta sekä perheomisteisissa että muissa yrityksissä.

5.3 Investoinnit

Seuraavaksi tarkastellaan perheomisteisten yritysten investointi- sekä tutkimus- ja tuotekehitysintensiivisyyttä. Nämä muuttujat kuvaavat pääsääntöisesti sitä, minkä verran yritykset panostavat tulevaisuuden kasvuun. Perinteisesti investointi-intensiivisyyttä on pidetty vähemmän riskipitoisena kuin keskittymistä tutkimus- ja tuotekehitykseen. Toisaalta perheomisteisia yrityksiä pidetään lähtökohtaisesti pitkään aikaväliin keskittyvinä. Nämä näkökulmat ovat osittain ristiriitaisia perheomisteisissä yrityksissä, koska tutkimus- ja tuotekehitys tuottaa lähtökohtaisesti pitkällä aikavälillä mutta samalla kasvaa riski.

Strategiset päätökset, kuten investoinnit tutkimukseen ja kehitykseen ovat olennainen osa yritys-

”Miten valittu hallitus haluaa ottaa riskiä, se vaihtelee... ja hallituksen on määritettävä risk appetite ja risk tolerance – esimerkiksi gearing, osinkopolitiikka, taseen rakenne – sekä ulkoisesti että sisäisesti... ja sisäisesti määritetään, miten mennään uusin liiketoimintoihin, miten isoja askeleita halutaan ottaa. Lopulta omistajan on määritettävä, miten he haluavat riskejä ottaa.”

Selittävä muuttuja	Velkaantumisaste					
	β	P-arvo	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttuja						
Perheomisteinen yritys	2,312	0,091	-0,966	0,563		
Perheomistus yli 50 %					-3,637	0,240
Perheomistus 25 % - 50 %					0,857	0,779
Perheomistus 10 % - 25 %					-0,556	0,804
Omistusrakennekontrolli						
Omistus yli 50 %			7,404	0,001	9,549	0,002
Omistus 25 % - 50 %			8,078	<,0001	6,716	0,022
Omistus 10 % - 25 %			3,644	1,767	3,332	0,150
Yrityskontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Toimialakontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosikontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo	9,176	<,0001	8,891	<,0001	8,249	<,0001
Korjattu R ²	0,140		0,152		0,151	
N	1057		1057		1057	

Taulukko 15. Yrityksen velkaantumisasteen selittävät tekijät vuosina 2007–2016

Perheomisteiset yritykset eivät eroa velkaantumisen osalta muista yrityksistä. Omistuksen keskittyneisyys lisää velkaantumista

ten menestymistä ja kilpailuetua. Siitä huolimatta tutkimus- ja tuotekehitys (T&K) -investointeja on tutkittu melko vähän perheomisteisten yritysten kontekstissa (Munari et al. 2010; Munoz-Bellón & Sanchez-Bueno, 2011). Valtaosa tutkimuksista viittaa siihen, että perheomisteiset yritykset tekevät vähemmän T&K-investointeja (muun muassa Anderson et al. 2012; Block, 2012; Munari et al. 2010; Munoz-Bellón & Sanchez-Bueno 2011). Anderson et al. (2012) tutkivat perheomisteisten yritysten investointitoimintaa. He tarkastelivat asiaa riski- ja aikahorisonttinäkökulmasta. Aineistona he käyttivät yhdysvaltalaisia suuria teollisuusyrityksiä ajanjaksolta 2003–2007. Tulosten mukaan perheomisteiset yritykset tekevät vähemmän pitkän aikavälin investointeja kuin muut yritykset. Lisäksi he havaitsivat, että perheomisteiset yritykset tekevät mieluummin käyttöomaisuusinvestointeja T&K-investointien sijaan. He päättelivät, että perheomisteisten yritysten investointipolitiikka on riskiä karttavampaa kuin muiden yritysten. Myös Hirshleifer ja Trakor (1994) havaitsivat, että perheomisteiset yritykset suosivat käyttöomaisuusinvestointeja suhteessa tutkimus- ja kehitysinvestointeihin.

Anderson ja Reeb (2012) esittävät, että T&K-investoinnit sisältävät epävarmuutta, mikä viittaa siihen, että perheomistajat välttävät merkittävien riskien ottamista. Perheomisteisten yritysten investointikäyttäytymistä valaisee myös Lins et al. (2013) globaali tutkimus, jonka mukaan perheomisteiset yritykset suoriutuivat heikommin finanssikriisin aikana.

”Imitaation merkitys on paljon suurempi kuin innovaatioiden loppujen lopuksi. Kävin läpi noin 15 merkittävää tapahtumaa yrityksen historian aikana, johon liittyy innovatiivisuus joko toimintatavassa tai tekniset innovaatiot. Niin 10–11:ssä oli kyse more or less imitaatiosta. Ja ihan muutama semmoinen, josta voi ihan sanoa, että oli täysin itse keksittyä. Tärkeintä on avoin mieli uusille asioille... ja pitää olla kykyä implementoida.”

Selittäväksi tekijäksi nousi etenkin investointien vähentäminen, mikä tukee perheomisteisten yritysten pidättyväisyyttä epävarmana aikana.

Tutkimuksissa on myös havaittu, että keskittynyt omistus rakenne ja toiminnallisen vallan keskittyminen omistajalle voi johtaa muiden omistajan kannalta järkevien investointien hylkäämiseen. Näin käy erityisesti silloin, jos pääomistaja haluaa välttää riskejä. James (1999) kuitenkin kehitti analyyttisen mallin, jossa perheomisteiselle yritykselle oletettiin pidempi aikahorisontti kuin muilla yrityksillä. Tämä muutti perheomisteisten yritysten osalta asetelmaa niin, etteivät niiden investoinnit poikenneet muiden omistajien

Selittävä muuttuja	Investoinnit/taseen loppusumma					
	β	P-arvo	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttuja						
Perheomisteinen yritys	0,436	0,192	0,056	0,892		
Perheomistus yli 50 %					-1,217	0,115
Perheomistus 25 % - 50 %					0,923	0,214
Perheomistus 10 % - 25 %					0,224	0,687
Omistusrakennekontrolli						
Omistus yli 50 %			1,359	0,014	2,378	0,002
Omistus 25 % - 50 %			0,455	0,414	-0,213	0,770
Omistus 10 % - 25 %			0,54	0,294	0,410	0,478
Yrityskontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Toimialakontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosikontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo	5,160	<,0001	4,877	<,0001	4,690	<,0001
Korjattu R ²	0,075		0,080		0,082	
N	1077		1077		1077	

Taulukko 16. Yrityksen investointeja selittävät tekijät vuosina 2007–2016.

Perheomisteiset yritykset eivät eroa investointiaktiivisuuden osalta muista yrityksistä.

intressistä. Pidemmän aikahorisontin James (1999) selitti perhesiteillä, uskollisuudella yritystä kohtaan, perheomistuksen vakaudella ja luottamuksella tulevaisuuteen.

Pidempää aikahorisonttia tukevat tulokset sai Fahlenbrach (2009) tutkimuksessaan. Hän toi esiin, että yrityksen perustaja toimitusjohtajana investoi enemmän tutkimukseen ja kehitykseen. Lisäksi käyttöomaisuusinvestoinnit ovat suuremmat.

Pidempi aikahorisontti vaikuttaakin olevan perheomisteisille yrityksille tunnusomainen oire. Kapes ja Schmid (2013) havaitsivat, että perheomistajat ovat sitoutuneempia toimimaan pitkällä aikavälillä myös silloin, kun lyhyen aikavälin tulospainat ovat kovat. He tutkivat perheomistajuuden vaikutusta yrityksen toiminnan aikahorisonttiin. Aineistona he käyttivät saksalaisia julkisesti noteerattuja yrityksiä ajanjaksolta 1995–2009. Aikahorisonttia he mittasivat indeksillä, jossa otettiin huomioon muun muassa T&K- ja käyttöomaisuusinvestointien määrä, yrityksen likviditeetti ja velkojen maturiteetti. He havaitsivat, että perheomisteisuus vaikuttaa positiivisesti yrityksen aikahorisonttiin. Tämä tulee erityisesti esille silloin, kun perheenjäsen on yrityksen johtotehtävissä. Vastaavaa vaikutusta ei ollut, mikäli perhe oli vain omistajana tai hallintoneuvoston jäsenenä. Tämä oli etenkin havaittavissa silloin, kun aikahorisontin lyhentämiseen oli erityisiä paineita kuten liiketoiminnan tappiollisuus ja huono tulos suhteessa muihin yrityksiin.

Taulukossa 16 esitetään investointeihin liittyvät regressionanalyysin tulokset. Aiemmin taulukossa 13 esitetyn kuvailevan analyysin perusteella perheomisteiset yritykset eivät poikkea investointien osalta muista yrityksistä. Ensimmäisen regressioanalyysin tulosten perusteella havaitaan, etteivät perheomisteiset yritykset panosta investointeihin toisista yrityksistä poikkeavalla tavalla. Toisessa regressiossa on otettu huomioon omistuksen keskittyneisyys. Nämä tulokset eivät muuta edellä esitettyä päätelmää. Kun kolmannessa regressiossa jaetaan perheomisteisuus omistuksen keskittymisen suhteen, tulokset pysyvät samanlaisina.

Päätelmänä esitämme, ettei perheomisteisten yritysten investointiaktiivisuus eroa muista yrityksistä. Sillä, kuinka paljon perhe omistaa yrityksestä, ei ole vaikutusta investointien määrään.

5.4 Tutkimus- ja tuotekehitysinvestoinnit

Jo edellisessä investointeja käsittelevässä kapaleessa toimme esille aiempiin tutkimuksiin perustuen, että perheyrietykset tekevät vähemmän T&K-investointeja kuin muut yritykset. Seuraavassa esitämme vielä näitä tuloksia täydentäviä havaintoja

”Vähiten hallituksessa mun mielestä ammutaan alas asioita liittyen investointeihin ja R&D:hen. Eikä koskaan yksikään sukulainen ole kysynyt näistä.”

”En mä suosi riskinottoa. Toisaalta varsinkin tuotekehitys, kun maailma muuttuu niin käsittämättömän hurjaa vauhtia, niin on melkein pakko lisätä sitä jatkuvasti. Se on tietysti hyödyttänyt meitä, koska me ollaan pystytty tekemään innovaatioita paljon nopeammin kuin jotkut kilpailijoista.”

tutkimuksista, jotka ovat pääasiallisesti keskittyneet T&K-investointien tarkasteluun.

Tutkijat Muñoz-Bullón ja Sanchez-Bueno (2011) tutkivat, miten perheomisteisuus vaikuttaa yrityksen T&K-investointi-intensiivisyyteen. Aineistona heillä oli julkisesti noteeratut kanadalaiset yritykset vuosilta 2004–2009. He havaitsivat, että perheomisteiset yritykset ovat vähemmän T&K-investointi-intensiivisiä kuin muut yritykset. He päättelevät, että tulokset tukevat näkemystä, jonka mukaan perhe pyrkii varmistamaan toiminnan jatkuvuuden sekä omistajuuden ja vallan säilymisen perheessä. Samanlaiseen tulokseen päätyivät Munari et al. (2010), jotka havaitsivat, että T&K-päätösten näkökulmasta keskittynyt omistus edistää riskien välttämistä, mikä johtaa matalampiin T&K-menoihin.

Tulokset ovat näin ollen ristiriidassa perheomisteisille yrityksille tyypillisen pitkän aikavälin suuntautumisen kanssa. Perheomistajien sitoutuminen pitkän aikavälin toimintaan ja yrityksen sukupolvelta toiselle siirtäminen antavat olettaa, että perheomisteiset yritykset investoivat enemmän tutkimukseen ja tuotekehitykseen (Anderson & Reeb, 2003; James, 1999).

