

# ETLA

**ELINKEINOELÄMÄN TUTKIMUSLAITOS**

THE RESEARCH INSTITUTE OF THE FINNISH ECONOMY  
Lönnrotinkatu 4 B 00120 Helsinki Finland Tel. 358-9-609 900  
Telefax 358-9-601 753 World Wide Web: <http://www.etla.fi/>

## **Keskusteluaiheita – Discussion papers**

No. 1007

Mika Pajarinen – Pekka Ylä-Anttila

### **OMISTAJUUS JA YRITYSTEN MENESTYMINEN: ANALYYSIA SUOMALAISILLA AINEISTOLLA**

Kiitämme kommenteista Ari Hyytistä, Mika Malirantaa ja Olli-Pekka Ruuskasta sekä Suomalaisen omistajuuden neuvottelukuntaa (Elinkeinoelämän keskusliitto, Perheyrittäjien liitto ja Suomen Yrittäjät) tutkimusideasta. Tutkimusraportin lyhennelmä on julkaistu Kansantaloudellisen aikakauskirjan numerossa 1/2006.

**PAJARINEN, Mika – YLÄ-ANTTILA, Pekka, OMISTAJUUS JA YRITYSTEN MENESTYMINEN: ANALYYSIA SUOMALAISILLA AINEISTOLLA.** Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy, 2006, 42 s. (Keskusteluaiheita, Discussion Papers, ISSN 0781–6847; No. 1007).

**TIIVISTELMÄ:** Tutkimuksessa tarkastellaan omistajuuden ja omistusmuodon yhteyksiä yritysten menestymiseen. Tarkasteltavia omistajaryhmiä ovat perheyrietykset, valtionyrietykset, hajautetusti omistetut pörssiyrietykset sekä ulkomaalaisomisteiset yrietykset. Tutkimuksen empiirinen aineisto perustuu pääosiltaan Talouselämä-lehden suur-yrietyksaineistoon vuosilta 1986–2004. Tutkimuksen keskeiset johtopäätökset pohjautuvat regressioanalyysiin, jossa omistusmuodon vaikutuksia on tutkittu kontrolloimalla keskeisiä yrietyksen taustaominaisuuksia, kuten toimialaa, kokoa, ikää, innovatiivisuutta sekä vuosivaikutuksia. Tulosten mukaan perheyrietykset ovat olleet kannattavuudeltaan ja vakavaraisuudeltaan vähintään yhtä hyviä kuin ulkomaalaisomisteiset yrietykset, hajautetusti omistetut pörssiyrietykset ja valtionyrietykset. Ulkomaalaisomisteiset yrietykset ovat puolestaan olleet keskimäärin kannattavampia kuin pörssi- ja valtionyrietykset, mutta toisaalta ne ovat kasvaneet keskimäärin hitaammin kuin kolmen muun omistajaryhmän yrietykset. Lisäksi tulokset antavat viitteitä siitä, että pienten yrietysten kannattavuus ja kasvu ovat olleet parempia kuin suurten.

**AVAINSANAT:** Omistajuus, omistusrakenne, yrietykset, yrietysten menestyminen.

**JEL:** G32, G34.

**PAJARINEN, Mika – YLÄ-ANTTILA, Pekka, OWNERSHIP AND FIRM PERFORMANCE: SOME EVIDENCE FROM FINLAND.** Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy, 2006, 42 p. (Keskusteluaiheita, Discussion Papers, ISSN 0781–6847; No. 1007).

**ABSTRACT:** This study analyzes ownership and firm performance. Ownership categories include family ownership, listed companies with decentralized ownership, state-owned companies, and foreign-owned companies. We utilize both univariate and multivariate methods in the analysis. In the multivariate analysis various firm characteristics, such as industry, size, age, and innovativeness are controlled for. Using data on top 500 Finnish firms over 1986–2004 we find that the rate of return on capital, as well as debt-equity ratio in family firms are equal to those in foreign-owned, listed non-family, and state-owned companies. In addition, foreign-owned firms seem to have higher rate of return on capital than state-owned and listed non-family companies. On the other hand, they have grown slower than the other three firm groups, on average. We also find some evidence that small firms have performed on average better than large ones.

**KEYWORDS:** Ownership, ownership structure, firms, performance.

**JEL:** G32, G34.



## SISÄLLYS

1. JOHDANTO—OMISTAJUUDEN MERKITYS.....	1
1.1. Taustaa .....	1
Mikä on omistajuuden merkitys—miksi omistajuudesta keskustellaan?... 1	
Mitkä tekijät määrittävät omistuksen ja omistusrakenteen? .....	2
Omistajuus ja yritysten menestyminen—mitä tutkimukset kertovat?.....	3
1.2. Tutkimuksen tavoitteet.....	6
2. OMISTUS JA YRITYSTEN MENESTYMINEN.....	8
2.1. Tutkimusaineisto ja -menetelmät .....	8
Tarkasteltavat omistajaryhmät.....	8
Tutkimusmenetelmä ja tarkasteltavat muuttujat.....	9
Aineiston kuvaus .....	11
2.2. Kuvaileva analyysi .....	14
Perheyrietykset.....	14
Valtionyrietykset .....	18
Hajautetusti omistetut pörssiyritykset.....	22
Ulkomaalaisomisteiset yrietykset.....	25
Yhteenvetoa kannattavuus- ja vakavaraisuuskehityksestä.....	29
2.3. Ekonometrinen analyysi.....	31
3. YRITYSTEN MENESTYMINEN KOKOLUOKITTAIN.....	34
3.1. Tutkimusaineisto .....	34
3.2. Vertailu kokoluokittain.....	34
4. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET .....	37
KIRJALLISUUTTA.....	41



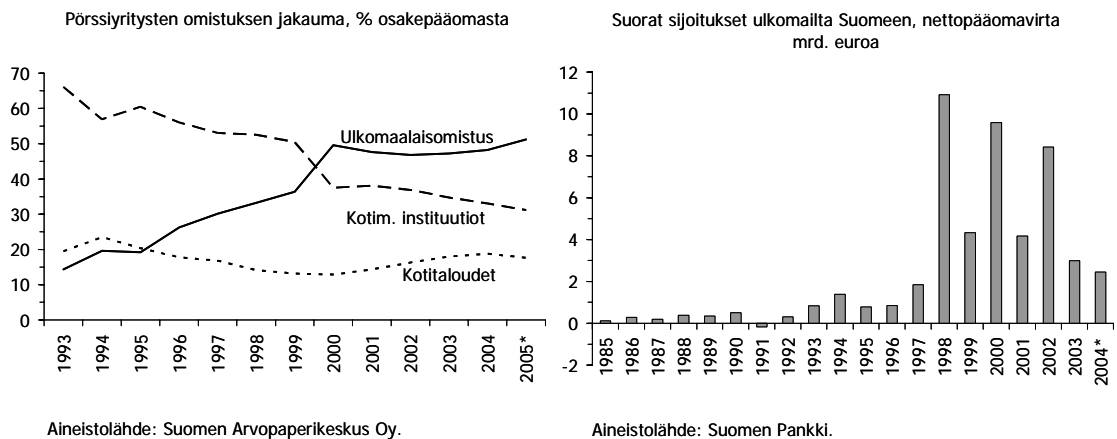
# 1. JOHDANTO—OMISTAJUUDEN MERKITYS

## 1.1. TAUSTAA

### MIKÄ ON OMISTAJUUDEN MERKITYS—MIKSI OMISTAJUUDESTA KESKUSTELLAAN?

Omistajuudesta käytävä keskustelu on suurelta osin liittynyt yritystoiminnan kansainvälistymiseen. Yritysten tuotannollinen kansainvälistyminen alkoi Suomessa verraten myöhään—varsinaisesti vasta 1980-luvulla. Kansainvälistyminen voimistui 1990-luvulla talouden avautumisen ja pääomamarkkinoiden globalisaation seurauksena. Suomeen tulleet ulkomaiset sijoitukset kasvoivat ja merkittävä osa omistuksesta siirtyi kotimaisilta institutionaalisilta omistajilta ulkomaalaisille.

Kuvio 1. Pörssiyritysten omistusrakenne Suomessa ja suorat sijoitukset Suomeen.



Tähdellä merkityt vuodet ovat ennakkotietoja.

Aivan samalla tavalla kuin esimerkiksi Ruotsissa, ulkomaalaisomistuksen kasvu herätti Suomessa keskustelun omistajuuden merkityksestä.<sup>1</sup> Mikä ohjaa omistajan intressejä, ovatko ulkomaalaiset erilaisia omistajia kuin kotimaiset? Miten omistusmuutos vaikuttaa yritysten sijaintiin, investointeihin ja kansantalouden kasvuun? Onko omistajuudella sittenkin merkitystä?

<sup>1</sup> Ks. Huizinga—Jonung (2005), jossa on tarkasteltu omistusrakenteiden muutoksia eri Euroopan maissa sekä politiikkareaktioita niihin. Ks. Jonung (2002) "Vem skall äga Sverige?", joka oli tärkeä keskustelunavaus Ruotsissa.

1990-luvulla omistajuudessa tapahtuneet muutokset olivat dramaattisia. Ulkomaalaisomistuksen kasvu oli vain osa suurta rakenteellista murrosta. Koko rahoitusjärjestelmä muuttui pankkikeskeisestä osakemarkkinavetoisemmaksi. Yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmät muuttuivat tämän johdosta merkittävästi. Yksityisen riskirahoituksen määrä alkoi kasvaa, syntyi runsaasti uusia teknologiaperustaisia yrityksiä, fuusiot ja yrityskaupat lisääntyivät.<sup>2</sup> Omistusrakenteiden muutos oli seurausta pääomamarkkinajärjestelmän muutoksesta ja samalla osa sitä.

Keskustelu ja huoli ulkomaalaisomistuksen vaikutuksista on osittain peittänyt alleen muut omistajuuden ulottuvuudet. Omistusrakenteet voivat olla keskitettyjä tai hajautettuja, omistus voi olla yhden perheen tai suvun hallussa, pääomasijoittajilla saattaa olla merkittävä omistus- ja vaikutusvalta erityisesti teknologiavetoisissa pk-yrityksissä, valtio ja kunnat ovat edelleen suuria omistajia monilla aloilla, asiakkaat tai työntekijät voivat olla omistajina niin osuuskunnissa kuin muunkinlaisissa yrityksissä. Lisäksi lukumääräisesti valtaosa yrityksistä on pieniä, joko kokonaan tai pääosin yhden henkilön omistamia.

Miksi omistusmuodot vaihtelevat eri aikoina, eri maissa ja eri aloilla? Mitkä tekijät määrittävät omistuksen rakennetta? Onko jokin omistuksen muoto yrityksen menestymisen kannalta parempi kuin toinen?

#### MITKÄ TEKIJÄT MÄÄRITTÄVÄT OMISTUKSEN JA OMISTUSRAKENTEEN?

Yrityksen omistusrakenteeseen vaikuttavat ainakin kolme merkittävää seikkaa.<sup>3</sup> *Ensinäkin* yrityksen järkevä toimintakoko, joka monesti on toimialasidonnainen, on tärkeä omistusta määrittävä tekijä. Monilla aloilla (esim. paperiteollisuudessa) skaalaedut ovat suuria, ja laaja, hajautettu omistus varmin tapa optimaalisen koon saavuttamiseen ja tarvittavan osakepääoman saamiseen. Pääomavaltaisten toimialojen yritykset ovatkin tyypillisesti joko hajautetusti omistettuja tai sitten valtion omistuksessa.

---

<sup>2</sup> Muutosta on perusteellisesti kuvattu julkaisussa Hyytinen—Pajarinen (2003). Ks. myös Hyytinen—Pajarinen (2005), jossa on analysoitu yritysrahoitusmarkkinoiden vaikutuksia muuhun taloudelliseen toimintaan.

<sup>3</sup> Vrt. Puttonen (2004).

*Toiseksi*, omistukseen vaikuttaa rahoitusmarkkinoiden kehittyneisyys eli se miten tehokkaasti sijoittajien varat välittyvät yrityksiin ja miten omistajat pystyvät valvomaan johtoa ja yrityksen toimintaa. Suuret, rahoitusmarkkinoiden kehittymättömyyteen liittyvät valvonnan kustannukset (ns. agenttikustannukset) suosivat keskittynyttä omistusta, kuten perheyrityksiä. Johdon ja omistajien intressien välillä ei ole eroja eikä niin muodoin valvonnasta tulevia kustannuksia.

*Kolmas* omistusta määrittävä tekijä on lainsäädäntö, jolla vaikutetaan erityyppisten omistajien omistuksen suojaan tai verokohteluun. Tyypillisesti osakemarkkinakeisissä järjestelmissä (USA ja Iso-Britannia) vähemmistöosakkaiden suoja on ollut vahva. Ulkopuolisten rahoittajien oikeusasema vaikuttaa merkittävästi siihen, miten yritykset voivat saada ulkoista rahoitusta sijoittajilta. Vahva osakkeenomistajien vähemmistösuoja luonnollisesti suosii laajaa ja hajautettua omistusta. Suomessakin lainsäädäntö on muuttunut 1980-luvulta alkaen tähän suuntaan ja riskisijoittajien suoja on vahvistunut.<sup>4</sup> Veropolitiikalla—osinkojen ja varallisuuden verokohtelulla—voidaan voimakkaastikin vaikuttaa eri omistusmuotojen keskinäiseen edullisuuteen.

#### OMISTAJUUS JA YRITYSTEN MENESTYMINEN—MITÄ TUTKIMUKSET KERTOVAT?

Viime vuosien empiirinen tutkimus omistajuudesta on keskittynyt paljolti kysymykseen ulkomaalaisomistuksen vaikutuksista. Laajan tutkimuksen keskeinen johtopäätös on, että ulkomaalaisomisteiset, monikansalliset yritykset yleensä menestyvät kotimaisesti omistettuja paremmin.<sup>5</sup> Ulkomaisessa omistuksessa olevien yritysten kannattavuus (pääoman tuottoaste) on yleensä parempi ja tuottavuus korkeampi.<sup>6</sup> Tulos ei riipu toimialasta tai yrityksen koosta, sillä useimmissa tutkimuksissa näitä, ja myös muita yritysominaisuuksia (kuten koulutusvarantoa) on huolellisesti kontrolloitu (esim. Ilmakunnas—Maliranta, 2004).

Uusi tutkimus osoittaa, että merkittävämpi asia kuin ulkomaalaisomistus sinänsä, on yritysten monikansallisuus. Siis kansainvälistyneet (kotimaiset) monikansalliset

---

<sup>4</sup> Ks. Hyytinen—Kuosa—Takalo (2003).

<sup>5</sup> Hyvä katsaus on esimerkiksi Jungnickel (2002), jossa esitellään useissa maissa tehtyjä tutkimuksia.

<sup>6</sup> Ilmakunnas—Malirannan (2004) tutkimuksen mukaan ulkomaisessa omistuksessa olevien teollisuuden toimipaikkojen tuottavuus on 9–11 prosenttia korkeampi kuin vastaavien suomalaisten, kun toimipaikkojen ominaisuudet on huolellisesti kontrolloitu ("puhdas ulkomaalaisvaikutus").



yritykset ovat kannattavampia ja toimivat tehokkaammin kuin pääosin kotimarkkinoilla toimivat. Kyse on siis sekä ulkomaisesta omistuksesta että toiminnan kansainvälistymisestä.