Vaikka suurin osa tutkimuksista viittaa varovaisuuteen investointipäätöksenteossa, myös toisenlaisia tutkimustuloksia on saatu. Osa tutkimuksista viittaa siihen, että innovatiivisuus korostuu perheomisteisten yritysten keskuudessa (Craig & Dibrell, 2006; Naldi et al. 2007). Schmid et al. (2014) havaitsivat tutkiessaan saksalaisia listattuja yrityksiä, että perheen kontrolloimat yritykset investoivat enemmän tutkimukseen ja kehitykseen, kun perheomistaja on aktiivisesti mukana johdossa. Tutkijoiden mukaan aikaisemmat tutkimukset ovat keskittyneet tilinpäätöstiedoista saatavaan informaatioon, mikä voi antaa vääristyneen kuvan. Tutkimuksessa todettiin, että perheomisteiset yritykset allarvioivat T&K--intensiteetin etenkin kohdatessaan taloudelli-

Selittävä muuttaja	T&K/taseen loppusumma					
	β	P-arvo	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttaja						
Perheomisteinen yritys	-0,048	<,0001	-0,031	0,014		
Perheomistus yli 50 %					-0,025	0,284
Perheomistus 25 % - 50 %					-0,032	0,150
Perheomistus 10 % - 25 %					-0,033	0,047
Omistusrakennekontrolli						
Omistus yli 50 %			-0,036	0,027	-0,041	0,068
Omistus 25 % - 50 %			-0,034	0,040	-0,033	0,131
Omistus 10 % - 25 %			-0,027	0,082	-0,025	0,144
Yrityskontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Toimialakontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosikontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo	10,871	<,0001	9,768	<,0001	8,999	<,0001
Korjattu R ²	0,193		0,196		0,194	
N	865		865		865	

Taulukko 17. Tutkimus- ja tuotekehitysiintensiivisyyttä selittävät tekijät vuosina 2007–2016

Perheomisteiset yritykset ovat vähemmän tutkimus- ja tuotekehitysiintensiivisiä kuin muut yritykset. Lisäksi omistuksen keskittyneisyys on yhteydessä alhaisempaan tutkimus- ja tuotekehitysiintensiivisyyteen.

sia rajoitteita ja ne saattavat esimerkiksi liittää kyseiset kustannukset operatiivisiin kustannuksiin.

Taulukossa 17 selitettävänä muuttujana on T&K-investoinnit. Taulukon ensimmäisessä regressiossa käy ilmi, että perheomisteisten yritysten tutkimus- ja tuotekehitysiintensiivisyys on alhaisempi kuin muiden yritysten. Kun regressioanalyysissä otetaan huomioon myös omistuksen keskittyneisyys, havaitaan, että perheomisteisen yrityksen muuttujalla on edelleen tilastollisesti merkitsevä vaikutus tutkimus- ja tuotekehitysinvestointi-intensiivisyyteen, mutta vaikutus heikkenee. Kolmannessa regressiossa per-

heomisteisuus on jaettu omistuksen keskittymisen suhteen. Sen osalta havaitaan, että kaiken kaikkiaan keskittynyt omistajuus pienentää T&K-aktiivisuutta. Lisäksi perheomisteisilla yrityksillä vaikutus on muita yrityksiä voimakkaampi. Tällä perusteella voidaan todeta, että perheomisteisten yritysten panostukset tutkimukseen ja tuotekehitykseen ovat alhaisemmat tasolla kuin muissa yrityksissä.

Päätelmänä esitämme, että suomalaiset perheomisteiset yritykset toimivat hyvin samankaltaisesti kuin muuallakin maailmassa T&K-investointien osalta. Perheomisteisissa yrityksissä niitä tehdään vähemmän kuin muissa yrityksissä, ja mitä keskittyneempi on omistus riippumatta omistajasta, sitä vähemmän yritys panostaa tutkimus- ja tuotekehitykseen.

5.5 Ulkomaan myynti

Viimeisenä toiminnallisena muuttujana on yrityksen ulkomaan myynnin osuus liikevaihdosta. Perheomisteisten yritysten liiketoiminnan kansainvälisyysastetta ei ole aiemmissa tutkimuksissa juurikaan analysoitu. Tätä pidämme merkittävänä puutteena aiemmassa kirjallisuudessa.

Edellä taulukon 13 kuvailevassa analyysissä havaittiin, että perheomisteisilla yrityksillä ulkomailta tulevan myynnin osuus oli lähes 18 prosenttiyksikköä alhaisempi kuin muilla yrityksillä. Taulukossa 18

”Mä näen sen, että meidän pitää ottaa riskejä digitaalisuuteen ja laajentua [uusille markkinoille]. Toimivalla johdolla usein on reputational risk, että he pelkäävät mitä heidän karrierille tapahtuu, jos he epäonnistuvat. Mä yritän omistajana toimia sillä tavalla, että mä tuen ja rohkaisen siihen riskinottoon.”

”Se ei saa olla mikään ismi että sä menet joka puolelle [maailmalla]. Vaan sun pitää harkita se, missä sä voit voittaa.”

Selittävä muuttuja	Ulkomaan myynnin osuus					
	β	P-arvo	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttuja						
Perheomisteinen yritys	-10,881	<,0001	-11,977	<,0001		
Perheomistus yli 50 %					-23,613	<,0001
Perheomistus 25 % - 50 %					-0,735	0,879
Perheomistus 10 % - 25 %					-11,970	0,001
Omistusrakennekontrolli						
Omistus yli 50 %			-4,016	<,0001	5,519	0,259
Omistus 25 % - 50 %			3,730	0,261	-4,567	0,325
Omistus 10 % - 25 %			7,905	0,296	7,861	0,034
Yrityskontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Toimialakontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosikontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo	19,977	<,0001	18,789	<,0001	17,978	<,0001
Korjattu R ²	0,280		0,294		0,301	
N	1024		1024		1024	

Taulukko 18. Ulkomaan myynnin osuuden selittävät tekijät vuosina 2007–2016.

Perheomisteisten yritysten liikevaihdosta merkittävästi pienempi osuus tulee ulkomaille suuntautuneesta myynnistä kuin muilla yrityksillä.

on analysoitu tätä eroa kontrolloiden ensin yritystason muuttujia, toimialaa ja ajallista kehitystä. Sen jälkeen on otettu huomioon myös omistuksen keskittyneisyys sekä perheomistuksen keskittyneisyys. Taulukon 18 ensimmäisen regressioon perusteella perheomisteisilla yrityksillä ulkomaan myynnin osuus on merkittävästi – lähes 11 prosenttiyksikköä – alhaisempi kuin muilla yrityksillä kun yritys- ja toimiala- ja vuosikontrollit otetaan huomioon. Toisessa regressiossa on otettu huomioon omistuksen keskittyneisyys. Tuloksista havaitaan, että

perheomistusmuuttujan vaikutus säilyy ja jopa vahvistuu. Kun lisäksi otetaan huomioon perheomistuksen keskittyneisyys, havaitaan, ettei perheomistuksen keskittyneisyydellä ole trendinomaista vaikutusta.

Päätelmänä esitämme, että perheomisteisten yritysten liikevaihdosta merkittävästi pienempi osuus tulee ulkomaille suuntautuvasta myynnistä.

Yhteenveto

- Perheomisteisten yritysten ja muiden yritysten liiketoiminnallisia avainlukuja kuvailevassa analyysissä vertaamalla havaitaan merkittäviä eroja liikevaihdon, velkaantuneisuuden ja ulkomaan myynnin suhteellisen osuuden osalta.
- Kun kontrolloidaan yritys- ja toimialakohtaisia eroja ja ajallista kehitystä havaitaan, että perheomisteiset yritykset poikkeavat muista yrityksistä erityisesti liikevaihdon osalta. Ne ovat muita yrityksiä pienempiä.
- Lisäksi perheomisteiset yritykset panostavat vähemmän tutkimukseen ja tuotekehitykseen ja myyvät suhteellisesti vähemmän ulkomaille muihin yrityksiin verrattuna.
- Käyttöomaisuusinvestointien ja velkaantumisen osalta perheomisteiset yritykset ovat samanlaisia kuin muut yritykset. Eroavuudet selittyvät muilla tekijöillä kuten omistuksen keskittyneisyydellä.

OSA 6: MENESTYS

Miten perheomisteiset pörssiyhtiöt menestyvät?

- Liikevaihdon kasvu
- Pääoman tuotto
- Liikevoitto
- Osinkotuotto
- Osaketuotto
- Yrityksen arvo

"Mä yritän puskea koko ajan ajattelumallia, että minä ja muut osakkeenomistajat kannetaan se epäonnistumisen riski. Että hakekaa ja tuokaa pitkällä aikajänteellä omistaja-arvoa kasvattavia projekteja, ja me hallituksessa katsotaan, mikä on järkevää. Se on mun mielestä jatkuvaa, kahden elementin puskemista...toinen on riskinoton kasvattaminen eli sen riskin poisottaminen johdon harteilta...ja toinen on pitkäjänteisyyden kasvattaminen"

"Sukufirmat...pystyy näkemään [syklin] yli. Niiden on pakko miettiä eri tavalla. Pää- ja sukuomistaja on sellainen, joka ei äänestä jaloilla. Jos menee huonosti, niin sä käärit hihat. Sun on pakko. Sä et pysty myymään, koska likviditeettiä [osakkeille] ei ole."

6 LIIKETOIMINNAN MENESTYS

Perheomisteiset yhtiöt menestyvät

- Ne ovat muita pörssiyhtiötä kannattavampia
- Niillä on parempi osinkotuotto
- Arvostus on lievästi alhaisempi kuin muissa yrityksissä

Yritystoiminnan keskeisenä tavoitteena on menestyä ja tuottaa lisäarvoa omistajilleen. Liiketoiminnan menestystä voidaan arvioida kasvun ja kannattavuuden perusteella ja osakkeenomistajien kannalta se merkitsee hyvää osinkovirtaa, hyvää osakkeen arvostusta ja arvonnousua. Vastaavasti osakesijoittamiseen liittyy riski, ja tämän vuoksi on syytä myös arvioida sitä, millä riskillä tämä tuotto on syntynyt. Tässä luvussa tarkastellaan yllä mainittuja näkökulmia. Luvussa käydään läpi aikaisempia tutkimustuloksia. Tämä jälkeen regressioanalyysin avulla luodaan syvällisempi kuva siitä, mihin yritysten menestys perustuu. Lisäksi teemme päätelmiä havainnoistamme.

6.1 Aiempi kirjallisuus

Perheomisteisten yritysten menestystä on aiemmissä tutkimuksissa tarkasteltu monesta näkökulmasta – kasvun, kannattavuuden, arvostustason, osake-tuoton ja riskitason näkökulmista.

Perheomisteisten yritysten kasvaminen tapahtuu usein orgaanisesti. Yrityskaupat ovat harvinaisempia kuin muissa yrityksissä. Tämä sellaisenaan voi heikentää perheomisteisten yritysten kasvunopeutta. Caprio et al. (2011) tutkimukset tukevat tätä ajatusta. He havaitsivat mannereurooppalaisella yritys-kauppa-aineistolla, että perheomisteisuus pienentää todennäköisyyttä tehdä yritysostos. Tämä korostuu erityisesti silloin, kun perheellä on vain niukka valta-asema ja perheen mahdollisuudet kontrolloida yritystä heikkenisivät yrityskaupan myötä.

Maury ja Pajuste (2002) tutkivat suomalaisten listayritysten osingonjakopolitiikkaa ja miten omistuksen keskittyminen vaikuttaa siihen. He havaitsivat, että suurimman omistajan kasvava omistusosuus heikentää vastaavasti osinkosuhdetta. He havaitsivat myös, että toimitusjohtajan ollessa suuri omistaja, osinkosuhte (osinko suhteessa yrityksen tulokseen) heikkenee. He päättelivät tulosten perusteella, että pääomistaja saa yksityisiä etuja hallitsemastaan yrityksestä osinkojen sijaan ja tästä syystä osinko on muita yrityksiä pienempi. Vastaavasti Villalonga ja

Amit (2006) havaitsivat, että yhdysvaltalaiset perhe-yritykset maksavat merkittävästi pienempää osinkosuhdetta kuin muut yritykset.

Osinkopolitiikkaa tutkivat myös Attig et al. (2016) yhdeksässä Itä-Aasian maassa. He havaitsivat, että perheomisteisissa yrityksissä jaetaan yrityksen tuloksesta vähemmän osinkoja kuin muissa yrityksissä ja tämä negatiivinen yhteys perheomisteisuuden ja osinkopolitiikan välillä oli voimakkaampi finanssikriisin aikana. He päättelivät tämän perusteella, että valtaapitävät perheet pyrkivät hyötymään valta-asestaan erityisesti kriisaikoina.