Empiirisen tutkimuksen tulokset ovat luontevia kansainvälistymistä koskevien teorioiden valossa. Monikansallisten yritysten on kehitettävä jossain suhteessa ylivoimaista osaamista voidakseen toimia vieraassa ympäristössä. Yleensä yritykset kansainvälistyvät jonkin erityisosaamisen (teknologian, brändin, johtamistaitojen) varassa. Tämä erityisosaaminen on myös yritysspesifiä eikä ole siis myytävissä tai ostettavissa markkinoilla samaan tapaan kuin useimmat muut tuotannontekijät. Yritysten kansainvälistyminen yleensä siis kasvattaa kohdemaan osaamisvarantoa, lisää kilpailua ja tätä kautta tehokkuutta. Katsottuna Suomen näkökulmasta: suomalaiset monikansalliset menestyvät kohdemaiden yrityksiä paremmin ja ulkomaiset monikansalliset menestyvät Suomessa kotimaisia yrityksiä paremmin. Kansainvälisen talouden näkökulmasta tehokkuus parantuu. Tuore kokoomateos (Huizinga—Jonung, 2005) vahvistaa aieman tutkimuksen tuloksia.

Ulkomaalaisomistus on kuitenkin vain yksi näkökulma omistajuuteen. Muita ulottuvuuksia on kuitenkin tutkittu tuntuvasti vähemmän. Eri omistuskategoriat menevät luonnollisesti päällekkäin. Perheytykset voivat olla pörssiyrityksiä, samoin valtionyhtiöt. Pörssiyhtiöt puolestaan voivat olla hajautetusti tai keskitetysti omistettuja niin, että omistajakontrolli on selkeästi jonkin ryhmän (esim. säätiö tai rahasto) hallussa. Oman ryhmänsä muodostavat osuuskunnat, jotka ovat pääosin asiakkaiden omistamia ja hajautetusti kontrolloimia.

Itse asiassa valtaosa Länsi-Euroopassa—erityisesti Ranskassa ja Italiassa—listatuista yrityksistä on perhe- tai sukuyrityksiä, joissa äänivalta on yhden perheen hallussa. Myös Suomessa on yli 30 pörssissä listattua perheytytystä. Näiden pörssilistattujen perheytytysten johtaminen ja hallinnointi (corporate governance) on järjestetty hyvin eri tavoin. Ranskassa ja Italiassa on tavanomaista, että perheenjäsenet osallistuvat myös yritysten johtoon.<sup>7</sup> Yhdysvalloissa taas on yleisempää, että perheytytyksissäkin on ulkopuolinen johto. Erot Euroopan ja Yhdysvaltain välillä selittynevät pää-

---

<sup>7</sup> Ks. LaPorta—Lopez-De-Silanz—Schleifer (1999).

omamarkkinoiden rakenne-eroilla: USA:ssa markkinat toimivat tehokkaammin, osakkeenomistajan suoja parempi ja johdon toimien valvonta helpompaa.

Empiirinen evidenssi perheomistuksen vaikutuksista yritysten menestymiseen on osin ristiriitaista. Rahoitusteorian ja empiirisen tutkimuksen yleinen näkökulma kiinnittää huomiota ongelmaan, joka syntyy kun omistus ja johto ovat osin samoissa käsissä. Omistajat pyrkivät käyttämään yrityksen resursseja omaan kulutukseensa tai ylisuuriin osinkoihin ja siten vähentävät yritysten investointimahdollisuuksia (Demsetz, 1983, Schleifer—Vishny, 1997). Yritysten menestymiseen voi vaikuttaa myös se, että perheyrityksen johto palkataan suppeammasta joukosta (perheestä tai lähipiiristä) ja näin jätetään hyödyntämättä työmarkkinoiden tarjoamat mahdollisuudet (vrt. Morck et al. 2000).

Taloustieteellinen tutkimus viittaa kuitenkin myös keskittyneitä omistusta ja perheomistajuutta puoltaviin näkökohtiin. Johdon ja omistajuuden yhdistäminen voi olla joskus tehokkaampaa kuin ulkopuolinen johtajuus ja hajautettu markkinakontrolli, jos omistajalla on spesifiä toimialatietoa ja kokemusta (Demsetz—Lehn, 1985). Monet tutkimukset korostavat myös perheyritysten pitkää aikahorisonttia. Pitkän aikavälin investointistrategia saattaa olla tehokkaampi kuin yritysjohton ja markkinoiden edellyttämät lyhyen aikavälin voitot (James, 1999). Perheyritysten korostama pitkä aikaväli investoinneissa selittyy ainakin osin yksinkertaisesti sillä, että yritys on tarkoitus siirtää tuleville sukupolville.

Lopulta se mikä on tehokkain tapa valvoa yritysjohtoa, ja millainen omistusrakenne on yritysten menestymisen kannalta hyvä, on empiirinen kysymys. Talous- tai rahoitusteoria ei anna kysymykseen yksikäsitteistä vastausta, vaikka puhuukin enemmän hajautetun kuin keskittyneen omistuksen puolesta. Empiirinen tutkimus puolestaan antaa tukea myös keskitetyn omistuksen eduista.

Uusin empiirinen tutkimus yhdysvaltalaisella aineistolla viittaa siihen, että perheomistus voi olla myös listatuille yrityksille tehokas omistus- ja organisaatiomuoto. Andersonin ja Reebin (2003) tutkimuksessa käytetään Standard & Poor's -indeksissä olevaa 500 suuren yrityksen aineistoa. Näistä kolmannes on sellaisia, joissa perheellä tai suvulla on merkittävä omistus. Huolellinen ekonometrinen analyysi osoittaa, että pääoman tuottoasteella mitattu yritysten menestyminen on ollut perheyritysten ryh-

mässä parempi kuin muissa S&P 500 -ryhmän yrityksissä. Samoin perheyritysten arvo markkinoilla—mitattuna ns. Tobinin q:lla<sup>8</sup>—on ollut korkeampi kuin muiden S&P 500 -listan yritysten. Tutkimuksen aineisto on ajanjakson 1993–1999 kattava paneeli.

Andersonin ja Reebin tutkimuksessa kontrolloidaan mm. yrityksen toimialaa sekä erilaisia rahoitusteoriasta ja –tutkimuksesta johdettuja yritysominaisuuksia, kuten yrityksen kokoa ja ikää, yrityksen osakkeisiin liittyvää riskiä, t&k -menoja (tulevaa kasvupotentiaalia), samoin kuin johtamis- ja ohjausjärjestelmää (corporate governance) kuvaavia tekijöitä. Tulokset eivät muutu, vaikka mallissa mukana olevia muuttujia tai estimointimenetelmää vaihdetaan. Perheyritysten pääoman tuottoaste ja markkina-arvo ovat tilastollisesti merkitsevästi korkeampia kuin vertailuryhmän.

Gorriz ja Fumas (2005) tekevät lähes samantyyppisen tutkimuksen espanjalaisella listattujen yritysten aineistolla. Heidän tulostensa mukaan perheyritysten kannattavuus ei poikkea muiden listattujen yritysten kannattavuudesta. Espanjalaisten perheyritysten kasvuvauhti on hitaampaa kuin vertailuryhmän, ne ovat vähemmän pääomavaltaisia, mutta niiden tuottavuus ja tehokkuus ovat korkeampia. Tutkijat selittävät eroa yhdysvaltalaisiin tuloksiin institutionaalisilla ja rakenne-eroilla: Yhdysvalloissa yritykset ovat keskimäärin teknologiaintensiivisempiä ja pääomamarkkinoilla on vahva omistuksen vähemmistösuojia, mikä vaikuttaa oman pääomanehtoisen rahoituksen saatavuuteen ja sitä kautta kannattavaan kasvuun.

## 1.2. TUTKIMUKSEN TAVOITTEET

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää suomalaisella aineistolla omistajuuden merkitystä yritysten menestymiselle. Lähtökohtanamme ovat edellä viitatu tuoreet empiiriset tutkimukset sekä Suomessa käyty keskustelu omistajuuden ja omistuspohjan merkityksestä. Suomessa ei ole käytettävissä samantyyppisiä listattujen yritysten aineistoja kuin Yhdysvalloissa tai joissakin suurissa Euroopan maissa. Sen sijaan käytämme perusaineistona Talouselämä -lehden kokoamaa 500 suurimman yrityksen dataa, mikä asettaa omat rajoituksensa myös tutkimuksen tavoitteille ja toteuttamiselle.

---

<sup>8</sup> Tobinin q mittaa yrityksen pörssiarvon ja jälleenhankinta-arvon suhdetta.

Tutkimuskysymyksemme ovat kuitenkin samantyyppisiä kuin edellä viitatuissa kansainvälisissä tutkimuksissa:

- Miten omistus vaikuttaa siihen, millä toimialalla yritykset toimivat?
- Miten omistus vaikuttaa kannattavuuteen ja rahoitusrakenteeseen ja niiden muutoksiin?
- Miten omistus vaikuttaa yritysten kasvuun?
- Miten työllisyys ja sen muutokset poikkeavat omistusmuodoittain—poikkeako esimerkiksi perheyriyten käyttäytyminen muista yrityksistä?

Perheyriyten lisäksi tarkastelemme myös muita omistusmuotoja (valtio, hajautetusti omistetut pörssiyritykset, ulkomaalaisomisteiset ja muut). Koska keskeisin aineisto koostuu suurista yrityksistä, tarkastelumme kohdistuu perheyriyten osalta vaikiintuneisiin, vähintään ns. toisen sukupolven perheyriyksiin.

Valtaosa suomalaisista yrityksistä on kuitenkin pk-yrityksiä ja samalla yksittäisen yrittäjän tai muutamien henkilöiden omistamia. Eri arvioiden mukaan tällä tavoin määriteltyjä perheyriyksiä on 80–90 prosenttia suomalaisista yrityksistä. Tarkastelemme näitä yrityksiä erikseen, mutta tavoitteena on lähinnä selvittää, poikkeavatko pk-yritykset jollain tavalla muusta yritysjoukosta. Tällöin samaistamme pienet (usein ensimmäisen polven) perheyriyset ja pk-yritykset. Näiden yritysten omistuspohjasta tai -rakenteesta ei tarkempaa tietoa ole käytettävissä. Tutkimusaineistoja ja tutkimuksessa käsiteltäviä omistajaryhmiä on tarkasteltu lähemmin seuraavassa luvussa.

Tutkimus on tietääksemme aineistonsa ja kysymyksenasettelunsa puolesta ensimmäisiä laatuaan Suomessa. Ulkomaalaisomistuksen vaikutuksia on selvitetty verraten paljon, mutta omistajuuden muiden ulottuvuuksien merkitystä ei empiirisen tutkimuksen keinoin ole selvitetty juuri lainkaan. Tavoitteemme on täyttää tätä aukkoa.

## 2. OMISTUS JA YRITYSTEN MENESTYMINEN

### 2.1. TUTKIMUSAINEISTO JA -MENETELMÄT

Seuraavassa tarkastellaan suuryritysaineistolla yritysten taloudellista menestymistä omistajaryhmittäin. Perusaineistona tässä osassa käytämme Talouselämä-lehden vuosittaiseen 'Suomen 500 suurinta yritystä' -vertailuun perustuvaa aineistoa. Aineisto kattaa suuryritysten tilinpäätöstiedot vuosilta 1986–2004. Tätä tutkimusta varten suuryritysaineistoa on täydennetty useista eri lähteistä. Esimerkiksi yritysten perustamisvuosia ja muita taustatietoja on haettu Suomen Asiakastiedon ja Balance Consulting Oy:n yritystietokannoista. Omistussuhteissa tapahtuneiden muutosten selvittämisessä on hyödynnetty Talouselämä-lehdessä viikoittain julkaistavia yrityskauppatietoja. Aineistoon on myös yhdistetty patenttitietoja Patentti- ja rekisterihallituksen (PRH) sekä Euroopan patenttiviraston (EPO) patenttietokannoista sekä tietoja tutkimus- ja kehittämismenoista Elinkeinoelämän Keskusliiton (EK) tietokannoista.

#### TARKASTELTAVAT OMISTAJARYHMÄT

Tutkimuksessamme suuryritykset on jaettu viiteen omistajaryhmään:

1. Perheyrietykset: Perheyrietykseksi lukeutuvat yritykset, jotka ovat joko Perheyrietysten liiton jäseniä tai olivat Talouselämä-lehden vuonna 2002 tekemässä perheyrietysvertailussa (Kankare—Saarelainen, 2002) määritelty perheyrietykseksi. Tämän lisäksi identifioimme aineistosta itse perheen tai suvun vaikutusvallassa olevia yrityksiä, jotka eivät lukeutuneet kummallekaan edellä mainituista listoista. Koska aineisto koostuu suurista yrityksistä, tarkastelumme kohdistuu vakiintuneisiin, vähintään ns. toisen sukupolven perheyrietyksiin.<sup>9</sup>
2. Valtionyrietykset: Valtionyrietysten määrittelyssä käytimme apuna Suomen Asiakastiedon yritystietokannan omistajatietoa, sekä internet sivustoa suomi.fi, jossa on lueteltu valtionyrietykset ([http://www.suomi.fi/suomi/julkishallinnon\\_toiminta/valtionhallinto\\_ministeriot/valtion\\_liiketoiminta](http://www.suomi.fi/suomi/julkishallinnon_toiminta/valtionhallinto_ministeriot/valtion_liiketoiminta); haku tehty 12.9.2005). Lisäksi aineistoa käytiin lävitse käsin mm. omistusmuutosten osalta.

---

<sup>9</sup> Perheyrietyksiä on viime vuosina tarkasteltu eri näkökulmista useissa raporteissa. Ks. esim. Reponen (2005), Kauppa- ja teollisuusministeriö (2005) sekä Perheyrietysten liitto (2004).

3. Hajautetusti omistetut pörssiyritykset: Hajautetusti omistetuiksi pörssiyrityksiksi määriteltiin Helsingin arvopaperipörssissä listatut yritykset, jotka eivät kuulu perhe- tai valtionyritysten kategorioihin. Määrittelyn lähtökohtana oli syyskuun 2005 tilanne pörssilistalla olevista yrityksistä. Tämän jälkeen yrityslistaa täydennettiin käsin omistusmuutosten, fuusioiden ja pörssistä poistuneiden yritysten osalta.
4. Ulkomaalaisomisteiset yritykset: Ulkomaalaisomisteiseksi yritykseksi on määritelty yritykset, joiden määräysvallasta vähintään puolet on ulkomaisella yrityksellä. Ne ovat siis Suomessa toimivia monikansallisten yritysten tytäryhtiöitä. Omistustieto perustuu Etlan aiemmissa tutkimushankkeissa tehtyyn työhön sekä Talouselämä-lehden tietoihin.
5. Muut: Omistajana on muu kuin jokin yllä mainituista. Tähän omistajaryhmään luokituvat osuuskunnat, muiden yritysten, säätiöiden, kuntien tai vastaavien institutionaalisten omistajien yritykset sekä hajautetusti omistetut yksityiset yritykset.

Omistustiedoissa on pyritty huomioimaan mahdolliset muutokset, ts. yrityksen omistajakategoria voi periaatteessa vaihdella yli ajan. Omistusmuutoksia on kuitenkin verraten vähän, sillä yrityskauppojen seurauksena useimmiten ostettu yritys sulautuu ostavaan yritykseen ja poistuu näin aineistostamme.

#### TUTKIMUSMENETELMÄ JA TARKASTELTAVAT MUUTTUJAT

Yritysten taloudellista menestymistä tarkastellaan sekä kuvailevien (ei-ehdollistettujen) tunnuslukujen että ekonometrisen analyysin avulla. Keskitymme lähinnä kannattavuuden, vakavaraisuuden ja kasvun tarkasteluun omistajaryhmittäin. Kuvailevassa osiossa käsittelemme lyhyesti kuitenkin myös yritysten muita tunnuspiirteitä. Tarkastelemme myös taloudellisten tunnuslukujen vaihtelua yli ajan laskemalla yrityksittäin muuttujien variaatiokertoimet ts. suhdeluvun keskihajonta per keskiarvo.

Kuvailevassa osiossa analyysimme etenee niin, että vertaamme kutakin edellä mainittua omistajaryhmää vuorollaan koko muuhun aineistoon lukuun ottamatta omistajaryhmää 'muut', jota ei käsitellä erikseen. Jokaisen omistajaryhmävertailun osalta ensin tarkastelemme vertailtavien ryhmien yleistä kehitystä vuosina 1986–2004. Tämä osio tehdään laskemalla kullekin yritykselle tarkasteltavan muuttujan suhteen keskiarvo yli ajan. Tämän jälkeen lasketaan näistä luvuista keskiarvot vertailuryhmit-

täin ja testataan erojen tilastollista merkitsevyyttä keskiarvotestin avulla. Yrityksen taustaominaisuuksista tarkastelussa ovat edellä mainittujen kannattavuus-, vakavaraisuus- ja kasvuaspektien ohella yritysten koko, ikä, investoinnit ja innovatiivisuus<sup>10</sup>. Muuttujat on kuvattu tarkemmin taulukossa 1. Keskiarvotestauksen lisäksi laskemme omistus- ja taustamuuttujien väliset ei-ehdollistetut korrelaatiokertoimet. Kuvailevassa osiossa jaamme myös tarkasteluajanjakson neljään osaan ja tarkastelemme omistajaryhmien ja yritysten taloudellisen tunnuslukujen korrelaatioiden kehitystä yli ajan.

Taulukko 1. Muuttujakuvaus.

---

PERHE	Luokittelumuuttuja: 1, jos yritys on perheyritys, 0 muuten
VALTIO	Luokittelumuuttuja: 1, jos yritys on valtionyritys, 0 muuten
PÖRSSI	Luokittelumuuttuja: 1, jos yritys on pörssiyritys, 0 muuten
ULKOM	Luokittelumuuttuja: 1, jos yritys on ulkomaalaisomisteinen yritys, 0 muuten
IKÄ	Yrityksen ikä vuosina
IKÄ2	Yrityksen iän neliö
LV	Liikevaihto, milj. euroa vuoden 2000 hinnoin
HENK	Henkilöstömäärä keskimäärin vuoden aikana
HENK2	Henkilöstömäärän neliö
GR_LV	Kiinteähintaisen liikevaihdon muutos edellisestä vuodesta
GR_HENK	Henkilöstömäärän muutos edellisestä vuodesta
NETTUL	Nettotulos / liikevaihto
ROA	Nettotulos / tase
OMAVA	Omavaraisuusaste (Oma pääoma / tase)
INV_LV	Käyttöomaisuusinvestoinnit / liikevaihto
RD_LV	T&K-menot / liikevaihto
PATENTTEJA	Luokittelumuuttuja: 1, jos yrityksellä on voimassaolevia Suomi tai Epo-patentteja, 0 muuten
CV_LV	Liikevahdon variaatiokerroin (keskihajonta / keskiarvo)
CV_HENK	Henkilöstömäärän variaatiokerroin
CV_NETTUL	Nettotuloksen variaatiokerroin
CV_ROA	Pääoman tuottoasteen variaatiokerroin
CV_OMAVA	Omavaraisuusasteen variaatiokerroin
CV_INV_LV	Käyttöomaisuusinvestoinnit / liikevaihto -suhteen variaatiokerroin

---

Kuvailevan osuuden jälkeen siirrymme ekonometriseen analyysiin. Siinä tutkimme tarkemmin kannattavuutta, vakavaraisuutta ja kasvua kontrolloimalla regressioanalyysin avulla omistajaryhmän ohella toimiala- ja vuosikohtaisia vaikutuksia sekä yrityskohtaisista ominaisuuksista yrityksen ikää, kokoa ja innovatiivisuutta<sup>11</sup>. Tulosten

---

<sup>10</sup> Innovatiivisuuden indikaattoreina käytämme t&k-menojen suhdetta liikevaihtoon, sekä tietoa siitä, onko yrityksellä voimassaolevia Suomi tai Eurooppa (Epo) -patentteja. On syytä huomata, että etenkin patentti-indikaattorin osalta huomattava osa palvelualojen innovaatiotoiminnasta jää huomioimatta, sillä Euroopassa patenttioikeudet koskevat pääsääntöisesti aineellisia hyödykkeitä, patentoitavia eivät siis ole esimerkiksi tietokoneohjelmistot eräitä poikkeuksia lukuun ottamatta.

<sup>11</sup> Regressioanalyysissä emme käytä innovatiivisuuden indikaattorina t&k-menojen suhdetta liikevaihtoon, koska tämän muuttujan osalta aikasarja alkaa vasta 1990-luvun lopulta. Lisäksi johtuen siitä, että aineistossamme yritysten omistusr ryhmä on melko muuttumaton yli ajan, emme käytä estimoinneissa esimerkiksi

tulkinnassa keskityimme kommentoimaan osittaiskorrelaatioita omistajaryhmien ja analysoitavan muuttujan välillä. Yrityksen ikä on analyysissa määritelty havaintovuoden ja yrityksen perustamisvuoden erotuksena; malleissamme on myös iän neliötermi mahdollisten epälineaaristen vaikutusten huomioimiseksi. Yrityksen koon vaikutukset otamme huomioon yrityksen henkilöstömäärällä ja sen neliötermillä. Innovatiivisuuden mittarina käytämme luokittelutason muuttujaa sille, onko yrityksen hallussa kunakin vuonna joko Suomessa tai Euroopan patenttivirastossa myönnettyjä patenteja. Toimialojen luokittelumuuttujia käytössämme on 17 ja vuosia luokittelevia muuttujia 18.

#### AINEISTON KUVAUS

Aineistossamme on kaikkiaan 1060 yritystä vuosilta 1986–2004. Yrityskohtaisten havaintojen lukumäärä vaihtelee yhdestä yhdeksääntoista; vähintään kolme havaintovuotta on 75 prosentilla yrityksistä, puolella yrityksistä vuosihavaintojen lukumäärä on vähintään kuusi ja täydellinen 19 vuoden aikasarja on kymmenellä prosentilla. Taulukossa 2 on kuvattu aineiston rakennetta omistajatyypeittäin ja vuosittain ja taulukossa 3 omistajatyypeittäin ja toimialoittain. Taulukosta 2 havaitaan, että perheyrityksiä aineistosta on keskimäärin viidennes, valtionyrityksiä runsas kolme prosenttia, pörssiyrityksiä noin kymmenen prosenttia, ulkomaalaisomisteisia 27 prosenttia ja muita omistajatyyppejä 39 prosenttia. Ulkomaalaisomisteisten yritysten lukumäärä on lisääntynyt suhteellisesti eniten: 1980-luvun lopulla niiden osuus oli alle 20 prosenttia ja 2000-luvun alkupuolella osuus otoksen yrityksistä oli kohonnut yli 30 prosentin. Toimialoittain tarkasteltuna nähdään, että perheyrityksillä suosituimmat toimialat ovat olleet kauppa sekä metalliteollisuus, valtionyrityksillä puolestaan metalliteollisuus ja palvelualat. Pörssiyrityksillä suosituin toimiala on ollut sähkö- ja elektroniikkateollisuus ja toiseksi suurin frekvenssi on monialayritysten kohdalla. Ulkomaalaisomisteiset yritykset toimivat useimmiten kaupan ja palveluiden aloilla, teollisuudessa niiden merkittävin toimiala on ollut metalliteollisuus.

---

fixed effects (within) paneelimallia. Sen sijaan teemme estimoinnit ols-menetelmällä, mutta kuitenkin niin, että keskivirheiden laskemisessa otetaan huomioon se, että virhetermit eivät välttämättä ole samoin ja riippumattomasti jakautuneita aineiston paneeliulottuvuudesta ja mahdollisesta virhetermin heteroskedastisuudesta johtuen.



Taulukko 2. Yritysten lukumäärä vuosittain ja omistajaryhmittäin.

	Perhe	Valtio	Pörssi	Ulkom.	Muu	Yhteensä
1986	59	9	25	42	133	268
1987	67	11	27	55	161	321
1988	76	12	31	62	187	368
1989	84	12	31	78	210	415
1990	95	12	33	91	248	479
1991	99	14	36	95	253	497
1992	91	14	34	89	220	448
1993	90	16	37	99	204	446
1994	85	15	35	90	175	400
1995	111	14	38	140	192	495
1996	113	15	40	147	181	496
1997	116	14	41	156	159	486
1998	111	17	45	160	166	499
1999	109	22	51	149	169	500
2000	110	21	59	159	149	498
2001	112	22	59	164	143	500
2002	102	20	59	164	154	499
2003	96	21	57	180	146	500
2004	98	20	58	181	143	500

Yritysten kokonaismäärä vaihtelee vuosittain suuryritystietokannan rakenteessa tapahtuneiden muutosten sekä puutteellisten tietojen vuoksi.

Taulukko 3. Yritysten lukumäärä toimialoittain ja omistajaryhmittäin.

	Perhe	Valtio	Pörssi	Ulkom.	Muu	Yhteensä
Tehdasteollisuus	67	14	37	140	175	433
<i>Elintarvike</i>	10	1	2	17	56	86
<i>Tevanake</i>	2	0	1	3	11	17
<i>Metsä</i>	3	2	5	5	18	33
<i>Kemia</i>	5	2	5	29	9	50
<i>Metalli</i>	23	7	6	39	41	116
<i>Elektroniikka</i>	6	0	12	21	7	46
<i>Muu valmistus</i>	18	2	6	26	33	85
Energia	0	3	1	7	39	50
Rakentaminen	4	0	1	2	26	33
Kauppa	46	2	6	107	154	315
Kuljetus	8	2	3	17	29	59
Rahoitus	4	5	6	2	34	51
ATK-palvelut	0	0	7	26	12	45
Muut palvelut	3	8	5	27	68	111
Moniala	6	0	9	4	14	33

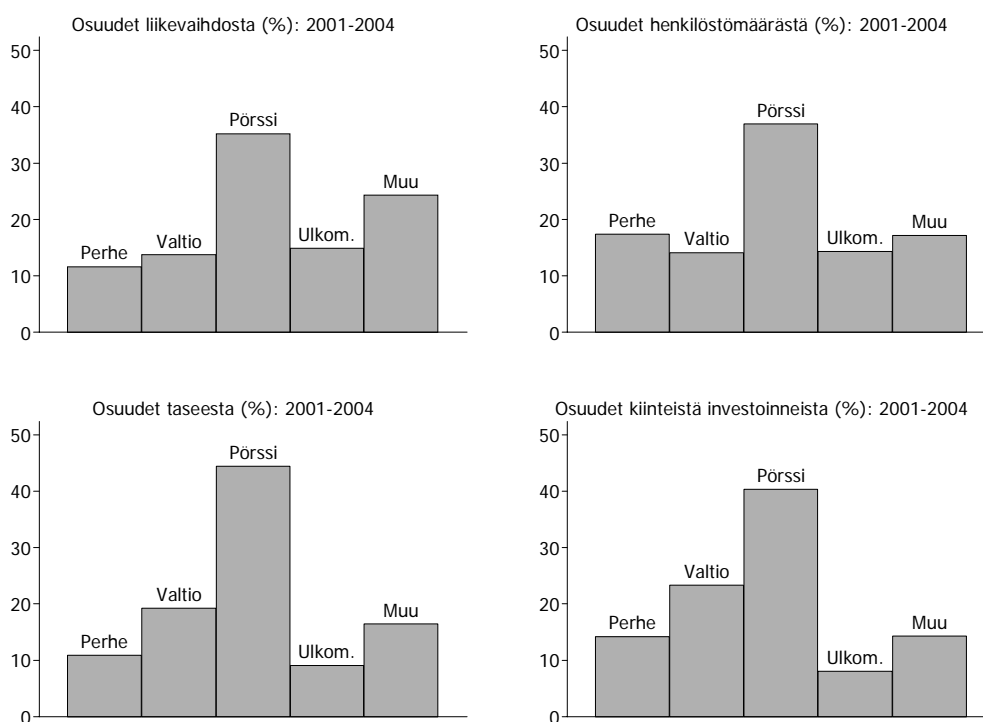
Taulukossa on raportoitu kunkin yrityksen viimeisimmän havaintovuoden toimialatieto per omistajaryhmä. Omistusmuutosten seurauksena yksittäisen yrityksen toimialatieto voi olla useammassa kuin yhdessä omistajaryhmässä.

Kuviossa 2 on vielä lopuksi kuvattu omistajaryhmien keskimääräisiä osuuksia suuryrityksaineiston yritysten yhteenlasketusta liikevaihdosta, henkilöstömäärästä, taaseesta ja kiinteistä investoinneista vuosina 2001–2004. Yritysten lukumääräosuuksiin verrattuna valtion- ja pörssiyritysten merkitys on kaikilla näillä tunnusluvulla mitattuna huomattavasti suurempi. Esimerkiksi suuryritysten työllistämästä henkilöstä ha-

jautetusti omistettujen pörssiyritysten osuus on noin 37 prosenttia ja valtioyritysten 14 prosenttia, kun vastaavat osuudet yritysten lukumäärien suhteen samalta ajanjaksolta ovat 12 ja neljä prosenttia. Kiinteistä investoinneista pörssiyritysten osuus vuosina 2001–2004 oli keskimäärin jopa 40 prosenttia ja valtioyritystenkin 23 prosenttia.

Toisin kuin pörssi- ja valtioyritysten, ulkomaalaisomisteisten yritysten osuudet kaikilla yllä mainituilla tunnusluvuilla mitattuna ovat huomattavasti pienempiä kuin niiden osuudet yritysten lukumääristä. Esimerkiksi kiinteistä investoinneista ulkomaalaisomisteisten yritysten osuus oli vuosina 2001–2004 keskimäärin alle kahdeksan prosenttia, kun vastaavasti niiden osuus yritysten lukumäärästä oli tuolloin keskimäärin yli kolmannes. Perheyriyten liikevaihto- ja taseosuudet ovat lukumääräosuuksia pienempiä, sen sijaan osuudet työllisyydestä ja kiinteistä investoinneista ovat lähellä lukumääräosuuksia.

Kuvio 2. Omistajaryhmien yritysten osuudet liikevaihdosta, työllisyydestä, taseesta ja kiinteistä investoinneista suuryritysaineistossa vuosina 2001–2004.



Kuvioissa on raportoitu vuosien 2001–2004 keskiarvot.

## 2.2. KUVAILEVA ANALYYSI

### PERHEYRITYKSET

Taulukossa 4 on vertailtu suuria perheyriityksiä muihin suuryriityksiin vuosina 1986–2004. Taulukon paneelista A havaitaan, että perheyriitykset ovat vanhempia kuin muut riitykset: perheyriitysten keski-ikä otoksessa on 59 vuotta kun vastaavasti muilla se on 24 vuotta. Perheyriitykset ovat olleet liikevaihdolla mitattuna kooltaan keskimäärin pienempiä, mutta toisaalta henkilöstömäärällä mitattuna kokoeroa ei havaita. Liikevaihdon ja henkilöstömäärien muutoksissa ei ole tilastollisesti merkitsevää eroa tarkasteltaessa keskimääräisiä vuosittaisia muutoksia (GR\_LV ja GR\_EMP). Sen sijaan liikevaihdon ja työllisyyden vaihtelut ovat olleet variaatiokertoimilla (CV\_LV ja CV\_EMP) mitattuna suurempia perheyriityksissä.