Edellä esitettyjen tulosten perusteella perheomisteisissa yrityksissä toteutetaan varovaista osinkopolitiikkaa verrattuna muihin yrityksiin. Mutta toisenlaisiakin tuloksia on saatu.

Isakov ja Weisskopf (2015) tutkivat sveitsiläisten listattujen perustajan hallitsemien yritysten osinkosuhdetta vuosina 2003–2010. He havaitsivat, että perheyrietykset maksavat korkeampaa osinkosuhdetta kuin muut yritykset. Lisäksi perustajien omistamilla yrityksillä on korkeampi osinkosuhte kuin muilla yrityksillä. He selittävät havaintojaan sillä, että perheet pyrkivät saamaan riittävää tulovirtaa yrityksestä ilman, että he luopuvat omistususuudestaan. Tutkimuksessa havaittiin myös, että osinkosuhteeseen vaikuttaa osinkosuhdetta kasvattavasti perheen omistuksen suuruus sekä se, että perhe on siirtynyt seuraaville sukupolville. Sen sijaan osinkosuhte on alhaisempi, mikäli perheen jäsenet osallistuvat yritystoimintaan aktiivisesti.

Vastaavanlaisiin tuloksiin päätyivät Pindado et al. (2012). He tutkivat perheomisteisten yritysten osinkosuhdetta Euroalueen yrityksissä. He olivat kiinnostuneita, miten perheomisteiset yritykset käyttävät osinkosuhdetta yrityksen hallinnoinnin välineenä. He havaitsivat, että perheomisteisissa yrityksissä osinkosuhte on korkeampi ja vakaampi kuin muissa yrityksissä. Tämä piti erityisesti paikkaansa niille perheomisteisille yrityksille, joiden osalta perheen valta- ja kassavirtaoikeudet ovat yhteneväiset. He perustelevat tätä havaintoa sillä, että perhe omistajana pyrkii viestimään vähemmistöomistajille osinkopolitiikallaan, ettei se pyri hyötymään vähemmistöomistajista.

Perheyrietysten osinkojen suhteen ei aiempien tutkimusten tulosten perusteella voida vahvasti väittää suuntaan tai toiseen.

Perheyrietysten menestystä voidaan arvioida myös yrityksen arvostuksen perusteella. Villalonga ja Amit (2009) havaitsivat, että perustajaperheen omistuksessa yrityksen arvostus Tobinin Q:lla (yrityksen osakkeiden markkina-arvo suhteutettuna yrityksen oman pääoman kirja-arvoon) mitattuna oli 12 % muita yrityksiä korkeampi. Muiden perheomisteisten yri-

tysten arvostus oli vastaavalla tavalla arvioituna vain 2 % korkeampi. Vastaavanlaiseen tulokseen päätyivät myös Li ja Srinivasan (2011) yhdysvaltalaisella aineistolla.

Vastaavasti Villalonga ja Amit (2006) tutkivat yhdysvaltalaisia perheyriityksiä, ja havaitsivat, että myöhempien polvien perheenjäsenten toiminta yhtiön vastuutehtävissä heikentää yrityksen arvostusta. Yhdysvaltojen lisäksi tämä ilmiö on havaittu myös Italiassa, Norjassa ja Tanskassa (Villalonga et al., 2015).

Perheyriitysten menestystä on tarkasteltu arvostustason lisäksi myös liiketoiminnan menetyksen kannalta. Barontini ja Caprio (2006) tutkivat manneurooppalaisten listattujen perheomisteisten yritysten taloudellista menestystä suhteessa muihin yrityksiin. He havaitsivat, että perheomisteisten yritysten arvostustaso ja liiketoiminnan tuloksellisuus ovat parempia kuin muilla yrityksillä erityisesti silloin, kun valta on perustajaomistajalla tai jälkeläiset ovat hallituksessa. Sen sijaan arvostus- ja kannattavuusero katoaa, kun jälkeläinen ryhtyy toimitusjohtajaksi.

Sraer ja Thesmar (2007) puolestaan tutkivat perheomisteisten yritysten taloudellista menestystä verrattuna muihin yrityksiin. Aineistona he käyttivät ranskalaisia pörssinoteerattuja yrityksiä ajanjaksolla 1994–2000. Taloudellista menestystä he arvioivat koko pääoman tuoton, oman pääoman tuoton ja arvostustason perusteella. Lisäksi he tarkastelivat osinkosuhdetta. Empiirisen analyysin perusteella he päättelivät, että perheomisteisten yritysten pääoman tuotto ja oman pääoman tuotto ovat muita yrityksiä parempia. Tämä piti paikkansa sekä perustajan hallitsemassa että perheen ulkopuolisen ammattilaisen johtamassa perheomisteisessä yrityksessä. Tämän lisäksi perheomisteisen yrityksen taloudellinen menestys oli parempaa myös silloin, kun perustajan jälkeläinen johti yritystä. Arvostustaso puolestaan oli vain hieman muita yrityksiä parempi ja osinkosuhte oli perheomisteisissä yrityksissä alhaisempi kuin muissa yrityksissä. Osinkosuhteen osalta tutkijat arvelivat, että perheomisteiset yritykset pitävät ylimääräisiä rahavaroja, jotta ne voivat tehdä tarvitsemiaan investointeja ilman ulkopuolista rahoitusta.

Näiden tulosten perusteella voisimme olettaa, että perheomisteiset yritykset menestyisivät sekä arvostustason että taloudellisen tuloksellisuuden osalta hyvin verrattuna muihin yrityksiin.

6.2 Tutkimustulokset

Taulukossa 19 esitetään yhteenveto yrityksen menestyksen tunnusluvusta. Taulukossa on koko aineiston keskiarvo, mediaani ja keskihajonta. Perheomisteisten yritysten tunnuslukuja verrataan muiden yritysten keskiarvoon. Taulukosta havaitaan, että monien menestyksen mittareiden keskiarvot poikkeavat merkittävästi toisistaan perheomisteisten ja muiden yritysten osalta. Näin erityisesti pääoman tuoton, liikevoittoprosentin ja osaketuoton kohdalla. Kaikkien edellä mainittujen muuttujien osalta perheomisteisten yritysten taloudellinen menestys oli heikompaa kuin muissa yrityksissä.

6.2.1 Liikevaihdon kasvu

Kuten taulukosta 19 havaitaan, yrityksen liikevaihdon kasvun osalta ei havaittu kuvailevassa analyysissä eroa perheomisteisten yritysten ja muiden yritysten välillä. Taulukossa 20 muiden tekijöiden vaikutus on pyritty ottamaan huomioon. Muut tekijät käsittävät yrityskontrollit (liikevaihto, velkaantumisaste, investointi-intensiivisyys, T&K-investointi-intensiivisyys, yrityksen ikä ja ulkomaan myynnin osuus), toimialakontrollit ja vuosikontrollit. Ensimmäisessä regressioanalyysissä tarkastellaan perheomisteisen yrityksen vaikutusta yrityksen kasvuun. Tämä analyysi vahvistaa käsitystä, etteivät perheomisteiset yritykset eroa kasvun osalta muista yrityksistä. Tämä tulos pätee myös silloin, kun muiden yritysten omistuksen keskittyneisyys ja perheen omistuksen keskittyneisyys on otettu huomioon. Eli päätelmänä voidaan esittää, ettei perheomisteinen yritys eroa muista yrityksistä liikevaihdon kasvun suhteen.

Muuttuja	Kaikki yritykset				Perheomisteiset yritykset	Muut yritykset	t-testi
	Havainnot	Keskiarvo	Mediaani	Keskihajonta			
Liikevaihdon kasvu (%)	1079	5,30	2,40	23,75	5,72	4,67	0,72
ROA (%)	1079	2,77	4,26	11,62	2,00	3,91	-2,64
Liikevoittoprosentti	1079	2,89	4,39	12,49	1,59	4,84	-4,23
Osinkotuotto (%)	1079	3,31	2,91	3,27	3,06	3,69	-3,14
Osaketuoton volatiliteetti	1050	27,73	26,76	10,07	27,91	27,45	0,74
Tobinin Q	1078	2,30	1,56	10,69	2,13	2,56	-0,64
Osaketuotto (%)	946	10,30	4,00	52,69	9,76	11,10	-0,38

Taulukko 19. Kuvaileva analyysi yritysten menestyksen mittareista vuosina 2007–2016 (osaketuotto vuosilta 2008–2016).

”Viimeisen kymmenen vuoden aikana kasvu on ollut tosi hankalaa...kyllä kai se, ettei yritys organisesti kasva, on kahdesta asiasta kiinni. Siitä, että sulla on ihmiset jotka osaa myydä ja että sulla on jotakin mikä on ylivoimasta myytävää. Ja se, että ne on balanssissa, on se kysymys.”

Kun regressioon lisätään omistuksen keskittyneisyyttä kuvaavat muuttujat, havaitaan, että pääoman tuotto on selkeästi parempi kuin muilla yrityksillä. Lisäksi havaitaan, että yleensä keskittynyt omistus ei paranna yrityksen pääoman tuottoa. Keskittynyttä omistusta kuvaavat kertoimet ovat negatiivisia mutta eivät merkitseviä.

Kun perheomistus jaetaan omistuksen keskittymisen mukaan kolmeen osaan, havaitaan, että pääoman tuottoon perheen omistuksen keskittymisellä on positiivinen yhteys. Toisin sanoen, mitä enemmän perheomisteisissa yrityksissä omistus keskittyy, sitä parempi on yrityksen pääoman tuottoaste.

6.2.2 Pääoman tuotto (ROA)

Seuraavaksi tarkastellaan, eroavatko perheomisteiset yritykset muista yrityksistä pääoman tuoton suhteen. Kuvailuvan taulukko 19:n perusteella saa vaikutelman, että perheomisteiset yritykset saivat pääoman heikommin tuottamaan. Tähän kuitenkin voivat vaikuttaa toimiala sekä useat muut tekijät, jotka selittävät pääomatulon eroja eivätkä liity siihen, että yritys on perheomisteinen. Taulukossa 21 esitetään pääoman tuoton osalta regressioanalyysin tulokset. Taulukon ensimmäisessä regressiossa on sisällytetty vain perheomisteista yritystä kuvaava muuttuja yrityskohtaisten, toimialakohtaisten ja aikaa kuvaavien kontrollimuuttujien lisäksi. Sen perusteella pääoman tuoton osalta havaitaan perheomisteisen yritysten olevan kannattavampia kuin muut yritykset.

”Minun mielestä meidän pitäisi pystyä paljon parempaan. [Meillä] on sense of urgency, jonka minä jaan hallitusten jäsenten ja johdon kanssa - tämä ei vaan kerta kaikkiaan riitä, tämä on epätyydyttävä. Oman pääoman tuotto, epätyydyttävä omistaja-arvon luominen, epätyydyttävä top-linen kasvu...niitä me haetaan. Ja kun se on tyydyttävä tai hyvä, niin sitten minä olisin ehdottomasti kiinnostunut tai haluaisin lisätä velkaa.”

Selittävä muuttuja	Kasvu					
	β	P-arvo	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttuja						
Perheomisteinen yritys	2,318	0,205	2,845	0,214		
Perheomistus yli 50 %					1,849	0,668
Perheomistus 25 % - 50 %					4,162	0,322
Perheomistus 10 % - 25 %					2,646	0,386
Omistusrakennekontrolli						
Omistus yli 50 %			-3,131	0,298	-2,353	0,571
Omistus 25 % - 50 %			-1,451	0,628	-2,426	0,546
Omistus 10 % - 25 %			0,254	0,926	0,397	0,899
Yrityskontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Toimialakontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosikontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo	8,452	<,0001	7,686	<,0001	7,195	<,0001
Korjattu R ²	0,192		0,192		0,190	
N	845		845		845	

Taulukko 20. Yrityksen kasvua selittävät tekijät vuosina 2007–2016

Perheomisteiset yritykset eivät eroa muista yrityksistä liikevaihdon kasvun suhteen.

Selittävä muuttuja	Pääoman tuotto (ROA)					
	β	P-arvo	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttuja						
Perheomisteinen yritys	1,725	0,050	3,005	0,050		
Perheomistus yli 50 %					3,906	0,059
Perheomistus 25 % - 50 %					2,153	0,287
Perheomistus 10 % - 25 %					1,439	0,179
Omistusrakennekontrolli						
Omistus yli 50 %			-1,992	0,212	-2,693	0,163
Omistus 25 % - 50 %			-1,658	0,299	-1,033	0,580
Omistus 10 % - 25 %			-1,577	0,379	0,115	0,241
Yrityskontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Toimialakontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosikontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo	13,274	<,0001	11,981	<,0001	11,600	<,0001
Korjattu R ²	0,282		0,281		0,280	
N	845		845		845	

Taulukko 21. Yrityksen pääoman tuottoa selittävät tekijät vuosina 2007–2016.

Perheomisteisten yritysten pääoman tuotto on korkeampi kuin muilla yrityksillä. Perheen omistuksen keskittyessä positiivinen yhteys pääoman tuottoon vahvistuu.

Päätelmänä esitämme, että perheomisteiset yritykset ovat kannattavampia kuin muut yritykset, ja perheomistamisen keskittyminen lievästi parantaa kannattavuusvaikutusta. Pääoman tuoton osalta kuvailevat tulokset taulukossa 19 viittasivat päinvastaiseen päätelmään. Ero johtuu siitä, ettei taulukossa 19 ole otettu huomioon muiden tekijöiden vaikutusta.

6.2.3 Liikevoitto

Myös liikevoiton osalta taulukon 19 kuvaileva vertailu viittaa siihen, että perheyrietykset ovat kannattamattomampia kuin muut yritykset. Taulukon 22 regressioanalyysissä esitetään tulokset liikevoittoprosentin osalta. Ensimmäisen regression perusteella perheomisteiset yritykset eivät eroa muista yrityksistä liikevoittoprosentin osalta. Kun toisessa regressiossa lisätään omistuksen keskittymistä kuvaavat muuttujat, havaitaan, että perheomisteisen yrityksen -muuttujalla on positiivinen ja indikaatiivinen vaikutus liikevoittoprosentin suuruuteen. Toisin sanoen, perheomisteisten yritysten liikevoittoprosentti on muita yrityksiä korkeampi. Sen sijaan omistuksen keskittymisyydellä (yli 50 % äänistä) on liikevoittoprosenttia heikentävä vaikutus. Kun perheomisteisuus jaetaan

"Me uskotaan, että yrityksen pitää tehdä liikevoittoa kunnolla ennen kuin sillä on lupa kasvaa ja tehdä isoja juttuja... meillä on [pörssissä] hirveen vähän yrityksiä, jotka tekee yli 10% EBIT:ä. Jos sä ajat tyypillisen 5–7% EBIT:n, mitä Suomessa pidetään ihan ok:na ja sitten tulee lama-aika, niin sitten EBIT on noin kolmessa prosentissa. Sä et pysty investoimaan, et pysty kehittämään. Tämä on se dilemma - hyvänä aikana ei ole aikaa kehittää ja huonona ei ole rahaa."

osiin, havaitaan, että perheen omistaessa 25–50 %, positiivinen vaikutus on voimakkain. Muun kuin perheen keskittynyt omistus heikentää liikevoittoprosenttia sitä enemmän, mitä keskittyneempi on omistus.

Päätelmänä voimme esittää, että perheomisteisuus vaikuttaa myönteisesti yrityksen liikevoittoprosenttiin. Tämä päätelmä on ristiriidassa taulukossa 19 esitetyn kuvailevan aineiston kanssa. Ero johtuu siitä,

Selittävä muuttuja	Liikevoittoprosentti					
	β	P-arvo	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttuja						
Perheomisteinen yritys	1,021	0,248	1,973	0,070		
Perheomistus yli 50 %					2,299	0,262
Perheomistus 25 % - 50 %					4,586	0,022
Perheomistus 10 % - 25 %					0,585	0,687
Omistusrakennekontrolli						
Omistus yli 50 %			-5,497	0,000	-5,759	0,004
Omistus 25 % - 50 %			-1,162	0,416	-3,174	0,097
Omistus 10 % - 25 %			-0,650	0,617	0,365	0,805
Yrityskontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Toimialakontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosikontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo	20,716	<,0001	20,035	<,0001	18,886	<,0001
Korjattu R ²	0,387		0,403		0,404	
N	845		845		845	

Taulukko 22. Yrityksen liikevoittoprosenttia selittävät tekijät vuosina 2007–2016.

Perheomisteisten yritysten liikevoittoprosentti on korkeampi kuin muilla yrityksillä. Keskittynyt omistus vaikuttaa negatiivisesti liikevoittoprosenttiin, paitsi perheomisteisissa yrityksissä.

ettei taulukon 19 kuvailevassa aineistossa ole otettu huomioon yritys-, toimiala- ja vuosikohtaisten tekijöiden vaikutuksia.

6.2.4 Osinkotuotto

Seuraavaksi esitämme tulokset yrityksen osinkotuoton osalta. Taulukon 19 kuvailevassa analyysissä havaitsimme, että osinkotuotto oli tilastollisesti merkittävästi alhaisempi perheomisteisissa yrityksissä kuin muissa yrityksissä. Kun regressioanalyysissä kontrolloidaan yritys- ja toimialakohtaiset ja ajalliset tekijät, havaitaan että perheomisteisen yrityksen osinkotuotto on korkeampi kuin muiden yritysten osinkotuotto (Taulukko 23). Kun otetaan huomioon omistuksen keskittyneisyys, havaitaan että perheomisteisten yritysten osinkotuotto poikkeaa edelleen muiden yritysten osinkotuotoista, mutta vain indikaattivisesti. Kun perheomistus jaetaan omistuksen keskittymisen ryhmiin, havaitaan että erityisesti perheomisteiset yritykset, joissa perheen omistusosuus on yli 50 %, maksavat korkeaa osinkoa. Sen sijaan muiden omistajaryhmien osalta omistuksen voimakkaalla keskittymisellä on päinvastainen vaikutus.

Päätelmänä esitämme, että perheomisteisten yritysten osinkotuotto on muita yrityksiä parempi. Erityisesti se on korkeampi perheomisteisissa yrityksissä, joissa perheen omistus on yli 50 %.

”Jos osinkoa maksaa nyt ja siihen tekee radikaalin muutoksen – esimerkiksi puolitettaisiin osinko – niin sehän kertoo sijoittajille, että me ei seuraavaan kolmeen vuoteen uskota tähän yritykseen. Ja se on signaali, mikä pitää aina mieltä tosi tarkkaan.”

6.2.5 Yrityksen arvo

Seuraavaksi tarkastellaan perheomisteisuuden vaikutusta yrityksen arvostustasoon. Kuvailevan analyysin perusteella taulukossa 19 ei havaittu eroavaisuuksia perheomisteisten yritysten ja muiden yritysten välillä. Yrityksen arvostustasoa mitataan Tobinin Q:lla, jossa suhteutetaan yrityksen osakkeiden markkina-arvo yrityksen oman pääoman kirja-arvoon. Taulukon 24 ensimmäisessä regressiossa on perheomisteinen yritys -muuttuja mukana. Sen perusteella perheomisteinen yritys ei poikkea arvostuksen osalta muista yrityksistä. Kun toisessa regressiossa analyysiin sisällytetään myös omistuksen keskittyneisyys, tulokset muuttuvat jonkin verran.

Selittävä muuttuja	Osinkotuotto					
	β	P-arvo	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttuja						
Perheomisteinen yritys	0,551	0,016	0,484	0,090		
Perheomistus yli 50 %					2,600	<,0001
Perheomistus 25 % - 50 %					0,335	0,517
Perheomistus 10 % - 25 %					-0,358	0,340
Omistusrakennekontrolli						
Omistus yli 50 %			-0,134	0,720	-1,795	<,0001
Omistus 25 % - 50 %			0,136	0,717	0,179	0,717
Omistus 10 % - 25 %			0,232	0,495	0,852	0,026
Yrityskontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Toimialakontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosikontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo	16,997	<,0001	15,342	<,0001	15,468	<,0001
Korjattu R ²	0,338		0,337		0,354	
N	845		845		845	

Taulukko 23. Yrityksen osinkotuottoa selittävät tekijät vuosina 2007–2016.

Perheomisteisten yritysten osinkotuotto on muita yrityksiä korkeampi erityisesti silloin, kun perheen omistus on yli 50 %. Muilla yrityksillä yli 50 %:n omistusosuus on negatiivisesti yhteydessä osinkotuottoon.

Selittävä muuttuja	Tobinin Q					
	β	P-arvo	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttuja						
Perheomisteinen yritys	-0,479	0,632	-2,400	0,054		
Perheomistus yli 50 %					-1,733	0,457
Perheomistus 25 % - 50 %					-8,767	<,0001
Perheomistus 10 % - 25 %					0,351	0,832
Omistusrakennekontrolli						
Omistus yli 50 %			2,603	0,112	2,095	0,351
Omistus 25 % - 50 %			4,492	0,006	9,345	0,000
Omistus 10 % - 25 %			3,461	0,020	1,452	0,388
Yrityskontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Toimialakontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosikontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo	1,229	0,197	1,389	0,081	1,673	0,012
Korjattu R ²	0,007		0,014		0,025	
N	845		845		845	

Taulukko 24. Yrityksen arvostustasoa (Tobinin Q) selittävät tekijät vuosina 2007–2016.

Perheomisteisten yritysten arvostus on jonkin verran alhaisempi kuin muissa yrityksissä erityisesti perheen omistaessa 25–50 %. Omistuksen keskittyminen yli 10 %:n on muissa yrityksissä positiivinen yhteys yrityksen arvostukseen.

Toisen regression tulosten mukaan perheomisteisten yritysten arvostus on alhaisempi kuin muiden yritysten. Tämä johtuu siitä, että muiden omistajien omistuksen keskittyneisyydellä on positiivinen vaikutus yrityksen arvostukseen. Kun otetaan huomioon perheomisteisen yrityksen omistuksen keskittyneisyys, havaitaan, että perheen omistusosuudella 25–50 % on negatiivinen vaikutus yrityksen arvostukseen.

Päätelmänä esitämme, että perheomisteisen yrityksen arvostus on jonkin verran alhaisempi kuin muissa yrityksissä. Tämä johtuu erityisesti siitä, että perheen omistaessa 25–50 % yrityksen osakkeista yrityksen arvo on selkeästi muita yrityksiä alhaisempi.

6.2.6 Osaketuotto

Kuvailevan analyysin perusteella taulukossa 19 perheomisteiset yritykset eivät poikenneet muista yrityksistä osaketuoton suhteen. Taulukon 25 regressioanalyysi kuvastaa sitä, onko perheomistajuudella vaikutusta osaketuottoon, kun analyysiin sisällytetään yritys-, toimiala- ja vuosikontrollit. Ensimmäisen regression perusteella perheomisteisten yritysten osaketuotto on lievästi korkeampi kuin muissa yrityksissä. Tämä vaikutus säilyy suuruudeltaan, vaikka tilastollinen merkitsevyys katoaa, kun otetaan huomioon omistuksen keskittyneisyys. Kun kolmannes-

sa regressiossa otetaan huomioon myös perheomisteisten yritysten keskittyneisyys, havaitaan, että positiivinen perheomisteisuuden vaikutus heikkenee, mitä suurempi on perheen omistus. Päätelmänä esitämme, että perheomistamisella on lievä positiivinen vaikutus osaketuottoon, joka heikkenee, kun perheen omistusosuus kasvaa.