Toiminnan kannattavuus on ollut sekä nettotulosprosentilla että koko pääoman tuotolla mitattuna perheyriityksissä keskimäärin korkeampi kuin muissa riityksissä. Toisaalta myös kannattavuusvaihtelut pääoman tuoton variaatiokertoimella (CV\_ROA) mitattuna ovat olleet perheyriityksissä suurempia. Perheyriitykset ovat olleet vakavaraisempia omavaraisuusasteella (OMAVA) mitattuna ja omavaraisuusasteen vaihtelut ovat olleet keskimäärin pienempiä (CV\_OMAVA). Kiinteiden investointien osuudet liikevaihdosta eivät eroa vertailuryhmien välillä, sen sijaan investoinnit osaamiseen mitattuna t&k-intensiteetillä ovat olleet alhaisempia perheyriityksissä. Toisaalta t&k-investointien tuloksellisuus näyttäisi olevan perheyriityksissä korkeampi innovaatioiden patentoinnilla mitattuna: 37 prosentilla perheyriityksistä on patentteja kun muilla vastaava osuus on 24 prosenttia.<sup>12</sup>

Taulukon 4 paneelissa B on raportoitu ei-ehdolliset parittaiset korrelaatiot perheyriityksiä luokittelevan muuttujan ja taulukossa mainittujen muuttujien välillä vuosina 1986–2004. Tuloksista nähdään, että perheyriitysmuuttuja korreloi tilastollisesti positiivisesti riityksen iän, kannattavuuden, vakavaraisuuden, patentoinnin ja koon vaihteluiden kanssa. Toisaalta tilastollisesti merkitsevä negatiivinen korrelaatio saadaan t&k-intensiteetin kanssa.

---

<sup>12</sup> Tosin on huomattava, että tässä yhteydessä tuloksia ei ole ehdollistettu esimerkiksi riitysten toimialoilta tai koolle.

Taulukko 4. Perheyritykset muihin yrityksiin verrattuna vuosina 1986–2004.

Paneeli A.	Keskiarvot		Selitys:
	Perheyritykset	Muut	
			Perheyritykset keskimäärin
IKÄ	59	24 ***	ovat iältään vanhempia
LV	183.866	274.500 **	ovat pienempiä liikevaihdoltaan
HENK	1182	1182	
GR_LV	0.087	0.085	
GR_HENK	0.060	0.053	
NETTUL	0.032	0.023 **	ovat kannattavia sekä liiketoiminnan katteella
ROA	0.051	0.036 ***	että pääoman tuotolla mitattuna
OMAVA	0.430	0.361 ***	ovat vakavaraisia
INV_LV	0.081	0.095	
RD_LV	0.013	0.023 ***	eivät ole t&k-intensiivisiä
PATENTTEJA	0.370	0.237 ***	omistavat usein patenteja
CV_LV	0.324	0.244 ***	ovat kokeneet suurempia absoluuttisia vaihteluita liikevaihdossa
CV_HENK	0.289	0.216 ***	ja työllisyydessä
CV_NETTUL	1.344	0.604	
CV_ROA	1.198	0.668 *	ovat kokeneet suurempia vaihteluita pääoman tuotossa
CV_OMAVA	0.259	0.289 *	ovat maltillisia vakavaraisuuden vaihteluissa
CV_INV_LV	0.765	0.755	

Paneeli B.	Korrelaatiokertoimet		Selitys:
	Luokittelumuuttuja:		
	Perheyritys = 1, muut = 0		Luokittelumuuttuja Perheyritys korreloi
IKÄ	0.327 ***		positiivisesti yrityksen iän kanssa
LV	-0.036		
HENK	0.000		
GR_LV	0.003		
GR_HENK	0.015		
NETTUL	0.049		
ROA	0.062 *		positiivisesti kannattavuuden kanssa
OMAVA	0.126 ***		positiivisesti vakavaraisuuden kanssa
INV_LV	-0.027		
RD_LV	-0.099 *		negatiivisesti t&k-intensiteetin kanssa
PATENTTEJA	0.103 ***		positiivisesti patenttien omistuksen kanssa
CV_LV	0.169 ***		positiivisesti liikevaihdon abs. vaihteluiden kanssa
CV_HENK	0.134 ***		positiivisesti työllisyyden abs. vaihteluiden kanssa
CV_NETTUL	0.046		
CV_ROA	0.043		
CV_OMAVA	-0.045		
CV_INV_LV	0.010		

Taulukon Paneelissa A ensin on laskettu yrityskohtaisesti kunkin muuttujan vuosien 1986–2004 havaintojen keskiarvo, minkä jälkeen on laskettu yritysryhmien keskiarvot. Variaatiokertoimien laskennassa ja-kauman ylä- ja alapäästä on poistettu yksi prosentti havainnoista äärihavaintojen vaikutuksen eliminoimiseksi. Paneelissa B on raportoitu Pearsonin korrelaatiokertoimien arvot. Tulosten tilastollinen merkitsevyys: \*\*\* = merkitsevä 1 prosentin, \*\* = merkitsevä 5 prosentin ja \* = merkitsevä 10 prosentin tasolla. Taulukossa on kommentoitu tulokset, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä vähintään kymmenen prosentin tasolla.

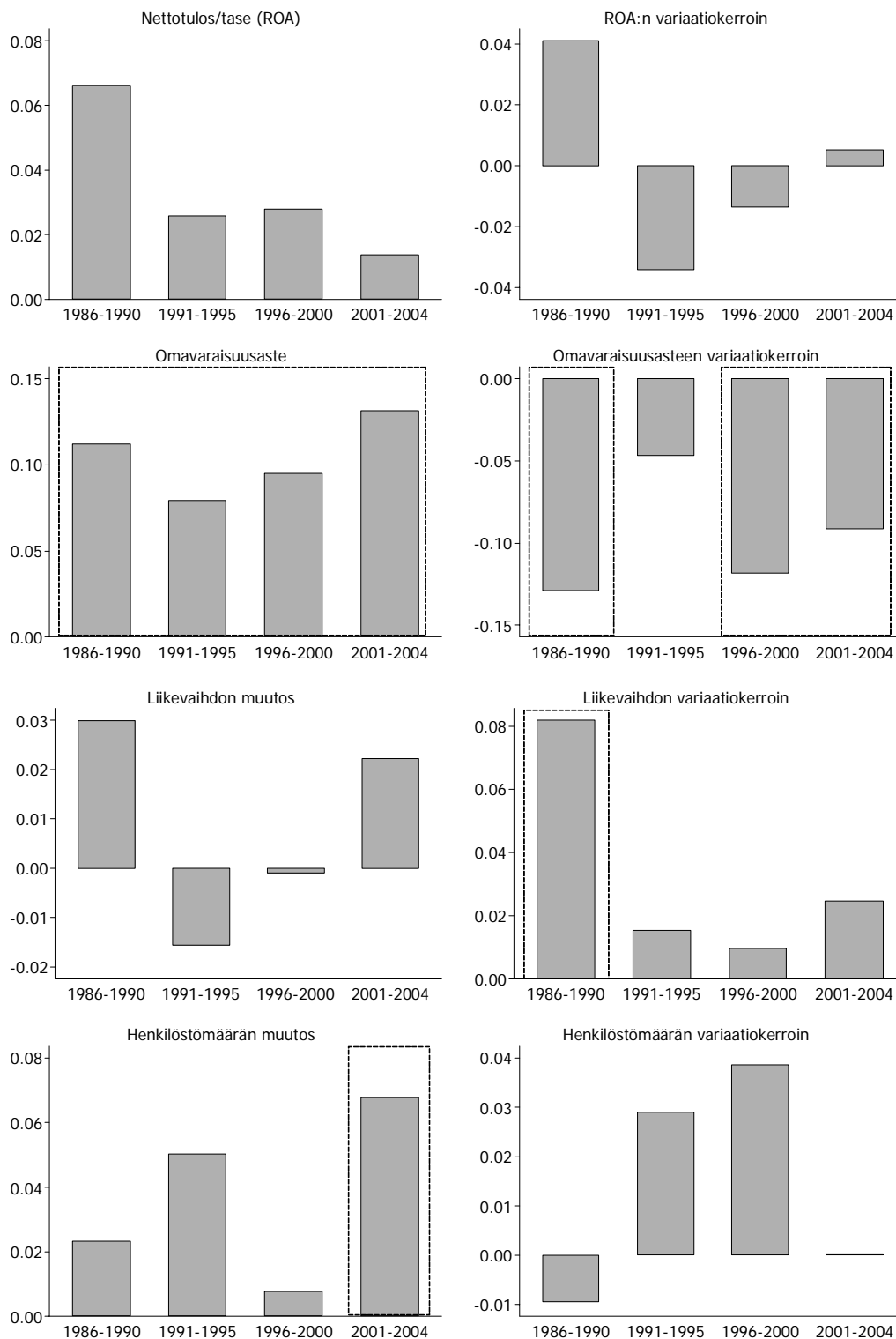
Kuviossa 3 on jaettu tarkasteluajanjakso neljään periodiin ja siinä tarkastellaan perheyrittäjiä luokittelevan muuttujan ei-ehdollistettuja korrelaatioita kannattavuuden, vakavaraisuuden, kasvun ja niiden vaihteluiden kanssa näillä neljällä periodilla.<sup>13</sup> Kuvioissa on indikoitu katkoviivoilla ajanjaksot, joilla korrelaatio ovat tilastollisesti merkitsevä vähintään kymmenen prosentin tasolla.

Kannattavuus korreloi perheyrittäjämuuttujan kanssa positiivisesti kaikilla periodeilla, tosin korrelaatio ei ole tilastollisesti merkitsevä. Myöskään kannattavuuden vaihteluissa ei ole havaittavissa tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota. Sen sijaan vakavaraisuuden kanssa perheyrittäjämuuttuja korreloi kaikilla tarkastelujaksoilla positiivisesti ja merkitsevästi. Vakavaraisuuden vaihteluiden suhteen saadaan negatiivinen yhteys, joka on merkitsevä lukuun ottamatta 1990-luvun alkupuolta. Perheyrittäjien kannattavuus ja sen vaihtelut eivät siis periodeittain tarkasteltuna näyttäisi poikkeavan muista aineiston yrityksistä. Sen sijaan niiden vakavaraisuus on ollut keskimäärin korkeampi ja vakavaraisuuden vaihtelut alhaisempia. Kasvun osalta ainoa tilastollisesti merkitsevä periodi on 2000-luvun alkupuoli, jolloin kasvu henkilöstömäärän muutoksella tarkasteltuna korreloi positiivisesti perheyrittäjämuuttujan kanssa. Liikevaihdon vaihteluiden suhteen tilastollisesti positiivinen korrelaatio saadaan 1980-luvun jälkipuoliskolla, muilla ajanjaksoilla korrelaatio ei ole merkitsevä.

---

<sup>13</sup> Korrelaatioiden laskennassa ei siis ole näissä kuvioissa huomioitu esimerkiksi yrityksen koon tai toimialan vaikutuksia.

Kuvio 3. Perheyritysten luokittelumuuttujan korrelaatio kannattavuuden, vakavaraisuuden, kasvun ja niiden variaatiokertoimien kanssa ajanjaksoittain.



Kuvioissa on raportoitu Pearsonin korrelaatiokertoimet perheyrityksiä luokittelevan ja kuvioissa mainitun muuttujan kesken periodeittain. Katkoviivoilla on indikoitu ajanjaksot, joilla erot ovat tilastollisesti merkitsevät vähintään kymmenen prosentin tasolla.

## VALTIONYRITYKSET

Aineistomme valtionyrityksiä on verrattu muihin yrityksiin taulukossa 5. Taulukon paneelista A nähdään, että valtionyritykset eivät poikkea iältään tilastollisesti muista aineiston yrityksistä. Kooltaan valtionyritykset ovat sekä liikevaihdolla että henkilöstömäärällä mitattuna suuria, keskimääräinen liikevaihto niillä on ollut 1.4 miljardia euroa ja henkilöstömäärä runsaat 5700 henkilöä. Liikevaihdon ja henkilöstömäärän kasvu on ollut valtionyrityksissä hieman hitaampaa kuin muissa yrityksissä, mutta ero ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevää. Valtionyritykset ovat olleet keskimäärin kannattavia ja erittäin vakavaraisia ja niiden kiinteät investoinnit suhteessa liikevaihtoon ovat olleet selvästi muita yrityksiä suuremmat. Investoinnit aineettomaan pääomaan mitattuna t&k-menojen osuudella liikevaihdosta ovat olleet noin kaksi prosenttia, mikä ei poikkea muiden yritysten tasosta. Joko Suomessa tai Euroopan patenttivirastossa myönnettyjä patenteja valtionyrityksistä on omistanut lähes 62 prosenttia, kun muilla yrityksillä vastaava osuus on 24 prosenttia.

Taulukon 5 paneelin B ei-ehdollistetut korrelaatiot valtionyrityksiä luokittelevan muuttujan ja taulukossa mainittujen muuttujien välillä indikoivat, että valtionyrityksillä on positiivinen yhteys yrityksen koon, kannattavuuden ja vakavaraisuuden kanssa. Lisäksi positiivinen korrelaatio saadaan investointiasteen ja patentoinnin kanssa. Tilastollisesti negatiivinen yhteys havaitaan puolestaan vakavaraisuuden vaihteluiden ja investointiasteen vaihteluiden kanssa.

Kuviossa 4 on jaettu tarkasteluajanjakso neljään osaan ja siinä tarkastellaan valtionyrityksiä luokittelevan muuttujan korrelaatioita kannattavuuden, vakavaraisuuden, kasvun ja niiden vaihteluiden kanssa. Kannattavuuden osalta korrelaatio on ajan mittaan muuttunut positiivisesta negatiiviseksi, tosin ainoa tilastollinen yhteys havaitaan 2000-luvun alkupuolella, jolloin korrelaatio oli negatiivinen. Kannattavuuden vaihteluisissa, mitattuna suhteen nettotulos per taseen loppusumma variaatiokertoimella, ei saada tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota valtionyritysmuuttujan kanssa, vaikka korrelaatio näyttäisikin olevan positiivinen kaikilla periodeilla.

Vakavaraisuus omavaraisuusasteella tarkasteltuna korreloi tilastollisesti positiivisesti valtionyritysten kanssa 1980-luvun jälkipuoliskoa lukuun ottamatta. Vakavarai-

suuden vaihteluiden kanssa saadaan negatiivinen korrelaatio kaikilla tarkasteluajanjaksoilla, tosin vain 1990-luvun jälkipuoliskolla se on tilastollisesti merkitsevä.

Kasvun suhteen sitä liikevaihdon muutoksella mitattuna ei saada tilastollisesti merkitseviä tuloksia; henkilöstömäärän muutoksella tarkasteltuna tilastollisesti negatiivinen korrelaatio havaitaan 1990-luvun jälkipuoliskolla. Liikevaihdon variaatiokerroimen kanssa valtionyritysmuuttuja korreloi negatiivisesti kaikilla periodeilla, tosin vain 1990-luvun jälkipuoliskolla yhteys on merkitsevä. Myös henkilöstömäärän variaatiokerroin korreloi tilastollisesti negatiivisesti 1990-luvun jälkipuoliskolla, muilla ajanjaksoilla korrelaatiot eivät ole merkitseviä.



Taulukko 5. Valtionyrietykset muihin yrityksiin verrattuna vuosina 1986–2004.