6.2.7 Osaketuoton riskisyys

Viimeisenä yrityksen menestykseen liittyvänä tekijänä on osaketuoton riskisyys, jota tarkastellaan taulukossa 26. Aikaisemmassa taulukon 19 kuvailevassa analyysissä ei havaittu eroavuuksia perheomisteisten yritysten ja muiden yritysten välillä. Taulukon 26 ensimmäisen regression perusteella perheomisteiset yritykset ovat riskisyydeltään alhaisempia kuin muut yritykset. Mutta toisessa regressiossa tulokset muuttuvat kiinnostavalla tavalla, kun otetaan huomioon yritysten omistuksen keskittyneisyys. Tulokset viittaavat vahvasti siihen, että omistuksen voimakas keskittyminen lisää yritysten riskisyyttä paitsi silloin, kun on kyse perheomisteisista yrityksistä. Perheomisteisten yritysten alhainen riskitaso vahvistuu, kun otetaan huomioon yleinen omistuksen keskittyneisyys. Kun tarkasteluun lisätään vielä perheomistamisen keskittyneisyyttä kuvaava muuttuja, havaitaan, että

Selittävä muuttuja	Osaketuotto					
	β	P-arvo	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttuja						
Perheomisteinen yritys	0,075	0,052	0,078	0,104		
Perheomistus yli 50 %					0,011	0,898
Perheomistus 25 % - 50 %					0,059	0,499
Perheomistus 10 % - 25 %					0,120	0,062
Omistusrakennekontrolli						
Omistus yli 50 %			0,050	0,419	0,102	0,222
Omistus 25 % - 50 %			-0,092	0,137	-0,075	0,361
Omistus 10 % - 25 %			0,018	0,756	-0,013	0,839
Yrityskontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Toimialakontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosikontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo	18,078	<,0001	16,803	<,0001	15,800	<,0001
Korjattu R ²	0,394		0,399		0,399	
N	737		737		737	

Taulukko 25. Yrityksen vuosittaista osaketuottoa selittävät tekijät vuosina 2007–2016.

Perheomisteisten yritysten osaketuotto on hieman parempi kuin muissa yrityksissä, mutta yhteys heikkenee kun perheen omistusosuus kasvaa.

Selittävä muuttaja	Osaketuoton volatiliiteetti					
	β	P-arvo	β	P-arvo	β	P-arvo
Selittävä muuttaja						
Perheomisteinen yritys	-1,744	0,019	-3,326	<,0001		
Perheomistus yli 50 %					-5,055	0,003
Perheomistus 25 % - 50 %					-1,370	0,421
Perheomistus 10 % - 25 %					-3,481	0,005
Omistusrakennekontrolli						
Omistus yli 50 %			2,817	0,020	4,168	0,012
Omistus 25 % - 50 %			3,535	0,003	2,109	0,190
Omistus 10 % - 25 %			2,578	0,019	2,692	0,031
Yrityskontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Toimialakontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
Vuosikontrollit	Kyllä		Kyllä		Kyllä	
F-arvo	11,242	<,0001	10,487	<,0001	9,924	<,0001
Korjattu R ²	0,250		0,255		0,256	
N	831		831		831	

Taulukko 26. Yrityksen osaketuoton volatiliiteettiä selittävät tekijät vuosina 2007–2016.

Perheomisteisten yritysten osaketuoton riski on alhaisempi kuin muilla yrityksillä. Muissa yrityksissä omistuksen keskittyminen yli 10 %:n on yhteydessä yrityksen osaketuoton korkeampaan riskitasoon.

perheomisteisten yritysten osakekurssin vaihtelu on poikkeuksellisen alhaista riippumatta omistuksen keskittyneisyyden tasosta. Yrityksissä, joissa perheen omistusosuus on yli 50 %, on alhaisin riski.

Päätelmän esitämme, että perheomisteisen yrityksen osaketuoton riski eli volatiliiteetti on alhaisempi kuin muilla yrityksillä. Erityisen alhainen riski on yli 50 %:ssa perheomisteisissa yrityksissä.

Yhteenveto

- Perheomisteinen yritys ei eroa muista yrityksistä liikevaihdon kehityksen suhteen.
- Perheomisteisuus vaikuttaa myönteisesti yrityksen pääoman tuottoon ja liikevoittoprosenttiin. Perheomisteiset yritykset ovat kannattavampia kuin muut yritykset ja perheomistamisen keskittyminen parantaa kannattavuusvaikutusta.
- Perheomisteisten yritysten osinkotuotto on muita yrityksiä parempi. Erityisesti osinkotuotto on korkeampi perheomisteisissa yrityksissä, joissa perhe omistaa yli 50 % äänistä.
- Perheomisteisen yrityksen arvostus on lievästi alhaisempi kuin muissa yrityksissä. Erityisesti perheen omistaessa 25–50 %, yrityksen arvo on muita yrityksiä alhaisempi.
- Perheomistamisella on lievä positiivinen vaikutus osaketuottoon mutta se heikkenee perheomistuksen keskittyessä. Lisäksi perheomisteisen yrityksen osaketuoton vaihtelevuus on alhaisempi kuin muilla yrityksillä.

OSA 7: LOPUKSI

- Tulosten yhteenveto
- Johtopäätökset
- Viesti omistajille
- Viesti toimivalle johdolle
- Viesti yksityissijoittajille
- Viesti päättäjille



Vidgrénin veljekset Juha, Janne, Jarmo ja Jukka onnittelevat Ponsella 45 vuotta koneistajana toiminutta Matti Hiltusta. Kuva: Ponsse Oyj

7. LOPUKSI

Perheomiset yritykset ovat merkittävä yritysmuoto Suomessa. Perheomisteisia yrityksiä on yli puolet Helsingin pörssin päälistan yhtiöistä. Vuonna 2016 niitä oli 62. Erityisesti yritysten, joista pääomistajalla on yli 10 % äänistä mutta alle 25 % on lukuisia – yhteensä 26 yritystä. Perheomisteisten yritysten suhteellinen osuus kaikista listatuista yrityksistä on pysynyt suunnilleen samana kymmenen vuoden aikana. Suurin osa perheomisteisista yrityksistä on markkina-arvoltaan pieniä, alle €150 miljoonaa. Tässä on iso ero muihin yrityksiin verrattuna. Samoin ero muihin yrityksiin on myös isoissa eli markkina-arvoltaan yli miljardi eroa olevissa yrityksissä. Perheomisteisia isoja yrityksiä oli vain kahdeksan vuonna 2016.

Merkittävin toimiala perheomisteisille yrityksille on ”Teollisuustuotteet ja -palvelut” -toimiala. Tällaisia yrityksiä on yli puolet 62:sta perheomisteisesta yrityksestä. Seuraavaksi suurin toimiala on ”Teknologia”, jolla toimii 12 yritystä. Selvityksessä havaittiin, että pääsääntöisesti perheomisteiset yritykset toimivat aloilla, joissa ei tarvita suuri käyttöomaisuus- tai tutkimus- ja tuotekehitysinvestointeja suhteessa niiden riskinottohaluun.

Perheomisteisten yritysten liiketoimintaa tarkasteltiin eri avainmittareiden avulla. Johtopäätöksenä tämän tarkastelun osalta havaittiin perheomisteisia listattuja ja muita listayhtiöitä vertailtaessa, että

- perheomisteiset yritykset ovat liikevaihdoltaan pienempiä kuin muut yritykset
- perheomisteiset yritykset eivät eroa velkaantumisen osalta muista yrityksistä mutta omistuksen keskittyneisyys lisää velkaantumista
- perheomisteiset yritykset eivät eroa investointiaktiivisuuden osalta muista yrityksistä
- perheomisteiset yritykset ovat vähemmän tutkimus- ja tuotekehitysintensiivisiä kuin muut yritykset; lisäksi omistuksen keskittyneisyys on yhteydessä alhaisempaan tutkimus- ja tuotekehitysintensiivisyyteen
- perheomisteisten yritysten liikevaihdosta merkittävästi pienempiä osuus tulee ulkomaan myynistä kuin muilla yrityksillä.

Joten eroja löytyy muihin yrityksiin lähinnä yrityksen koon, viennin ja tutkimus- ja tuotekehityksen osalta. Perheomisteisten hallitusten osalta havaittiin, että

- perheomisteisten yritysten hallitusten koko ei poikkea muista yrityksistä
- naisten osuus perheomisteisten yritysten hallituksissa ei poikkea muista yrityksistä
- perheomisteisten yritysten hallitukset ovat keski-ikäitään nuorempia kuin muissa yrityksissä
- perheomisteisten yritysten hallitusjäsenien ikäjakama on laajempi kuin muissa yrityksissä
- perheomisteisten yritysten hallitusjäsenet ovat vähemmän kansainvälisiä kuin muissa yrityksissä.

Merkillepantavaa oli hallitusjäsenien ikäjakama – perheomisteisissa yrityksissä on enemmän nuoria hallitusjäseniä kuin muissa yrityksissä. Ulkomaalaisten hallitusjäsenien vähäisempi määrä selittyy erityisesti perheomisteisten yritysten pienemmällä koolla ja alhaisemmalla ulkomaan myynnin määrällä muihin yrityksiin verrattuna.

Perheomisteisten yritysten toimitusjohtajien palkitsemisesta havaittiin, että

- perheomisteisen yrityksen toimitusjohtajalle maksetaan hieman alhaisempaa kiinteää palkkaa kuin muissa yrityksissä; perheenjäsenen toimiessa toimitusjohtajana kiinteä palkka on alhaisempi ja keskittynyt omistus on yhteydessä alhaisempaan kiinteään palkkaan
- perheomisteisen yrityksen toimitusjohtajalle maksetaan bonuksia vähemmän, mikäli hän on omistajaperheen jäsen; lisäksi omistuksen keskittyneisyys on yhteydessä alhaisempiin bonuksiin
- perheomisteisen yrityksen toimitusjohtajien osakesidonnaiset kompensatiot ovat alhaisempia kuin muissa yrityksissä mutta vain silloin kun perheen omistusosuus on 10–25 %
- perheomisteisen yrityksen toimitusjohtajien kokonaiskompensatio on alhaisempi kuin muissa yrityksissä.

Liiketoiminnallista menestymistä tarkasteltaessa havaittiin, että

- perheomisteiset yritykset eivät eroa muista yrityksistä liikevaihdon kasvun suhteen

- perheomisteisten yritysten pääoman tuotto ja liikevoittoprosentti ovat korkeampia kuin muilla yrityksillä ja perheen omistuksen keskittyessä positiivinen yhteys pääoman tuottoon ja liikevoittoprosenttiin vahvistuu
- perheomisteisten yritysten osinkotuotto on muita yrityksiä korkeampi erityisesti, kun perheen omistus on yli 50 %; muilla yrityksillä omistuksen keskittymisellä yli 50 %:n on negatiivinen yhteys osinkotuottoon
- perheomisteisten yritysten arvostus on jonkin verran alhaisempi kuin muissa yrityksissä erityisesti perheen omistaessa 25 % - 50 %; pääomistajan omistuksen ollessa yli 10 %:n on muissa kuin perheomisteisissa yrityksissä positiivinen yhteys yrityksen arvostukseen
- perheomisteisten yritysten osaketuotto on hie- man parempi kuin muissa yrityksissä, mutta yhteys heikkenee, kun perheen omistusosuus kasvaa
- perheomisteisten yritysten osaketuoton riski on alhaisempi kuin muilla yrityksillä; muissa yrityksissä omistuksen keskittyminen yli 10 %:n on yhteydessä yrityksen osaketuoton korkeam- paan riskitasoon.

Perheyrietykset kasvavat samalla tavalla kuin muut yritykset. Kuten edellä todettiin, investoinnit ovat samalla tasolla kuin muissa yrityksissä mutta tutkimus- ja tuotekehitysinvestoinnit ovat alhaisemmat, mikä ei näy yrityksen kasvussa. Merkillä pantavaa on, että perheomisteisten yritysten kannattavuus on korkeampi, osaketuoton riski alhaisempi ja osinkotuotto korkeampi kuin muissa yrityksissä. Lisäksi yritysten arvostus on jonkin verran alhaisempi muihin yrityk- siin verrattuna. Näiden havaintojen perusteella voim- me todeta, että perheet ovat erittäin hyviä omistajia pörssinoteeratuille yrityksille.

Viesti omistajille

Omistamanne yritykset menestyvät hyvin ja ne kas- vavat samalla vauhdilla kuin muut yritykset. Teillä on kasvumahdollisuuksia – viennin osuus on alhaisem- pi kuin muissa yrityksissä. Uusilta markkinoilta teille löytyy arvon kasvattamismahdollisuuksia.

Omistajana voitte lisätä riskinottohaluanne ja panostaa enemmän innovaatioiden kehittämiseen. Toimialat ja arvonluonti ovat murroksessa, kun di- gitalisaatio ja aikaa myöten tekoäly luovat epäjatku- vuuksia. Vaikka viimeisen kymmenen vuoden aikana

perheomisteiset yritykset ovat menestyneet poikke- uksellisen hyvin, sen perusteella ei voi päätellä, että tämä jatkuisi tulevaisuudessa. Vain uutta luomalla perheomisteiset yritykset voivat jatkossakin hyvin ja menestyvät.

Viesti toimivalle johdolle

Olette hoitaneet yrityksiä hyvin. Tunnistakaa, mikä on omistajanne riskinottohalu. Kun se on tiedossa, teidän on helpompi laatia strategioita, joita omis- tajanne hyväksyvät. Omistajanne odottavat teiltä kasvuideoita. Isot investoinnit – kuten merkittävät yrityskaupat – joiden seurauksena riski kasvaa, ei- vät välttämättä ole omistajanne toiveiden mukaisia. Varsinkin yrityksissä, joissa pääomistajalla on vähän yli 10 %:n omistusosuus, omistaja ei hevillä lähde liudentamaan omistusosuuttaan. Siten myös osake- sidonnaiset palkkiot eivät ole välttämättä omistajan edun mukaisia.

Viesti piensijoittajille

Perheomisteiset yritykset ovat tämä selvityksen pe- rustella hyvä sijoituskohde. Perheomisteisten yritys- ten pääomatuotto on korkeampi, osaketuoton riski alhaisempi ja osinkotuotto korkeampi kuin muissa yrityksissä. Lisäksi yritysten arvostus on jonkin ver- ran alhaisempi muihin yrityksiin verrattuna.

Viesti lainsäätäjille

Perheomisteisten yritysten omistajat ovat merkittävä omistajaryhmä myös listatuissa yrityksissä – perheo- misteisia on yli puolet Helsingin päälistalla olevista yrityksistä. Yrityksiä, joissa pääomistajan omistus- osuus on yli 10 % mutta alle 25 % on huomattava määrä. Suurin osa näistä omistajista ei halua eikä pysty kasvattamaan omistustaan. Pitäkää huoli, että nämä pääomistajat pystyvät kehittämään yrityk- siään. Tehkää myös kaikkenne, että näitä yrityksiä tulee lisää. Suomeen tarvitaan lisää hyviä omistajia – sellaisia, jotka ajattelevat yrityksen etua pitkällä tär- täyksellä ja jotka sitä kautta luvat lisää työpaikkoja ja hyvinvointia Suomeen.

On myös tärkeää, että perheomistajat voivat luo- pua omistuksestaan ja muut omistajat ovat valmiita ottamaan yritystoiminnan jatkokehittämisen vastuul- leen. Lainsäädännön tulisi tukea omistamisen ja- lostamista yrityksen elinkaaren kehityksen kannalta optimaalisesti.

LIITE 1: MENETELMÄT

Tilastollinen aineisto

Tutkimusaineisto koostuu Helsingin pörssiin päälistan yhtiöistä aikavälillä 2007–2016. Pörssitiedot perustuvat NASDAQ:n arkiston tietoihin joulukuulta 2007 ja 2016. Näiden vuosien aikana on tullut lisää yrityksiä ja osa niistä on poistunut. Pörssistä poistuneet yritykset sekä nimenvaihdot on selvitetty Kaupalehden arkistotietojen avulla. Lisäksi uusien yritysten listautumispäivät on haettu Orbis-tietokannan avulla. Yritys on luokiteltu pörssiyritykseksi kyseisenä vuonna, mikäli se on ollut listattuna pörssiin vuoden lopussa ja tehnyt pörssiyritysmuotoisen vuosikertomuksen. Tilinpäätöstiedot on haettu pääsääntöisesti Datastream-tietokannasta.

Tilinpäätösten vertailukelpoisuuden vuoksi tutkimuksen ulkopuolelle on jätetty rahoitusalan yhtiöt (ICB-koodi 800) perustuen viimeisimpään NASDAQ OMX Helsingin käyttämään ICB-toimialaluokittukseen. Lisäksi tutkimuksessa on keskitytty suomalaisiin pörssiyrityksiin. Näin ollen ulkomaiset yhtiöt, joiden kotipaikka ei sijaitse Suomessa ja joiden ISIN-tunnuksen maakoodi ei ole FI, on jätetty aineiston ulkopuolelle. Tutkimuksessa ei myöskään ole huomioitu NASDAQ OMX Helsingin First North -yrityksiä, sillä kyseisiin yrityksiin sovelletaan päämarkkinoita kevyempiä vaatimuksia, mikä ei tee niistä täysin vertailukelpoisia ja tiedon saatavuus on heikompaa. Ottaen huomioon edellä mainitut kriteerit, lopullinen tutkimusotos koostuu yhteensä 115:sta pörssiyrityksestä ja käsittää yhteensä 1 079 yritysvuosihavaintoa.

Yritysten hallitusten analyysin osalta olemme keskittyneet vain vuoteen 2016. Uskomme, että tämä poikkileikkausaineisto antaa hyvän kuvan perheomisteisten yritysten hallitusten rakenteesta sekä mahdollistaa luotettavan vertailun toisiin yrityksiin.

Perheomistajamuuttuja

Perheomisteisten yritysten tunnistaminen on olennaista ja luo pohjan koko tutkimukselle. Omistajuus on selvitetty lähtökohtaisesti joulukuun 31. päivälle vuosina 2007 ja 2016. Perheomistamiselle on ominaista pitkäjänteisyys, minkä vuoksi ei ole katsottu tarpeelliseksi selvittää jokaista tutkimusperiodin vuotta. Eli, jos perheen äänivalta on ylittänyt esimerkiksi 25% vuosina 2007 ja 2016, oletetaan, että se on ylittynyt myös näiden vuosien välillä. Tällöin yritys täyttää perheyriksen määritelmän koko tutkimusperiodilla. Mikäli omistus on siirtynyt perheeltä toiselle, ei se ole vaikuttanut määrittelyyn.

Aineisto perustuu yritysten omistajaluetteloihin, jotka on saatu Orbis-tietokannasta ja yritysten vuosikertomuksista. Etenkin vuoden 2007 kohdalla on hyödynnetty vuosikertomuksista saatavaa informaatiota, koska Orbiksen aineisto on tältä vuodelta puutteellista. Perheyriksen määrittelyssä tässä tutkimuksessa äänivaltaan perustuen. Joillakin yrityksillä on kaksi osakesarjaa, jotka tuottavat erilaisen äänivallan usein pääomistajien eduksi. Näin ollen äänivalta kuvastaa osakeomistusta paremmin sitä vaikutusvaltaa, jota osakkeenomistajat tosiasiallisesti käyttävät yhtiökouksen myötä.

Omistajuus äänivaltaan pohjautuen on selvitetty pääsääntöisesti 1%:n asti. Tästä on kuitenkin poikettu, mikäli perheen omistus on tullut helposti ilmi. Esimerkiksi Uponorin vuoden 2016 vuosikertomuksessa on mainittu, että Paasikiven suku omistaa yhtiötä sekä suoraan että Oras Invest Oy -yhtiön kautta, yhteensä 25,3 prosenttia. Pelkästään 1%:n asti selvittämällä tulisi ilmi, että Oras Invest Oy omistaa yhtiöstä 22,6 prosenttia.

Perheomistus on tyypillisesti stabiilia, mutta toisinaan 10 vuoden aikajänteellä on tapahtunut merkittäviäkin muutoksia omistajuudessa. Omistajuus on esimerkiksi saattanut vähentyä niin, että yritys ei enää täytä perheyriksen määritelmän tunnusmerkkejä. Esimerkiksi Componenta Oyj:ssä Lehtosten äänivalta on vähentynyt 10 vuodessa yli 25 prosentista alle 10 prosenttiin. Sanoma Oyj:ssä Aatos Erkon ja sukulaisten omistus on laskenut alle 25 prosentin, kun Aatos Erko testamenttasi Säätiölle Sanoma-omistuksensa. Myös toisenlainen suunta on mahdollinen, jolloin perheomistaja on kasvattanut omistustaan tai hankkinut ison osan yrityksestä. Esimerkiksi Etteplanissa Ingmanien sijoitusyhtiö on kasvattanut omistustaan yli 50 prosentin. Mikäli edellä mainittuja muutoksia on ollut vuosia 2007 ja 2016 verrattaessa, syvempi tarkastelu omistusmuutoksen selvittämiseksi on tehty koko tutkimusperiodilta.

Selviytymisharhaa (survival bias) on pyritty kontrolloimaan sillä, että myös ne yritykset on huomioitu tutkimusaineistossa, jotka eivät ole julkisesti noteerattuja yhtiöitä koko tutkimusperiodilla. Jos yritys on listautunut pörssiin vuoden 2007 jälkeen tai poistunut sieltä ennen vuotta 2016, myös nämä listaamattoman ajan vuodet on huomioitu. Osa perheyriksistä on poistunut pörssistä konkurssin kautta. Myös omistusmuutosten kohdalla alkuperäinen perheomistaja on saattanut vähentää omistustaan. Tämä on voinut olla tarkoituksenmukaista tai tahatonta. Yksi syy saattaa olla, että yrityksellä on mennytkin

huonommin ja omistus on myyty toiselle taholle. Kyseisen seikan huomioiminen vähentää myös selviytymisharhaa.

Perheomistus saattaa olla välitöntä eli suoraa henkilö-omistusta tai välillistä, yhtiön kautta tapahtuvaa omistamista. Sijoitusyhtiöiden kautta tapahtuva omistus on yleistä perheomistajille. Näissä yhtiöissä määräysvaltaa käyttävien henkilöiden tai perheiden löytämiseksi on käytetty useita tietolähteitä. Vaihtoehtoisesti on selvitetty, onko perheenjäsenillä merkittävä edustus hallituksessa. Esimerkiksi vuosikertomukset ja Orbis-tietokanta antavat osalle yrityksistä määräysvaltaa käyttävän henkilön nimen. Suuri apu on ollut myös Arvopaperi-lehden vuosittain tekemistä selvityksistä, joissa on tutkittu suurimpien suomalaisten perhe- ja sukuyhtiöiden omistuksia. Lisäksi apuna on käytetty Helsingin Sanomien selvitystä (Hänninen ja Pietiläinen, 2015), jossa on yhdistetty samojen sukujen jäsenet ja sijoitusyhtiöt. Kaikkien sijoitusyhtiöiden omistusten määrittäminen ei kuitenkaan ollut mahdollista, koska internet-lähteistä ei löytynyt tietoa omistajista tai hallituksen jäsenistä. Osa holding-yhtiöistä oli rekisteröity esimerkiksi Luxembourgiin.

Tässä tutkimuksessa perheeksi on luokiteltu yrityksen perustanut tai yrityksen (osakekannan) hankkinut henkilö, heidän perheensä tai jälkeläisensä. Määritelmä on laajempi kuin Perheyriksen liiton määritelmä, joka edellyttää perheeltä 25 %:n omistusta, koska otamme mukaan kaikki ne yritykset joissa perheen omistus ylittää 10 %. Tämä johtuu siitä, että jo 10 %:n omistuksella useimmissa tapauksissa pääomistajataholla on merkittävä vaikutus yrityksen toimintaan. Lisäksi haluamme nähdä, muuttuuko perheen omistuksen vaikutus, kun omistusosuus kasvaa. Mikäli omistajaluettelossa on useita perheitä, äänivalta on laskettu suurimman perheomistajan mukaan. Sama pätee, jos yrityksessä on aktiivisesti mukana useita perustajaosakkaita. Äänivalta on silloinkin laskettu suurimman omistajan mukaan.

Omistajalistauksessa ne henkilöt, joilla on sama sukunimi, oletetaan kuuluvan samaan sukuun. Muiden omistajien kohdalla on tehty tarkempaa tutkimusta sukulaisuussuhteen selvittämiseksi. Sukulaisuussuhteiden selvittäminen on kuitenkin toisinaan erittäin hankalaa ja suku saattaa omistaa yritystä hyvinkin laajasti. Edellä mainituista syistä johtuen, tässä laajuudessa tehty tutkimus saattaa jättää huomiomatta potentiaalisia perheyriksisiä.