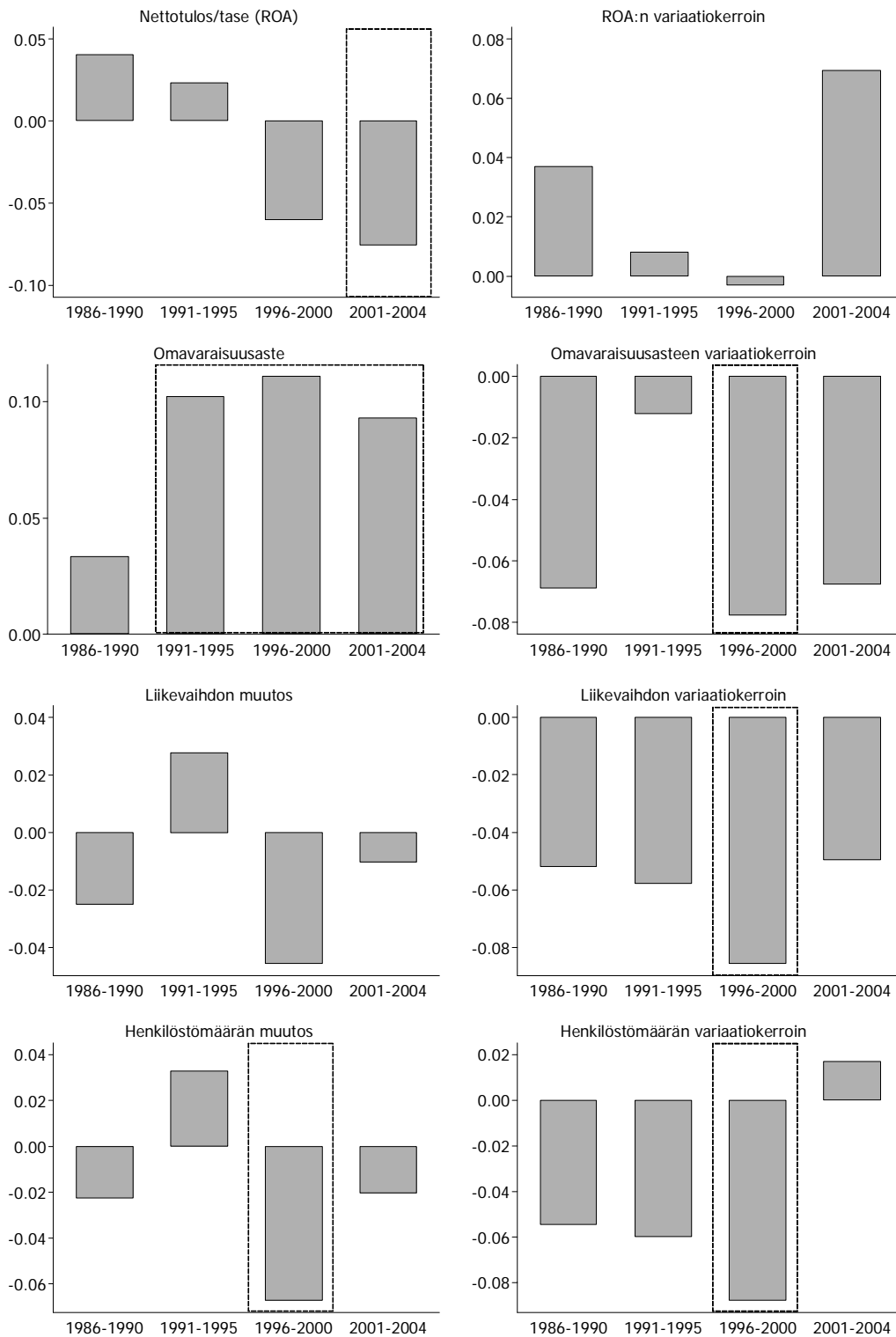
Paneeli A.	Keskiarvot		Selitys:
	Valtionyrietykset	Muut	
IKÄ	32	29	
LV	1429.677	234.082 ***	ovat suurempia liikevaihdoltaan ja henkilöstömäärältään
HENK	5711	1067 ***	
GR_LV	0.059	0.086	
GR_HENK	0.031	0.054	
NETTUL	0.078	0.021 **	ovat kannattavia liiketoiminnan katteella mitattuna
ROA	0.081	0.036	
OMAVA	0.500	0.367 ***	ovat vakavaraisia
INV_LV	0.183	0.091 *	investoivat aktiivisesti käyttöomaisuuteen
RD_LV	0.019	0.021	
PATENTTEJA	0.618	0.243 ***	omistavat usein patenteja
CV_LV	0.238	0.255	
CV_HENK	0.182	0.227	
CV_NETTUL	1.192	0.737	
CV_ROA	1.119	0.732	
CV_OMAVA	0.186	0.287 ***	ovat maltillisia vakavaraisuuden vaihteluissa
CV_INV_LV	0.546	0.762 ***	ovat maltillisia investointiasteiden vaihteluissa

Paneeli B.	Korrelaatiokertoimet		Selitys:
	Luokittelumuuttuja:		
	Valtionyrietykset = 1, muut = 0		Luokittelumuuttuja Valtionyrietykset korreloi
IKÄ	0.015		
LV	0.233 ***		positiivisesti yrityksen koon kanssa
HENK	0.223 ***		
GR_LV	-0.022		
GR_HENK	-0.024		
NETTUL	0.122 ***		positiivisesti kannattavuuden kanssa
ROA	0.094 ***		
OMAVA	0.123 ***		positiivisesti vakavaraisuuden kanssa
INV_LV	0.088 ***		positiivisesti investointiasteen kanssa
RD_LV	-0.011		
PATENTTEJA	0.151 ***		positiivisesti patenttien omistuksen kanssa
CV_LV	-0.018		
CV_HENK	-0.041		
CV_NETTUL	0.014		
CV_ROA	0.015		
CV_OMAVA	-0.075 **		negatiivisesti vakavaraisuuden vaihteluiden kanssa
CV_INV_LV	-0.104 ***		negatiivisesti investointiasteen vaihteluiden kanssa

Taulukon paneelissa A ensin on laskettu yrityskohtaisesti kunkin muuttujan vuosien 1986–2004 havaintojen keskiarvo, minkä jälkeen on laskettu yritysryhmien keskiarvot. Variaatiokertoimien laskennassa ja-kauman ylä- ja alapäästä on poistettu yksi prosentti havainnoista äärihavaintojen vaikutuksen eliminoimiseksi. Paneelissa B on raportoitu Pearsonin korrelaatiokertoimien arvot. Tulosten tilastollinen merkitsevyys: \*\*\* = merkitsevä 1 prosentin, \*\* = merkitsevä 5 prosentin ja \* = merkitsevä 10 prosentin tasolla. Taulukossa on kommentoitu tulokset, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä vähintään kymmenen prosentin tasolla.

Kuvio 4. Valtionyriyten luokittelumuuttujan korrelaatio kannattavuuden, vakavaraisuuden, kasvun ja niiden variaatiokertoimien kanssa ajanjaksoittain.



Kuvioissa on raportoitu Pearsonin korrelaatiokertoimet valtionyrityksiä luokittelevan ja kuvioissa mainitun muuttujan kesken periodeittain. Katkoviivoilla on indikoitu ajanjaksot, joilla erot ovat tilastollisesti merkitsevät vähintään kymmenen prosentin tasolla.

## HAJAUTETUSTI OMISTETUT PÖRSSIYRITYKSET

Pörssiyritysten tunnuspiirteitä vuosina 1986–2004 ja niiden eroja muihin yrityksiin on raportoitu taulukossa 6. Taulukon paneelista A havaitaan, että pörssiyritykset eivät iältään poikkea merkitsevästi muista yrityksistä. Pörssiyritykset ovat olleet selvästi muita yrityksiä suurempia, niiden liikevaihto on ollut keskimäärin lähes 950 miljoonaa euroa ja henkilöstömäärä runsaat 4200 henkilöä. Liikevaihdon kasvukehitys ei poikkea tilastollisesti muista yrityksistä, henkilöstömäärän kasvu sen sijaan on ollut pörssiyrityksissä ripeämpää. Myös työllisyyden vaihtelut ovat olleet suurempia kuin muissa yrityksissä. Pörssiyritysten kannattavuus näyttäisi olleen heikompi kuin muissa yrityksissä keskimäärin, mutta toisaalta niiden vakavaraisuus on ollut parempi. Kiinteät samoin kuin t&k-investoinnit suhteessa liikevaihtoon korreloivat selkeän positiivisesti pörssiomistuksen kanssa. Sama pätee patentoinnin kanssa, 56 prosentilla aineiston pörssiyrityksistä on ollut patentteja.

Taulukon 6 paneelista B havaitaan, että pörssimuotoinen omistusmuoto korreloi tilastollisesti positiivisesti yrityksen iän, koon ja henkilöstömäärän muutoksella mitatun kasvun kanssa. Myös vakavaraisuuden suhteen saadaan positiivinen korrelaatio, mutta negatiivinen kannattavuuden kanssa. Positiivisia korrelaatioita havaitaan lisäksi investointiasteen, t&k-intensiteetin, patentoinnin sekä liikevaihdon ja työllisyyden vaihteluiden kanssa.

Tarkasteltaessa kuvion 5 avulla korrelaatioita eri ajanjaksoilla havaitaan kannattavuuden osalta tilastollisesti negatiivinen korrelaatio 2000-luvun alkupuolella. Muilla periodeilla tilastollista yhteyttä kannattavuuden ja pörssiyritysten välillä ei havaita. Kannattavuuden vaihteluiden suhteen ei saada tilastollista yhteyttä millään tarkasteluajanjaksolla. Vakavaraisuus korreloi pörssiomistuksen kanssa positiivisesti kaikilla tarkasteluajanjaksoilla. Vakavaraisuuden vaihteluissa sitä vastoin ainoa tilastollinen tulos saadaan 1990-luvun jälkipuoliskolla, jolloin korrelaatio on negatiivinen. Liikevaihdon ja henkilöstömäärien muutoksissa ja toisaalta myös vaihteluissa tilastollisesti positiiviset korrelaatiot on havaittavissa 1980- ja 1990-luvun jälkipuoliskoilla.

Taulukko 6. Pörssiyritykset muihin yrityksiin verrattuna vuosina 1986–2004.

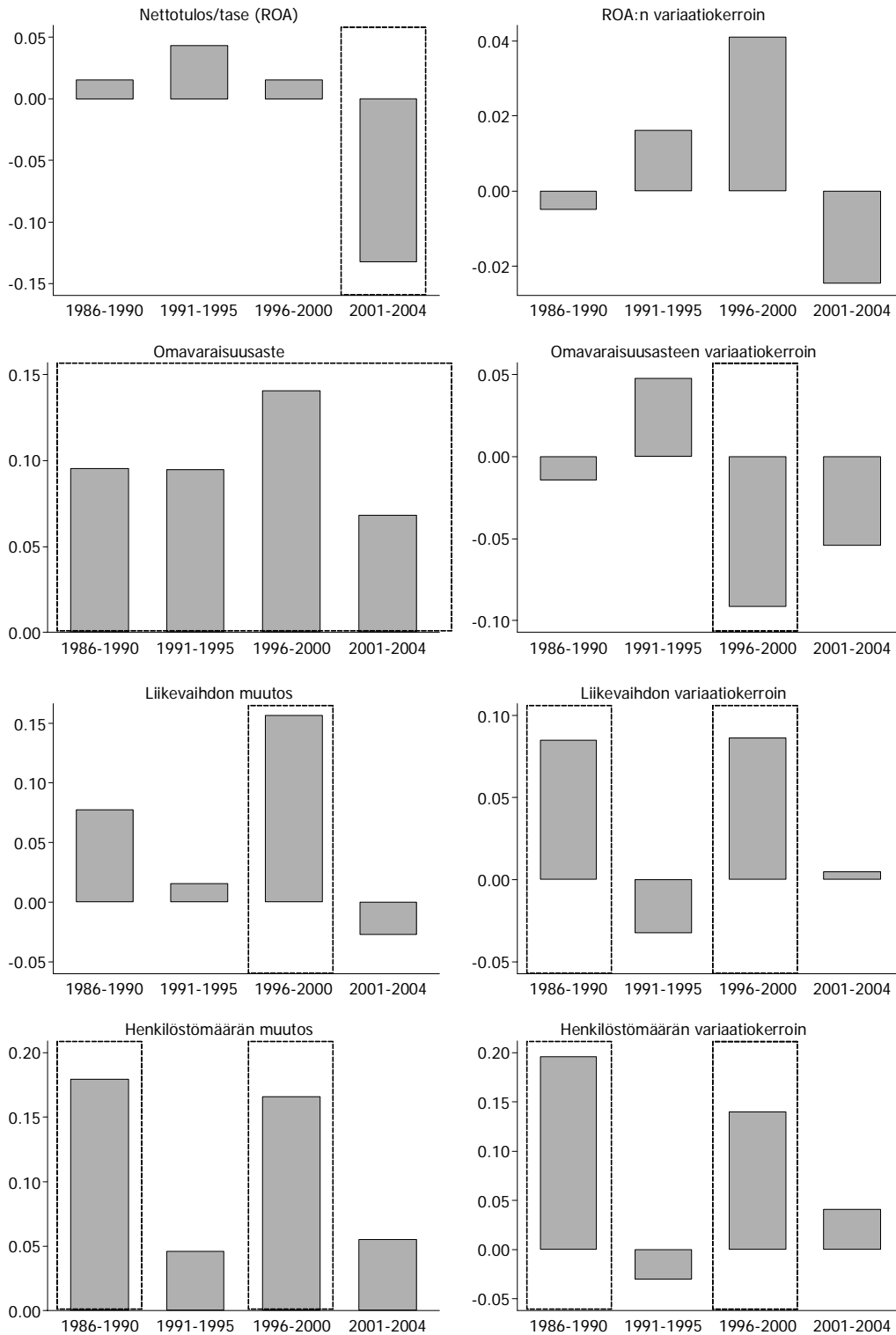
Paneeli A.	Keskiarvot		Selitys:
	Pörssiyritykset	Muut	
IKÄ	36	28	
LV	949.300	221.260 ***	ovat suurempia liikevaihdoltaan ja henkilöstömäärältään
HENK	4232	989 ***	
GR_LV	0.089	0.085	
GR_HENK	0.091	0.051 **	ovat kasvaneet ripeästi työllisyyden muutoksella mitattuna
NETTUL	0.006	0.025	
ROA	0.011	0.040 *	ovat heikommin kannattavia pääoman tuotolla mitattuna
OMAVA	0.468	0.364 ***	ovat vakavaraisia
INV_LV	0.150	0.089 **	investoivat aktiivisesti käyttöomaisuuteen
RD_LV	0.034	0.019 ***	ovat t&k-intensiivisiä
PATENTTEJA	0.560	0.234 ***	omistavat usein patenteja
CV_LV	0.286	0.251	
CV_HENK	0.262	0.222 *	ovat kokeneet suurempia absoluuttisia vaihteluita työllisyydessä
CV_NETTUL	1.030	0.724	
CV_ROA	0.438	0.782	
CV_OMAVA	0.243	0.286	
CV_INV_LV	0.763	0.751	

Paneeli B.	Korrelaatiokertoimet		Selitys:
	Luokittelumuuttuja:		
	Pörssiyritys = 1, muut = 0		Luokittelumuuttuja Pörssiyritys korreloi
IKÄ	0.057 *		positiivisesti yrityksen iän kanssa
LV	0.206 ***		positiivisesti yrityksen koon kanssa
HENK	0.227 ***		
GR_LV	0.005		
GR_HENK	0.061 *		positiivisesti työllisyyden kasvun kanssa
NETTUL	-0.059 *		negatiivisesti kannattavuuden kanssa
ROA	-0.092 ***		
OMAVA	0.144 ***		positiivisesti vakavaraisuuden kanssa
INV_LV	0.087 ***		positiivisesti investointiasteen kanssa
RD_LV	0.142 ***		positiivisesti t&k-intensiteetin kanssa
PATENTTEJA	0.191 ***		positiivisesti patenttien omistuksen kanssa
CV_LV	0.055 *		positiivisesti liikevaihdon abs. vaihteluiden kanssa
CV_HENK	0.056 *		positiivisesti työllisyyden abs.vaihteluiden kanssa
CV_NETTUL	0.014		
CV_ROA	-0.020		
CV_OMAVA	-0.048		
CV_INV_LV	0.008		

Taulukon paneelissa A ensin on laskettu yrityskohtaisesti kunkin muuttujan vuosien 1986–2004 havaintojen keskiarvo, minkä jälkeen on laskettu yritysryhmien keskiarvot. Variaatiokertoimien laskennassa ja-kauman ylä- ja alapäästä on poistettu yksi prosentti havainnoista äärihavaintojen vaikutuksen eliminoimiseksi. Paneelissa B on raportoitu Pearsonin korrelaatiokertoimien arvot. Tulosten tilastollinen merkitsevyys: \*\*\* = merkitsevä 1 prosentin, \*\* = merkitsevä 5 prosentin ja \* = merkitsevä 10 prosentin tasolla. Taulukossa on kommentoitu tulokset, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä vähintään kymmenen prosentin tasolla.