Sukuhaarojen määrällä ei katsota olevan väliä perheen määrittämisessä. Esimerkiksi Fiskarsin ta-

pauksessa kaikki sukuhaarojen omistukset on laskettu yhteen, jolloin äänivalta ylittää 50 prosenttia. Eräässä tapauksessa toinen listattu yritys omistaa toisen perheyriksen. Takomassa Oyj:ssä Panostaja Oyj:llä on yli 50% äänistä. Panostajassa Koskenkorvien perheellä on merkittävä valta, joten perheen voidaan katsoa pitävän valtaa myös Takomassa, joka on niin ikään Koskenkorvien perheyhtiö.

Tilastollinen analyysi

Tilastollisessa analyysissä olemme tarkastelleet seuraavia kysymyksiä: minkälaista on perheomistajuus, minkälaista on perheomisteisten yritysten toiminta, miten perheomisteiset yritykset palkitsevat toimitusjohtajaansa, minkälaisia ovat perheomisteisten yritysten hallitukset ja miten perheomisteiset yritykset menestyvät.

Empiirisessä analyysissä esitämme kuvailevia lukuja kuten keskiarvoa, mediaania ja keskihajontaa, vertailua tarkastelemalla perheomisteisten ja muiden yritysten keskiarvoja sekä monimuuttujamenetelmiä pienimmän neliösumman menetelmällä, jossa tarkastellaan selitettävän muuttujan yhteyttä selitettäviin muuttujiin. Tässä menetelmässä pyrimme tunnistamaan perheomisteisten yritysten piirteitä ottamalla huomioon lukuisia kontrollimuuttujia yritysjä ja toimialatasolla sekä ottamalla ajallisen kehityksen huomioon.

Riippuen empiirisestä analyysistä muuttujien rooli voi vaihtua selitettävästä muuttujasta yritystason kontrollimuuttujaksi. Taulukossa 27 on esitetty itse kunkin muuttujan rooli kussakin analyysissä.

Jo edellä kuvasimme aineiston keruuta, ajanjaksoa ja aineiston laajuutta. Seuraavaksi esitämme, miten aineistoa on käsitelty. Aineiston käsittelyssä on tärkeää huomioida, mitkä havainnot ovat empiirisessä analyysissä ja millä tavalla mukana. Erityisen tärkeään rooliin nousevat poikkeuksellisen suuret tai poikkeuksellisen pienet havainnot. Tämä johtuu siitä syystä, että yksittäinen havainto tai muutama havainto voivat vaikuttaa hyvin vahvasti keskiarvoon ja kahden muuttujan väliseen yhteyteen. Poikkeukselliset havainnot voidaan joko poistaa aineistosta tai sitten ne voidaan siirtää lähemmäksi keskiarvoa esimerkiksi siihen kyseisen muuttujan arvon kohdalle, jonka ulkopuolelle jää 1 % kaikista havainnoista. Tässä tutkimuksessa on päädytty siirtämään äärihavainnot lähemmäksi keskiarvoa. Se on toteutettu jokaisen muuttujan osalta erikseen harkintaa käyttäen ja päädytty joko 1 % tai 2,5 %:n kohdalle siirtämisessä.

	Toiminta	Palkitseminen	Hallitus	Menestys
Selittävä	In(liikevaihto) Velkaantumisasaste Investoinnit/taseen loppusumma Tutkimus ja tuotekehitys/ taseen loppusumma Ulkomaan myynnin osuus liikevaihdosta	In(kiinteä palkka) In(bonukset) In(osakesidonnaisetjärjes- telmät) In(kokonaispalkka)	Hallituksen koko (kpl) Naisten osuus jäsenistä (%) Hallituksen keski-ikä Hallituksen iän varianssi Ulkomaalaisten osuus jäsenistä (%)	Liikevaihdon kasvu (%) Pääomantuotto (%) Liikevoittoprosentti Osinkotuotto (%) Tobinin Q Osaketuotto (%) Osaketuoton keskihajonta (%)
Sellittävät muuttujat				
Varsinaiset muuttujat	D(perheomisteinen yritys) D(omistus 10 % - 25 %) D(omistus 25 % - 50 %) D(omistus yli 50 %)	D(perheomisteinen yritys) D(omistus 10 % - 25 %) D(omistus 25 % - 50 %) D(omistus yli 50 %)	D(perheomisteinen yritys) D(omistus 10 % - 25 %) D(omistus 25 % - 50 %) D(omistus yli 50 %)	D(perheomisteinen yritys) D(omistus 10 % - 25 %) D(omistus 25 % - 50 %) D(omistus yli 50 %)
		D(perheen jäsen toimitusjohtajana)		
	D(perheen omistus 10 % - 25 %)	D(perheen omistus 10 % - 25 %)	D(perheen omistus 10 % - 25 %)	D(perheen omistus 10 % - 25 %)
	D(perheen omistus 25 % - 50 %)	D(perheen omistus 25 % - 50 %)	D(perheen omistus 25 % - 50 %)	D(perheen omistus 25 % - 50 %)
	D(perheen omistus yli 50 %)	D(perheen omistus yli 50 %)	D(perheen omistus yli 50 %)	D(perheen omistus yli 50 %)
Yritystason muuttujat	Liikevaihdon kasvu (%) Pääomantuotto (%) In(yrityksen ikä)	Ln(Liikevaihto) Liikevaihdon kasvu (%) ROA Velkaantumisasaste Investoinnit/taseen loppu- summa R&D/taseen loppusumma In(yrityksen ikä) Osinkotuotto Ulkomaan myynnin osuus	Ln(Liikevaihto) Liikevaihdon kasvu (%) ROA Velkaantumisasaste Investoinnit/taseen loppu- summa R&D/taseen loppusumma In(yrityksen ikä) Osinkotuotto Ulkomaan myynnin osuus	Ln(Liikevaihto) Velkaantumisasaste Investoinnit/taseen loppusumma R&D/taseen loppusumma In(yrityksen ikä) Ulkomaan myynnin osuus
Toimialamuuttuja- dummyt (vertailutoima- lana Teollisuustuotteet ja -palvelut)	Kulutuspalvelut Kulutustavarat Perusteollisuus Teknologia Teollisuustuotteet ja -palvelut Terveystuotteet Tietoliikennepalvelut Yleishyödylliset palvelut Öljy ja kaasu	Kulutuspalvelut Kulutustavarat Perusteollisuus Teknologia Teollisuustuotteet ja -palvelut Terveystuotteet Tietoliikennepalvelut Yleishyödylliset palvelut Öljy ja kaasu	Kulutuspalvelut Kulutustavarat Perusteollisuus Teknologia Teollisuustuotteet ja -palvelut Terveystuotteet Tietoliikennepalvelut Yleishyödylliset palvelut Öljy ja kaasu	Kulutuspalvelut Kulutustavarat Perusteollisuus Teknologia Teollisuustuotteet ja -palvelut Terveystuotteet Tietoliikennepalvelut Yleishyödylliset palvelut Öljy ja kaasu
Vuosidummyt (vertailukohteena 2016)	2015 2014 2013 2012 2011 2010 2009 2008 2007	2015 2014 2013 2012 2011 2010 2009 2008 2007	2015 2014 2013 2012 2011 2010 2009 2008 2007	2015 2014 2013 2012 2011 2010 2009 2008 2007

Taulukko 27. Monimuuttujamenetelmien selittävät muuttujat, varsinaiset muuttujat ja kontrollimuuttujat yritys-, toimiala- ja vuositasoilla.

Näin on pyritty aineistoon, joka olisi mahdollisimman laadukas empiiristen päätelmien tekemiselle.

Seuraavassa esitellään, miten muuttujia on työstetty:

- liikevaihdon kasvussa sekä ala- että ylä-arvojen osalta muuttujan arvot siirrettiin 1 %:n kohdalle niin, että pienin kasvuprosentti on -52,53 % (pienin oli -100 %) ja suurin kasvuprosentti on 119,67 % (suurin oli 1 909,81 %).
- pääoman tuottoosantissa sekä ala- että ylä-arvojen osalta muuttujan arvot siirrettiin 1 %:n kohdalle niin, että pienin pääoman tuottoosantti on -52,92 % (pienin oli -234,80) ja suurin pääoman tuottoosantti on 28,74 % (suurin oli 1 304,67 %).
- liikevoittoosantissa ala-arvojen osalta muuttujan arvot siirrettiin 2,5 %:n kohdalle niin, että pienin liikevoittoosantti on -52,76 % (pienin oli -17 659,26 %).
- velkaantumisasasteessa sekä ala- että ylä-arvojen osalta muuttujan arvot siirrettiin 1 %:n kohdalle niin, että pienin velkaantumisasaste on 0 % (pienin oli -685,77 %) ja suurin velkaantumisasaste on 109,40 % (suurin oli 465,31 %).

Haastatteluaineisto

Haastatteluaineistolla olemme pyrkineet saavuttamaan näkemystä siitä, mitä perheomisteisissa yrityksissä tapahtuu – mitä tavoitellaan, miten toimitaan ja mitä siitä on haastateltavien näkemysten mukaan seurannut. Keskustelut perheomisteisten yritysten edustajien kanssa noudattivat teemahaastattelun henkeä, vaikka lähtökohtaisesti kysymykset olivat verraten tarkkoja. Mikäli jostain kysymyksestä oli aiheellista jatkaa tarkempaa keskustelua, saimme täsmennystä esitettyyn kysymykseen. Useissa tapauksissa keskustelu eteni tämän jälkeen omalla painollaan, ja tarkat kysymykset toimivat lähinnä käsiteltävien asioiden tarkastuslistana. Yleisiä teemoja olivat omistajuus, hallitus ja johto, palkitseminen, investoinnit, tutkimus ja tuotekehitys, kansainvälisyys ja suoriutuminen. Kunkin isomman teeman alla oli erityisiä kysymyksiä, joista olimme kiinnostuneita.

Haastateltavien valinnassa käytimme seuraavia kriteereitä: perheomistajuuden elinkaaren vaihe, perheomistuksen suuruus ja haastateltavat edustavat erilaisia rooleja yrityksessä. Ensinnäkin, haastattelimme kolmessa erilaisissa elinkaaren vaiheessa olevia perheomisteisiä yrityksiä – niitä, joissa yrityksen perustaja on keskeisessä roolissa, niitä, joissa perustajan jälkeläiset ovat keskeisessä roolissa ja niitä, joissa perhe on tullut sijoittajana yritykseen. Toiseksi,

jaoimme perheomisteiset yritykset kolmeen ryhmään perheen omistuksen perusteella. Yhdessä ryhmässä olivat ne yritykset, joissa perhe omisti yli 50 % yrityksestä, toisessa omistus oli 25 %:n ja 50 %:n välissä. Kolmannessa ryhmässä olivat ne yritykset, joissa perhe omisti yli 10 % mutta alle 25 %. Kolmantena kriteerinä haastateltavissa oli rooli yrityksessä. Haastattelimme keskeisiä perheen jäseniä, jotka toimivat joko omistajan roolissa, hallituksen puheenjohtajana tai toimitusjohtajana. Haastattelimme lisäksi perheen ulkopuolisia jäseniä, jotka toimivat perheomisteisessa yrityksessä hallituksen puheenjohtajana tai toimitusjohtajana.

Käytämme haastatteluja erityisen paljon kuvataksemme, miten asiat perheyriksissä tapahtuvat. Haastatteluista esitämme suoria lainauksia, jotta lukija saa muodostettua oman kuvan siitä, mitä haastateltava on pyrkinyt sanomaan ja olemme pyrkineet sijoittamaan nämä suorat lainaukset siihen kohtaan, joka on aiheen osalta ollut luonteva. Lainauksissa emme ole kirjanneet, kuka minkäkin asian on lausunut, koska haastattelut on toteutettu luottamuksellisesti.

LIITE 2: TILASTOLLISTEN TEKSTIEN LUKUOHJE

Taulukoissa havaitset vihreää ja punaista väriä sekä taulukon vieressä tekstiä. Vihreä väri viittaa sellaiseen kahden muuttujan positiiviseen yhteyteen ja punainen väri negatiiviseen yhteyteen, joita pidämme perheomisteisten yritysten ja omistuksen keskitymisen osalta mielenkiintoisena ja niin tärkeinä, että olemme niiden perusteella valmiita tekemään päätelmiä. Taulukon viereisessä tekstissä teemme nämä päätelmät.

Koska moni lukija on kiinnostunut tutustumaan taulukoihin tarkemmin, seuraavassa on taulukoiden lukuohjeita.