Kuvio 5. Pörssiyritysten luokittelumuuttujan korrelaatio kannattavuuden, vakavaraisuuden, kasvun ja niiden variaatiokerroimien kanssa ajanjaksoittain.



Kuvioissa on raportoitu Pearsonin korrelaatiokerroimet pörssiyrityksiä luokittelevan ja kuvioissa mainitun muuttujan kesken periodeittain. Katkoviivoilla on indikoitu ajanjaksot, joilla erot ovat tilastollisesti merkitsevät vähintään kymmenen prosentin tasolla.

## ULKOMAALAISOMISTEISET YRITYKSET

Kuten taulukon 7 paneelista A havaitaan, ulkomaalaisomisteiset yritykset ovat keskimäärin nuorempia kuin muut aineistomme yritykset. Ne ovat myös liikevaihdoltaan ja henkilöstömäärältään keskimäärin pienempiä kuin muut suuryritykset. Niiden liikevaihdon ja henkilöstömäärän kasvu ei ole poikennut merkitsevästi muista yrityksistä. Myöskään liikevaihdon tai henkilöstömäärän vaihtelut eivät poikkea aineiston muista yrityksistä. Kannattavuuden osalta nähdään, että nettotulos suhteessa sekä liikevaihtoon että taseen loppusummaan on ollut ulkomaalaisomisteisissä yrityksissä keskimäärin korkeampi; kannattavuuden vaihtelut eivät eroa tilastollisesti muista yrityksistä. Vakavaraisuudessa tai sen vaihteluissa ei ole tilastollisia eroja. Sen sijaan ulkomaalaisomisteiset yritykset investoivat suhteellisesti keskimäärin vähemmän käyttöomaisuuteen ja toisaalta enemmän t&k:hen kuin muut yritykset. Lisäksi ulkomaalaisomisteiset yritykset omistavat hieman useammin joko Suomessa tai Euroopan patenttivirastossa myönnettyjä patenteja.

Taulukon 7 paneelin B ei-ehdollisista korrelaatioista havaitaan, että ulkomaalaisomisteisten yritysten luokittelumuuttuja korreloi negatiivisesti yrityksen iän, koon ja investointiasteen kanssa. Positiivinen korrelaatio saadaan puolestaan kannattavuuden, t&k-intensiteetin, patentoinnin ja investointiasteen vaihteluiden kanssa.

Kuviossa 6 on jaettu tarkasteluajanjakso neljään osaan ja siinä tarkastellaan ulkomaalaisomisteisiä yrityksiä luokittelevan muuttujan korrelaatioita kannattavuuden, vakavaraisuuden, kasvun ja niiden vaihteluiden kanssa. Kannattavuuden suhteen havaitaan positiivinen korrelaatio kaikilla tarkastelujaksoilla, tosin 1990-luvun jälkipuoliskolla yhteys ei ole tilastollisesti merkitsevä. Kannattavuuden vaihteluissa ei ole merkitsevää korrelaatiota millään periodilla.

Vakavaraisuuden osalta korrelaatio on tilastollisesti positiivinen 1980-luvun jälkipuoliskolla, mutta negatiivinen 1990-luvun jälkipuoliskolla ja 2000-luvun alkupuolella. 1990-luvun alkupuolelle ei saada merkitsevää yhteyttä. Vakavaraisuuden vaihtelut omavaraisuusasteen variaatiokertoimella tarkasteltuna korreloivat tilastollisesti negatiivisesti 1980-luvun jälkipuoliskolla, mutta positiivisesti 1990-luvun jälkipuoliskolla ja 2000-luvun alkupuoliskolla. 1990-luvun alkupuoliskolle vakavaraisuuden vaihteluissaan ei havaita tilastollista korrelaatiota.

Kasvumuuttujien osalta nähdään, että liikevaihdon prosentuaalisissa muutoksissa ei havaita tilastollisia korrelaatioita millään periodilla. Liikevaihdon vaihteluissa sen sijaan saadaan tilastollisesti merkitsevät tulokset kaikille periodeille: 1980-luvun jälkipuoliskolla yhteys on negatiivinen, muilla periodeilla positiivinen. Työllisyyden suhteellisissa muutoksissa ei ole havaittavissa tilastollista korrelaatiota 1980-luvun lopulla ja 1990-luvun alkupuoliskolla. Sen sijaan 1990-luvun jälkipuoliskolla ja 2000-luvun alussa korrelaatio on negatiivinen. Henkilöstömäärän variaatiokertoimen suhteen saadaan tilastollisesti merkitsevät tulokset 1990-luvun jälkipuoliskoa lukuun ottamatta: 1980-luvun lopussa korrelaatio on negatiivinen, 1990-luvun alussa ja 2000-luvun alussa positiivinen.

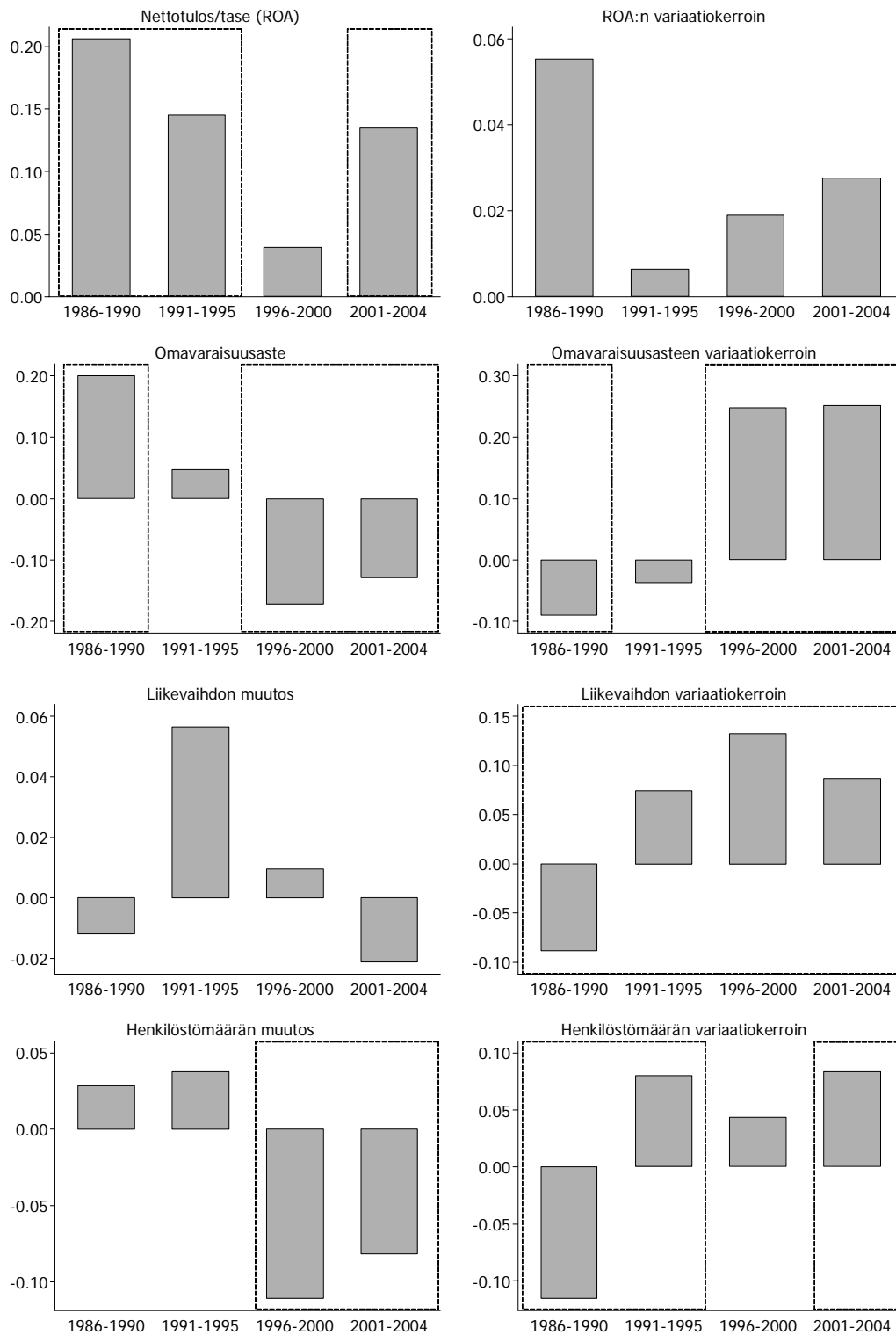
Taulukko 7. Ulkomaalaisomisteiset yritykset muihin yrityksiin verrattuna vuosina 1986–2004.

Paneeli A.	Keskiarvot		Selitys:
	Ulkomaalaisom.	Muut	
			Ulkomaalaisomisteiset yritykset keskimäärin
IKÄ	23	31 ***	ovat nuorempia
LV	151.054	307.472 ***	ovat pienempiä liikevaihdoltaan
HENK	571	1429 ***	ja henkilöstömäärältään
GR_LV	0.088	0.083	
GR_HENK	0.043	0.059	
NETTUL	0.029	0.022 *	ovat kannattavia sekä liiketoiminnan katteella
ROA	0.052	0.034 ***	että pääoman tuotolla mitattuna
OMAVA	0.371	0.371	
INV_LV	0.055	0.115 ***	investoivat suhteellisesti vähemmän käyttöomaisuuteen
RD_LV	0.026	0.018 *	panostavat enemmän t&k:hon
PATENTTEJA	0.298	0.247 *	omistavat usein patenteja
CV_LV	0.253	0.247	
CV_HENK	0.221	0.222	
CV_NETTUL	0.679	0.715	
CV_ROA	1.078	0.677	
CV_OMAVA	0.290	0.280	
CV_INV_LV	0.771	0.725	
<hr/>			
Paneeli B.	Korrelaatiokertoimet		Selitys:
	Luokittelumuuttuja:		
	Ulkom. yritys = 1, muut = 0		Luokittelumuuttuja Ulkom. yritys korreloi
IKÄ	-0.098 ***		negatiivisesti yrityksen iän kanssa
LV	-0.086 ***		negatiivisesti yrityksen
HENK	-0.115 ***		koon kanssa
GR_LV	0.010		
GR_HENK	-0.042		
NETTUL	0.051		
ROA	0.103 ***		positiivisesti kannattavuuden kanssa
OMAVA	0.001		
INV_LV	-0.103 ***		negatiivisesti investointiasteen kanssa
RD_LV	0.102 **		positiivisesti t&k-intensiteetin kanssa
PATENTTEJA	0.053 *		positiivisesti patenttien omistuksen kanssa
CV_LV	0.016		
CV_HENK	-0.004		
CV_NETTUL	-0.003		
CV_ROA	0.047		
CV_OMAVA	0.017		
CV_INV_LV	0.057 *		positiivisesti investointiasteen vaihteluiden kanssa

Taulukon paneelissa A ensin on laskettu yrityskohtaisesti kunkin muuttujan vuosien 1986–2004 havaintojen keskiarvo, minkä jälkeen on laskettu yritysryhmien keskiarvot. Variaatiokertoimien laskennassa jakauman ylä- ja alapäästä on poistettu yksi prosentti havainnoista äärihavaintojen vaikutuksen eliminoimiseksi. Paneelissa B on raportoitu Pearsonin korrelaatiokertoimien arvot. Tulosten tilastollinen merkitsevyys: \*\*\* = merkitsevä 1 prosentin, \*\* = merkitsevä 5 prosentin ja \* = merkitsevä 10 prosentin tasolla. Taulukossa on kommentoitu tulokset, jotka ovat tilastollisesti merkitseviä vähintään kymmenen prosentin tasolla.



Kuvio 6. Ulkomaalaisomisteisten yritysten luokittelumuuttujan korrelaatio kannattavuuden, vakavaraisuuden, kasvun ja niiden variaatiokertoimien kanssa ajanjaksoittain.



Kuvioissa on raportoitu Pearsonin korrelaatiokertoimet ulkomaalaisomisteisiä yrityksiä luokittelevan ja kuvioissa mainitun muuttujan kesken periodeittain. Katkoviivoilla on indikoitu ajanjaksot, joilla erot ovat tilastollisesti merkitsevät vähintään kymmenen prosentin tasolla.

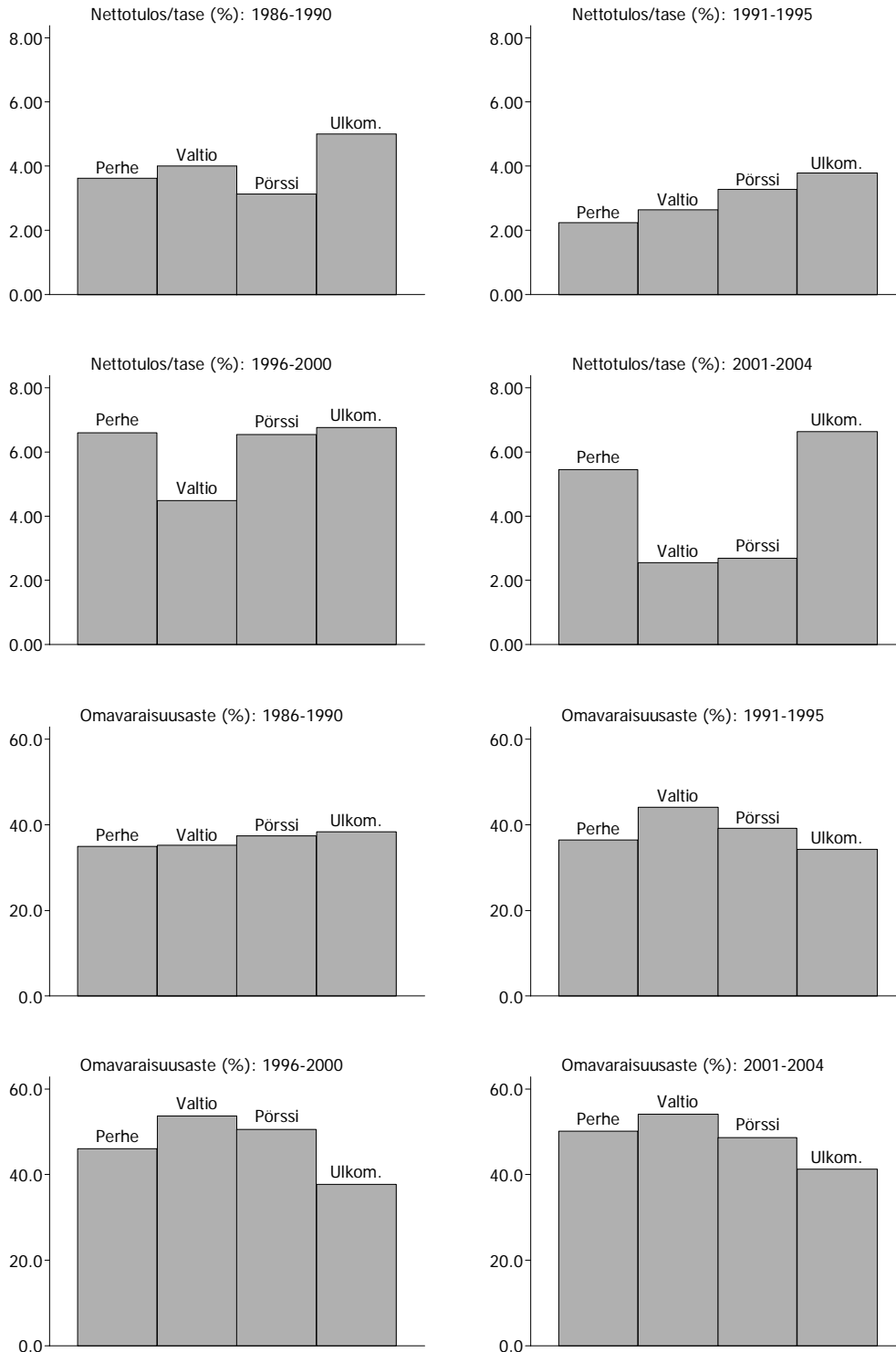
## YHTEENVETOJA KANNATTAVUUS- JA VAKAVARAISUUSKEHITYKSESTÄ

Kuviossa 7 on koottu yhteen neljän edellä tarkastelemamme omistajaryhmän yritykset ja laskettu ajanjaksoittain kannattavuuden ja vakavaraisuuden tunnusluvut. Kuvion tarkastelussa ei kuitenkaan ole vielä tässä vaiheessa otettu huomioon yritysten muiden taustaominaisuuksien vaikutuksia, kuten toimialaa, kokoa tai ikää.

Kannattavuuden osalta ulkomaalaisomisteiset yritykset ovat olleet parhaiten menestyneitä kaikilla tarkasteluajanjaksoilla. Etenkin 2000-luvun alkupuolella niiden kannattavuus on ollut keskimäärin huomattavasti parempi kuin valtion- tai pörssiyrityksissä, samoin kuin 1980-luvun jälkipuoliskolla kaikkiin kolmen muun omistajaryhmän yrityksiin verrattuna. 1990-luvulla kannattavuuserot näyttäisivät olleen vähäisempiä, tosin valtionyritysten pääoman tuotto on ollut keskimäärin muita ryhmiä huomattavasti heikompaa 1990-luvun jälkipuoliskolla.

Vakavaraisuuden suhteen 1980-luvun jälkipuoliskolla erot omistajaryhmien välillä olivat pienehköjä. 1990-luvulla hajonta vakavaraisuudessa oli hieman suurempaa. Sekä 1990-luvun alku- että jälkipuoliskolla heikoin vakavaraisuus omavaraisuusasteella mitattuna oli ulkomaalaisomisteisissa yrityksissä ja korkein valtionyrityksissä. Sama järjestys saadaan myös 2000-luvun alkupuoliskolle.

Kuvio 7. Yritysten kannattavuus (nettotulos / tase) ja vakavaraisuus (omavaraisuusaste) omistajaryhmittäin ja ajanjaksoittain.



Kuvioissa on raportoitu omistajaryhmien keskiarvot ko. muuttujien suhteen periodeittain. Keskiarvojen laskennassa muuttujien jakauman ylä- ja alapäästä on poistettu yksi prosentti havainnoista äärihavaintojen vaikutuksen eliminoimiseksi.

### 2.3. EKONOMETRINEN ANALYYSI

Tässä osiossa syvennetään yritysryhmien välisten erojen analyysia tarkastelemalla kaikkia omistajaryhmiä rinnakkain ja ottamalla huomioon yritysten muita keskeisiä taustaominaisuuksia, kuten toimiala, koko ja ikä. Analyysissa vakioidaan regressioanalyysin avulla näitä taustatekijöitä ja lasketaan osittaiskorrelaatiokertoimet omistajaryhmien luokittelumuuttujien sekä kannattavuus-, vakavaraisuus- ja kasvumuuttujien välille. Regressioanalyysissa omistajaryhmien vertailujoukko (ns. omitted group) on omistajaryhmä 'muut'. Käytettävien muuttujien tarkempi kuvaus on esitetty edellä luvussa 2.1. ja estimointitaulukoiden alla on kerrottu estimointiin liittyvistä teknisluonteisista seikoista.

Taulukossa 8 on raportoitu analyysin tulokset kannattavuuden, vakavaraisuuden ja kasvun osalta. Taulukon yläosassa ovat varsinaisen estimoinnin tulokset ja alaosassa Waldin testit, joilla on testattu eri omistajaryhmien estimoitujen kertoimien tilastollisia eroja. Kannattavuuden osalta havaitsemme, että kun vakioimme yrityksen koon, iän, toimialan, innovatiivisuuden ja vuosittaiset vaikutukset ulkomaalaisomisteisten yritysten luokittelumuuttuja (ULKOM) korreloi voimakkaimmin positiivisesti kannattavuuden kanssa. Tulos on siis samankaltainen kuin edellä ei-ehdollistetuissa analyysissä. Omistusmuuttujien kertoimien testaukset indikoivat, että kannattavuuserot ovat ulkomaalaisomisteisten ja muiden omistajaryhmien välillä tilastollisesti merkitseviä perheyrittäjiä lukuun ottamatta. Perhe- ja ulkomaalaisomisteisten yritysten vertailussakin Waldin testin p-arvo (0.119) on lähellä tilastollista merkitsevyyttä. Perhe-, valtion- ja pörssiyritysten keskinäisissä vertailuissa emme saa tilastollisesti merkitseviä eroja kannattavuuden suhteen.

Vakavaraisuutta selitettäessä vahvimmat korrelaatiot omistusmuuttujista saadaan valtion- ja pörssiyritysten kohdalle. Näiden kahden omistajaryhmän välillä ei ole tilastollista eroa, kuten taulukon alaosan testeistä havaitaan. Molempien ryhmien kertoimet sen sijaan eroavat merkitsevästi ulkomaalaisomisteisten yritysten kertoimesta, mutta eivät perheyrittäjiä lukuun ottamatta. Valtion- ja pörssiyritykset ovat siis keskimäärin vakavaraisempia kuin ulkomaalaisomisteiset. Niiden vakavaraisuus ei kuitenkaan toisaalta ole tilastollisesti suurempi kuin perheyrittäjiä lukuun ottamatta. Perheyrittäjiä lukuun ottamatta pörssiyritysten ja ulkomaa-

laisomisteisten yritysten välille ei saada tilastollisesti merkitsevää eroa vakavaraisuuden osalta.

Sekä liikevaihdon että henkilöstömäärän muutoksia selitettäessä pörssiyritysten luokittelumuuttuja saa vahvimman osittaiskorrelaatiokertoimen arvon. Ero on henkilöstömäärän muutosten osalta tilastollisesti vähintään 10 prosentin tasolla merkitsevä kaikkiin muihin omistajaryhmiin verrattuna; testauksessa liikevaihdon muutosten osalta suhteessa valtionyrityksiin sen sijaan ei saada merkitsevää eroa. Valtion- ja perheyri-tysten kertoimet puolestaan ovat testitulosten valossa tilastollisesti suurempia kuin ulkomaalaisomisteisten, mutta toisaalta näiden kahden ryhmän kertoimien kesken ei saada merkitsevää eroa.

Taulukko 8. Kannattavuuden, vakavaraisuuden ja kasvun osittaiskorrelaatiot omistajaryhmittäin.

OLS estimointi, selitettävä muuttuja				
	ROA	OMAVA	GR_LV	GR_HENK
	Kerroin	Kerroin	Kerroin	Kerroin
<i>PERHE</i>	1.077 ***	4.779 ***	3.153 ***	3.262 ***
<i>VALTIO</i>	0.193	9.827 ***	3.030 **	1.274
<i>PÖRSSI</i>	0.469	7.561 ***	5.109 ***	5.109 ***
<i>ULKOM</i>	1.852 ***	2.642 *	0.649	-1.136 *
Muut mallissa käytetyt selittäjät:				
LN(IKÄ)	0.770 **	-1.033	-3.799 ***	-1.349 *
LN(IKÄ2)	-0.164 **	0.565 **	0.479 ***	0.073
LN(HENK)	-0.167	4.873 ***	-1.346	-1.980 **
LN(HENK2)	-0.020	-0.454 ***	0.017	0.051
PATENTTEJA	1.060 **	4.904 ***	-0.397	0.359
Kaikissa regressioissa lisäksi mukana				
17 toimialakontrollia				
18 vuosikontrollia				
Yritysten lkm	852	861	936	941
Hav. lkm	6235	6382	7043	6997
Waldin testi mallille	15.777 ***	11.056 ***	11.272 ***	11.726 ***
Selitysaste	0.170	0.194	0.078	0.084
Waldin testit omistusmuuttujille				
Nollahypoteesit:				
1) Kaikki neljä yhdessä = 0	5.611 ***	5.466 ***	8.978 ***	16.636 ***
2) <i>PERHE</i> = <i>VALTIO</i>	1.714	2.335	0.008	2.199
3) <i>PERHE</i> = <i>PÖRSSI</i>	1.255	2.005	3.579 *	3.794 *
4) <i>PERHE</i> = <i>ULKOM</i>	2.433	1.609	11.401 ***	36.555 ***
5) <i>VALTIO</i> = <i>PÖRSSI</i>	0.175	0.457	1.922	8.731 ***
6) <i>VALTIO</i> = <i>ULKOM</i>	5.549 **	4.623 **	2.833 *	3.195 *
7) <i>PÖRSSI</i> = <i>ULKOM</i>	5.501 **	6.749 ***	16.363 ***	40.969 ***

Taulukon estimoinnit on tehty Stata 9.1 SE -ohjelmistolla MS Windows XP Pro (SP 2) ympäristössä. Estimoinneissa on käytetty regress-komentoa cluster-optiolla, jolloin keskivirheiden laskemisessa voidaan ottaa huomioon se, että virhetermit eivät välttämättä ole samoin ja riippumattomasti jakautuneita (aineiston paneeliulottuvuudesta ja mahdollisesta virhetermin heteroskedastisuudesta johtuen). Poikkeavien havaintojen vuoksi selitettävien muuttujien jakauman ylä- ja alapäästä on poistettu yksi prosentti havainnoista ennen estimointia. Selitettävien muuttujien skaala on prosenttiyksikkö. Mallien selittävät muuttujat on viivästetty yhdellä vuodella. Omistusmuuttujien vertailuluokkana on omistajaryhmä 'muut'. Henkilöstömäärä ja ikä on mitattu luonnollisella logaritmiasteikolla. Aineisto kattaa vuodet 1986–2004. Waldin testeissä on käytetty F-jakaumaa. Tulosten tilastollinen merkitsevyys: \*\*\* = merkitsevä 1 prosentin, \*\* = merkitsevä 5 prosentin ja \* = merkitsevä 10 prosentin tasolla.

### 3. YRITYSTEN MENESTYMINEN KOKOLUOKITTAIN

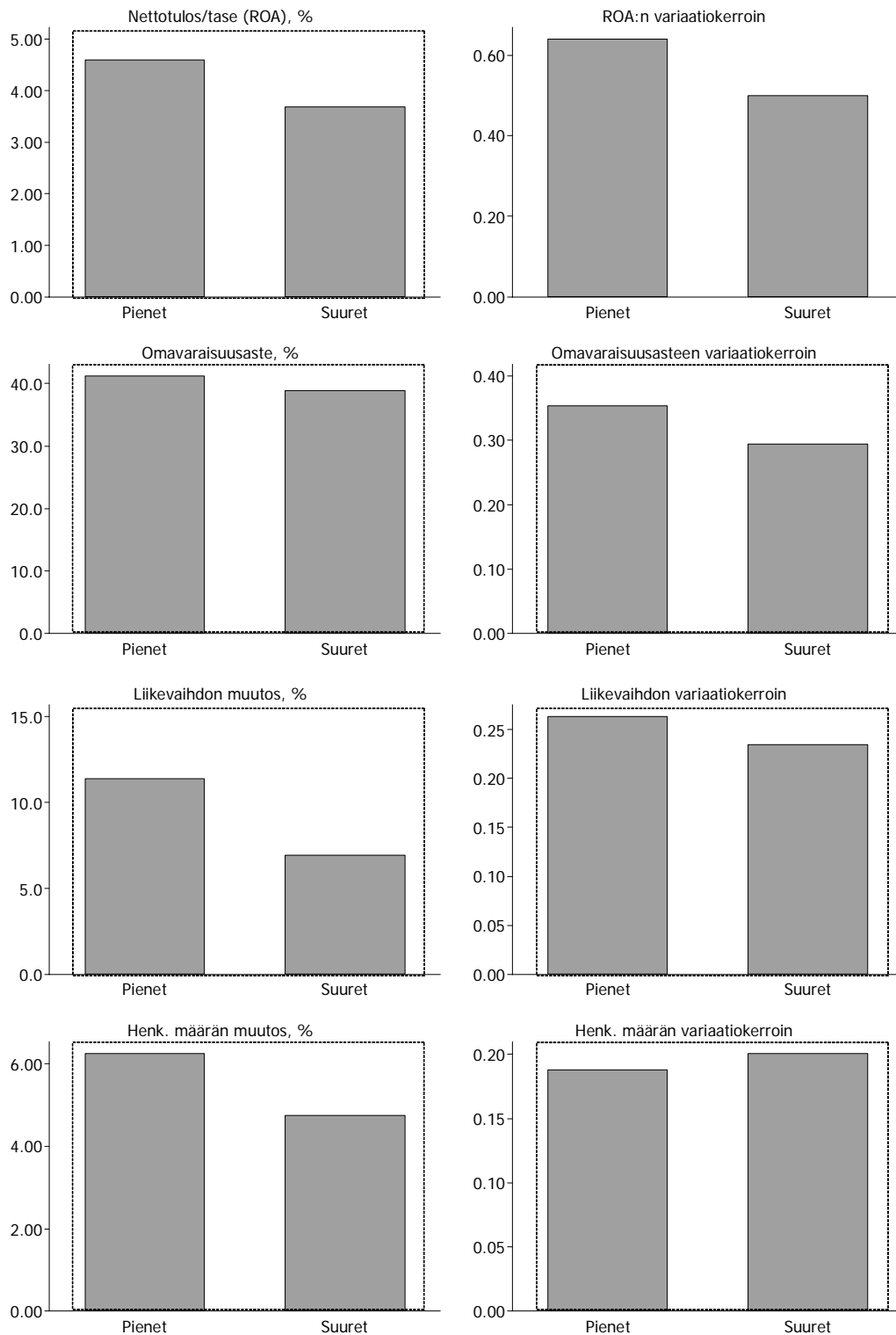
#### 3.1. TUTKIMUSAINEISTO

Tarkastellaksemme sitä, poikkeavatko pk-yritykset jollain tavalla muusta yritysjoukosta, muodostamme toisen yritysotoksen. Tämä otos perustuu Balance Consulting Oy:n tilinpäätöstietokantaan. Tietokannassa yritysten liikevaihdolla mitatun koon alaraja on 1.7 miljoonaa euroa. Kokoluokkavertailua varten jaamme yritykset kahteen ryhmään vuoden 1995 liikevaihdon suhteen: määrittelemme pienyrityksiksi ne, joiden liikevaihto vuonna 1995 oli enintään 10 miljoonaa euroa ja suuriksi liikevaihdoltaan vuonna 1995 yli kymmenen miljoonan euron yritykset. Ajatuksenamme on, että samaistamme pienet (usein ensimmäisen polven) perheyrietykset ja pk-yritykset. Tarkasteluajanjaksoamme kattaa vuodet 1995–2002. Asetamme lisäksi ehdoksi, että yrityksestä täytyy olla vähintään viisi havaintoa kyseisiltä vuosilta. Kaikkiaan otoksessamme on 4659 yritystä ja niistä 37025 havaintoa; pieniksi määriteltyjä yrityksiä on 3579 (77 prosenttia) ja suuriksi 1080 (23 prosenttia).