Taulukoiden ylimpänä muuttujana on esitetty aina se, minkä muuttujan vaihtelua pyritään selittämään. Tätä muuttujaa kutsutaan selitettäväksi muuttujaksi. Hallituksen osalta niitä ovat mm. hallituksen jäsenten määrä ja naisten osuus hallituksen jäsenistä. Menestyksen osalta puolestaan niitä ovat mm. kasvu, pääoman tuotto ja liikevoittoprosentti.

Kaikki muut muuttujat pyrkivät selittämään tämän selitettävän muuttujan vaihtelua. Keskeiset selittävät muuttujat on esitetty erikseen. Kaikki muut muuttujat ovat kontrollimuuttujia ja ne on ryhmitelty yrityskontrolleiksi, toimialakontrolleiksi ja vuosikontrolleiksi, eikä näiden selittävien muuttujien tuloksia erikseen esitetä tuloksia raportoitaessa.

Kunkin selittävän muuttujan osalta esitetään beeta-kerroin (β) ja p-arvo. Beeta-kerroin kuvastaa sitä, minkä verran selittävän muuttujan muutos vaikuttaa selitettävään muuttujaan. Otetaan esimerkiksi Taulukko 21, jossa Pääoman tuotto -muuttuja on selitettävänä ja jossa Perheomisteinen yritys -muuttuja saa beeta-kertoimen 1,725. Tämä tarkoittaa sitä, että perheomisteisen yrityksen pääoman tuotto olisi parhaimman arvion mukaan 1,725 % parempi kuin muiden yritysten, kun kaikkien kontrollimuuttujien vaikutus on huomioitu.

P-arvo puolestaan kertoo sen, miten suurella todennäköisyydellä hylätään se mahdollisuus, että beeta-kerroin olisi yhtä suuri kuin nolla. Mitä pienemmän arvon p-arvo saa, sitä todennäköisemmin beeta-kerroin poikkeaa nolasta. Yleisesti käytettyjä todennäköisyyksiä ovat 0,10, 0,05 ja 0,01. Vastaavassa taulukossa yllä esitetty beeta-kerroin saa p-arvokseen 0,050. Siten voidaan 95 %:n todennäköisyydellä tehdä päätelmä, että perheomisteista yritystä kuvaavan muuttujan beeta-kerroin poikkeaa nolasta. Mikäli p-arvo on suurempi kuin 0,10, pidetään yleisesti liian epävarmana päätelmänä se, että beeta-kerroin poikkeaisi nolasta.

Taulukoissa on yleensä kolme eri saraketta ja kukin sarake on oma empiirinen analyysinsä ja näitä

sarakkeita voidaan verrata toisiinsa. Esimerkiksi pääoman tuottoa kuvaavassa empiirisessä analyysissä perheomisteista yritystä kuvaavan muuttujan beeta-kerroin muuttuu kuin empiiriseen analyysiin lisätään kaikkia yrityksiä koskevat omistusrakennekontrollimuuttujat. Havaitsemme, että perheomisteisten yritysten pääoman tuotto on parhaimman arvion mukaan 3,005 % korkeampi kuin muilla yrityksillä. Sen sijaan omistusrakennetta kuvaavat muuttujat saavat kaikki negatiiviset beeta-kertoimet, tosin yksikään niistä ei yllä p-arvon perusteella riittävälle tasolle, jotta voisimme tehdä päätelmiä. Niiden lisääminen kuitenkin kuvastaa sitä, että yleisesti ottaen olisi viitteitä, että keskittynyt omistus voisi olla yhteydessä heikompaan pääoman tuottoon, mutta perheomisteisillä yrityksillä näin ei ole.

Itse kunkin sarakkeen alla on kolme eri tunnuslukua – F-arvo, Korjattu R^2 ja N. F-arvon avulla voidaan arvioida, onko kaiken kaikkiaan sarakkeen empiirisellä analyysillä merkitystä, eli riippuuko selitettävä muuttuja yhdestäkään selittäjästä. Mikäli mikään selittävä muuttuja ei selitä selitettävän muuttujan vaihtelua, F-arvo on noin yksi. Mitä suurempi on F-arvo, sitä paremmin empiirisen analyysin muuttujat selittävät selitettävää. F-arvon osalta p-arvo kuvastaa aivan samaa kuin yksittäisen selittävän muuttujankin osalta. Esimerkiksi pääoman tuoton osalta ensimmäisen sarakkeen F-arvon p-arvo, joka on pienempi kuin 0,0001 kuvastaa sitä, että erittäin suurella varmuudella voimme hylätä sen, että kaikkien empiirisessä analyysissä olevien muuttujien beeta-kerroin on nolla.

Korjattu R^2 rakentuu kahdesta eri osasta. R^2 kertoo sen, kuinka paljon kyseinen empiirinen analyysi selittää selitettävän muuttujan vaihtelusta. Tämän lisäksi tekijässä on korjaustekijä, joka ottaa huomioon selittävien muuttujien määrän. Mallin selitysaste lähtökohtaisesti paranee aina kun lisätään muuttujia. Mutta muuttuuko se niin paljon, että ko. muuttuja kannattaa lisätä? Korjattu R^2 ottaa selityksasteen ohella huomioon myös muuttujien määrän. Esimerkkinä olevasta pääomatuoton vaihtelusta kyseinen empiirinen analyysi selittää 28,2 %, kun otetaan huomioon, kuinka monta muuttujaa on käytetty empiirisessä analyysissä. Ilman tätä korjausta selitysaste olisi jonkin verran korkeampi.

Viimeisenä tunnuslukuna on N. Se kertoo kussakin empiirisessä analyysissä käytettyjen havaintojen määrän. Yksittäiset havainnot ovat toiminnan, palkitsemisen ja menestyksen osalta yritys-vuosi-havainnoja, hallituksen osalta yritys-havainnoja on vain yhdeltä vuodelta.

LÄHTEET

- Amit R. ja Villalonga B. (2014) Financial performance of family firms. 155-178. Teoksessa *The Sage Handbook of Family Business*, toimittajat Melin L., Nordqvist M. ja Sharma P., 155-178. Sage, Los Angeles.
- Anderson, R.C. ja Reeb, D.R. (2003) Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58, 1301-1328.
- Anderson R.C., Duru A. ja Reeb D.M. (2012) Investment policy in family controlled firms. *Journal of Banking & Finance*, 36, 1744-1758.
- Anderson R.C., Mansi S.A. ja Reeb D.M. (2003) Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68, 263-285.
- Anderson R.C. ja Reeb D.M. (2004) Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly*, 49, 209-237.
- Attig N., Boubakri N., El Ghouli S. ja Guedhami O. (2016) The global financial crisis, family control, and dividend policy. *Financial Management*, 45, 291-313.
- Barontini, R. ja Bozzi, S. (2018), Family firm heterogeneity and CEO compensation in Continental Europe, *Journal of Economics and Business*.
- Barontini R. ja Caprio L. (2006) The effect of family control on firm value and performance: evidence from Continental Europe. *European Financial Management*, 12, 689-723.
- Block J.H. (2012) R&D investments in family and founder firms: An agency perspective. *Journal of Business Venturing*, 27, 248-265.
- Caprio L., Croci E. ja Del Giudice A. (2011) Ownership structure, family control, and acquisition decisions. *Journal of Corporate Finance*, 17, 1636-1657.
- Carrasco-Hernández A. ja Sánchez-Marín G. (2007) The determinants of employee compensation in family firms: empirical evidence. *Family Business Review*, 20, 215-228.
- Combs J, Penney C, Crook T, ja Short J. (2010) The impact of family representation on CEO compensation. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 34:1125-44.
- Craig, J. ja Dibrell, C. (2006). The natural environment, innovation, and firm performance: A comparative study. *Family Business Review*, 19, 275-288.
- Croci, E., Gonenc, H. ja Ozkan, N. (2012) CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe", *Journal of Banking & Finance*, 36, 3318-3335.
- Fahlenbrach R. (2009). Founder-CEOs, investment decisions, and stock market performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 439-466.
- Franks J. ja Mayer C. (2017) Evolution of ownership and control around the world: the changing face of capitalism. *ECGI Working Paper Series in Finance*, 503, 51 pages.
- Franks J., Mayer C., Volpin P. ja Wagner H. (2012) The life cycle of family owners: International evidence. *Review of Financial Studies*, 25, 1675-1712.
- Gómez-Mejía L., Larrazza-Kintana M. ja Makri M. (2003) The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. *Academy of Management Journal*, 46, 226-237.
- Hirshleifer, D. ja Thakor, A. V. 1994. Managerial performance, boards of directors and takeover bidding. *Journal of Corporate Finance*, 1, 63-90.
- Isakov D. ja Weisskopf J.-P. (2015) Pay-out policies in founding family firms. *Journal of Corporate Finance*, 33, 330-344.
- James H.S. (1999) Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of the Economics of Business*, 6, 41-55.
- Jakobsson U. ja Korkeamäki T. (2015) Ownership and corporate governance in Finland: A review of development trends. *Nordic Journal of Business*, 64, 232-246.
- Jensen, M. C. ja Murphy, K. J. (1990) Performance pay and top-management incentives, *Journal of Political Economy*, 98, 225-264.
- Kappes I. ja Schmid T. (2013) The effect of family governance on corporate time horizons. *Corporate Governance: An International Review*, 21, 547-566.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F. ja Shleifer A. (1999) Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Larcker D.F. (1983) The association between performance plan adoption and corporate capital investment. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 3-30.
- Li F. ja Srinivasan S. (2011) Corporate governance when founders are directors. *Journal of Financial Economics*, 102, 454-469.
- Lins K.V., Volpin P. ja Wagner H. (2013) Does family control matter? International evidence from the 2008-2009 financial crisis. *Review of Financial Studies*, 26, 2583-2619.
- Maury C.B. ja Pajuste A. (2002) Controlling shareholders, agency problems, and dividend policy in Finland. *Liiketaloudellinen Aikakauskirja*, 51, 15-45.
- Munari, F., Oriani, R., ja Sobrero, M. 2010. The effects of owner identity and external governance systems on R&D investments: A study of Western European firms. *Research Policy*, 39, 1093-1104.
- Muñoz-Bullón F. ja Sanchez-Bueno M.J. (2011) The impact of family involvement on the R&D intensity of publicly traded firms. *Family Business Review*, 23, 62-70.
- Mustakallio M., Autio E. ja Zahra S.A. (2002) Relational and contractual governance in family firms: effects on strategic decision making. *Family Business Review*, 15, 205-222.
- Naldi, L., Nordqvist, M., Sjöberg, K. ja Wiklund, J. (2007). Entrepreneurial orientation, risk taking, and performance in family firms. *Family Business Review*, 20, 33-47
- Pindado J., Requejo I. ja de la Torre C. (2012) Do family firms use dividend policy as a governance mechanism? Evidence from the Euro zone. *Corporate Governance: An International Review*, 20, 413-431.
- Schmid, T., Achleitner, A.-K., Ampenberger, M., ja Kaserer, C. (2014) Family firms and R&D behaviour. *Research Policy*, 43, 233-244.

Shleifer A. ja Vishny R.W. (1997) A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737–783.

Sraer D. ja Thesmar D. (2007) Performance and behavior of family firms: evidence from the French stock market. *Journal of the European Economic Association*, 5, 709–751.

Villalonga B. ja Amit R. (2006) How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80, 385–417.

Villalonga B. ja Amit R. (2009) How are U.S. family firms controlled? *Review of Financial Studies*, 22, 3047–3091.

Villalonga B. ja Amit R. (2010) Family control of firms and industries. *Financial Management*, 39, 863–904.

Villalonga B., Amit R., Trujillo M.-A. ja Guzmán A. (2015) Governance in family firms. *Annual Review of Financial Economics*, 7, 635–654.

Yermack (1996) Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185–211.

https://ec.europa.eu/growth/smes/promoting-entrepreneurship/work-for/family-business_en



Perhe on paras? Perheomisteiset pörssiyrityt Suomessa



PÖRSSISÄÄTIÖ
BÖRSSTIFTELSEN

Fabianinkatu 14, 00100 Helsinki, www.porssisaatio.fi
Voit tilata tätä kirjaa Pörssisäätiön verkkokaupasta www.porssisaatio.fi