#### 3.2. VERTAILU KOKOLUOKITTAIN

Kuviossa 8 on yhteenvetoa analyyseista, joissa tutkittiin yritysten kannattavuutta, vakavaraisuutta, kasvua ja niiden vaihteluita yllä määritellyissä yritysten kokoluokissa. Kuviosta nähdään, että pienyritysten kannattavuus, mitattuna nettotuloksen suhteella taseen loppusummasta, on ollut keskimäärin korkeampi kuin muissa yrityksissä vuosina 1995–2002. Myös kannattavuuden vaihtelut ovat pienyrityksissä olleet hieman suurempia, mutta ero ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevä. Vakavaraisuus mitattuna omavaraisuusasteella oli pienyrityksissä keskimäärin 41 prosenttia ja suurissa 39 prosenttia; ero on varsin pieni, mutta kuitenkin tilastollisesti merkitsevä. Vakavaraisuuden vaihtelut variaatiokertoimelle mitattuna olivat toisaalta pienyrityksissä myös tilastollisesti voimakkaampia.

Kuvio 8. Yritysten kehitys kokoluokittain vuosina 1995–2002.



Aineistolähteenä on Balance Consulting Oy:n tilinpäätöstietokanta. Pieniksi yrityksiksi on määritelty yritykset, joiden liikevaihto vuonna 1995 oli enintään kymmenen miljoonaa euroa ja suuriksi liikevaihdoltaan vuonna 1995 yli kymmenen miljoonan euron yritykset. Kuvioissa on raportoitu vertailuryhmien keskiarvot kunkin muuttujan osalta. Keskiarvojen laskennassa muuttujien jakauman ylä- ja alapäästä on poistettu yksi prosentti havainnoista äärihavaintojen vaikutuksen eliminoimiseksi. Katkoviivoilla on indikoitu tilastollisesti vähintään kymmenen prosentin tasolla merkitsevät erot.



Pieniksi määritellyissä yrityksissä kiinteähintaisen liikevaihdon keskimääräinen muutos oli tarkasteluajanjaksona 11 prosenttia ja suurissa seitsemän prosenttia.<sup>14</sup> Myös liikevaihdon variaatiokerroin oli pienyrityksissä suurempi. Erot sekä prosentuaalisissa muutoksissa että variaatiokertoimissa ovat tilastollisesti merkitseviä. Henkilöstömäärän kasvu oli pienyrityksissä keskimäärin noin kuusi prosenttia ja muissa vajaa viisi prosenttia. Henkilöstömäärän variaatiokerroin oli pienissä yrityksissä alhaisempi kuin suurissa yrityksissä.

Kuviossa 8 esitettyjen tunnuslukujen valossa pienyritysten kannattavuus ja vakavaraisuus ovat siis olleet korkeampia ja kasvu nopeampaa kuin suurissa yrityksissä. Jatkamme analyysia vakioimalla regressioanalyysin avulla yrityksen taust ominaisuuksien vaikutuksia ja testaamalla, saako pienyrityskontrollimme edelleen tilastollisesti merkitsevän arvon. Taulukossa 9 on kuvattu regressioanalyysissä käytetyt muuttajat. Muuttajat ovat lähes identtisiä edellisen luvun regressioanalyysin kanssa: Kaikissa malleissamme kontrolloimme yrityksen ikää, kokoa, innovatiivisuutta, vuosivaikutuksia sekä toimialaa; nyt suurempi otoskokomme ja eri aineistolähteemme mahdollistavat toimialojen kontrolloimisen erittäin tarkalla, 42 luokittelumuuttujan, tasolla.

Taulukko 9. Muuttujien kuvaus kokoluokkatarkastelussa.

---

PIENYRITYS	Luokittelumuuttuja: 1, jos yrityksen liikevaihto vuonna 1995 oli alle 10 me, 0 muuten
ROA	Nettotulos / tase
OMAVA	Omavaraisuusaste (Oma pääoma / tase)
GR_LV	Kiinteähintaisen liikevaihdon muutos edellisestä vuodesta
GR_HENK	Henkilöstömäärän muutos edellisestä vuodesta
IKÄ	Yrityksen ikä vuosina
IKÄ2	Yrityksen iän neliö
HENK	Henkilöstömäärä keskimäärin vuoden aikana
HENK2	Henkilöstömäärän neliö
PATENTTEJA	Luokittelumuuttuja: 1, jos yrityksellä on voimassaolevia Suomi- tai Epo-patentteja, 0 muuten

---

Regressioanalyysin tulokset on raportoitu taulukossa 10. Koska yritysten koko on vakioitu, voimme karkeasti samaistaa pienet (usein ensimmäisen polven) perheyrietykset ja pk-yritykset. Tulokset tukevat kannattavuuden ja kasvun osalta kuviosta 8 tehtyjä havaintoja. Niistä nähdään, että pienyrityksiä luokitteleva muuttuja korreloi positiivisesti kannattavuuden ja kasvun kanssa, vaikka otamme huomioon edellä mainitut yri-

---

<sup>14</sup> Liikevaihtoluvut on analyysissa deflatoitu bkt:n hintaindeksillä (2000 = 100).

tyskohtaiset ja muut taustatekijät. Tosin nämä tulokset ovat tilastollisesti merkitseviä vain kymmenen prosentin tasolla, joten niihin on suhtauduttava varovaisuudella. Vakavaraisuuden osalta korrelaatio on myös positiivinen, mutta kertoimen arvo ei ole tilastollisesti merkitsevä.

Taulukko 10. Osittaiskorrelaatiot kannattavuuden, vakavaraisuuden ja kasvun suhteen vuosina 1995–2002: pienyritykset vs. muut.

	OLS estimointi, selitettävä muuttuja			
	ROA Kerroin	OMAVA Kerroin	GR_LV Kerroin	GR_HENK Kerroin
<i>PIENYRITYS</i>	0.440 *	0.488	0.979 *	0.814 *
Muut mallissa käytetyt selittäjät:				
LN(IKÄ)	0.794 *	6.411 ***	-3.931 ***	-1.954 **
LN(IKÄ2)	-0.145 *	-0.780 **	0.409 **	0.060
LN(HENK)	-0.371 *	-4.581 ***	-0.149	-1.355 ***
LN(HENK2)	0.019	0.344 ***	0.034	0.160 ***
PATENTTEJA	0.358	1.269	0.613	-0.011
Kaikissa regressioissa lisäksi mukana 42 toimialakontrollia 7 vuosikontrollia				
Yritysten lkm	3737	3735	3748	3736
Hav. lkm	19970	19987	20015	19584
Waldin testi mallille	9.481 ***	10.821 ***	16.242 ***	15.024 ***
Selitysaste	0.057	0.061	0.047	0.050

Taulukon estimoinnit on tehty Stata 9.1 SE -ohjelmistolla MS Windows XP Pro (SP 2) ympäristössä. Estimoinneissa on käytetty regress-komennon cluster-optiota, jolloin keskivirheiden laskennassa voidaan huomioida se, että virhetermit eivät välttämättä ole samoin ja riippumattomasti jakautuneita (aineiston paneeliulottuvuudesta ja mahdollisesta virhetermin heteroskedastisuudesta johtuen). Poikkeavien havaintojen vuoksi selitettävien muuttujien jakauman ylä- ja alapäästä on poistettu yksi prosentti havainnoista ennen estimointia. Selitettävien muuttujien skaala on prosenttiyksikkö. Mallien selittävät muuttujat on viivästetty yhdellä vuodella. Henkilöstömäärä ja ikä on mitattu luonnollisella logaritmiasteikolla. Waldin testeissä on käytetty F-jakaumaa. Tulosten tilastollinen merkitsevyys: \*\*\* = merkitsevä 1 prosentin, \*\* = merkitsevä 5 prosentin ja \* = merkitsevä 10 prosentin tasolla.

#### 4. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Yritysten omistuksessa ja omistuksen rakenteissa on tapahtunut merkittäviä muutoksia 1980-luvun lopun jälkeen. Pääomamarkkinoiden nopea muutos ja niiden integroituminen globaaleihin rahoitusmarkkinoihin on lisännyt erityisesti ulkomaalaisten osuutta suomalaisyritysten omistajina. Mutta myös kotimaisen omistuksen rakenne muuttui

dramaattisesti 1990-luvun kuluessa: yritysten välinen ristiinomistus ja yleensä kotimaisen institutionaalisen omistuksen merkitys pienentyi merkittävästi. Koko rahoitusjärjestelmä muuttui pankkikeskeisestä osakemarkkinakeskeisemmäksi ja siten kohti anglosaksista hajautettua järjestelmää. Omistukselle ja omistuksen kautta tulevalle vaikutusvallalle syntyivät aivan uudenlaiset markkinat.

Tämä herätti kysymyksen siitä, millainen on yritysten tai kansantalouden kannalta hyvä omistusrakenne: ketkä ovat hyviä, osaavia ja vaativia omistajia, onko hajautettu ja pääomamarkkinoiden kautta johtoa valvova omistus parempi kuin keskitetty, ovatko ulkomaalaiset parempia ja vaativampia omistajia kuin kotimaiset, onko omistuksella ylipäättänsä merkitystä?

Keskustelua on paljolti käyty ulkomaisesta omistuksesta ja sen vaikutuksista yritysten ja kansantalouden pitkän aikavälin kasvuun ja menestymiseen. Tämä on ymmärrettävää, sillä ulkomainen omistus nousi jyrkästi 1990-luvun puolivälin jälkeen sekä suorien sijoitusten muodossa että pörssiyritysten ulkomaalaisomistuksen kasvun kautta. Nykyisin jo runsas kolmannes viidestä sadasta suurimmasta yrityksestä on ulkomaalaisten yritysten (enemmistöomisteisia) tytäryrityksiä. Vastaava luku 15 vuotta sitten oli noin kymmenen prosenttia.

Tutkimustulokset—niin Suomesta kuin muualtakin—ovat verrattain yksituumaisesti osoittaneet, että ulkomaalaisten omistamat yritykset ovat kannattavuudeltaan ja tuottavuudeltaan menestyneet kotimaisesti omistettuja paremmin. Tämä on luontevaa, sillä yritysten kansainvälistyminen tapahtuu lähes aina jonkin erityisosaamisen varassa. Kansainvälisesti toimivat yritykset tarvitsevat erityisosaamista voidakseen toimia ja menestyä ulkomaisilla markkinoilla ja kompensoidakseen kotimaisten yritysten kilpailuetuja.

Muut omistuksen ulottuvuudet, kuten perheyrittäjäisyys tai omistajavetoinen pienyrittäjäisyys, ovat jääneet osittain ulkomaalaisomistusta koskevan keskustelun varjoon. Taloustieteellinen tutkimus tai rahoitusteoria ei sinänsä anna vastausta omistajuuden merkityksestä—yhden omistusmuodon paremmuudesta tai huonommuudesta—vaan viittaa siihen, että omistuksella ei ole suurtakaan merkitystä. Jos markkinat toimivat suhteellisen hyvin, hajautettu omistus ja markkinoiden kautta tuleva johdon valvonta johtavat kansantalouden kannalta tehokkaaseen pääomien käyttöön. Johdon valvon-

nan kustannukset (ns. agenttikustannukset) ovat pienimmät ja pääomien siirtäminen tuottavimpiin kohteisiin kitkattominta.

Kysymys omistuksen vaikutuksista yritysten (ja kansantalouden) menestymiseen jää empiirisesti ratkaistavaksi. Uusin empiirinen tutkimus onkin osoittanut, että keskityneellä omistuksella tai perheomistajuudella on myös merkittäviä etuja. Omistajien erityistietämys tietyltä toimialalta saattaa puoltaa keskitettyä omistusta. Samoin pitkän aikavälin investointistrategia, jonka taustalla usein on yksinkertaisesti se, että yritys on tarkoitus siirtää tuleville sukupolville.

Tässä tutkimuksessa on tilastollisin menetelmin tutkittu sitä, miten omistusmuoto vaikuttaa suomalaisten yritysten menestymiseen—niiden kannattavuuteen, vakava-raisuuteen, kasvuun ja näiden vaihteluun. Aineistona on käytetty *Talouselämä*-lehden 500 suurimman yrityksen tilinpäätöstietoja vuosilta 1986–2004. Kyseessä on siis paneeliaineisto, jossa on kaiken kaikkiaan runsaat 1000 yritystä. Niitä koskevien havaintojen määrä vaihteli yhdestä yhdeksääntoista. Täydellinen 19 vuoden aikasarja oli noin kymmenesosalla yrityksistä.

Suurten yritysten lisäksi on erikseen tarkasteltu pk-yritysten (liikevaihto vuonna 1995 alle 10 miljoonaa euroa) ryhmää, jota koskeva tieto on Balance Consulting Oy:n tilinpäätöstietokannasta. Oletuksena on, että käytännössä lähes kaikki tämän kokoluokan yritykset ovat omistajavetoisia, ts. niiden johto ja omistus ovat saman tai samojen henkilöiden käsissä.

Molempien tilinpäätösaineistojen tietosisältöä on täydennetty lukuisien muiden aineistojen avulla. Esimerkiksi indikoimaan yritysten innovaatiotoimintaa ja kasvumahdollisuuksia aineistoon on haettu tietoja yritysten patentointiaktiivisuudesta sekä Patentti- ja rekisterihallituksen että Euroopan patenttioviraston tietokannoista.

Tutkimuksessa tarkasteltiin varsinaisesti neljää eri omistajaryhmää:

- Perheyrietykset, joihin luettiin ne vähintään ns. toisen polven perheyrietykset, jotka kuuluvat 500 suurimman Suomessa toimivan yrityksen joukkoon.
- Valtionyrietykset, joilla tarkoitetaan valtioenemmistöisiä 500 suurimman yrityksen joukkoon kuuluvia yrityksiä.
- Hajautetusti omistetut pörssiyritykset eli Helsingin arvopaperipörssissä listatut yritykset, jotka eivät kuulu perheyrietysten tai valtionyritysten ryhmään.

- Ulkomaalaisomisteiset yritykset eli yritykset, joiden osakeomistuksesta ja määräysvallasta vähintään puolet on ulkomaisella yrityksellä. Nämä ovat siis Suomessa toimivien monikansallisten yritysten tytäryrityksiä.

Tutkimuksen keskeiset johtopäätökset perustuvat regressioanalyysiin, jossa omistusmuodon vaikutuksia on tutkittu ottamalla huomioon keskeisiä yrityksen taust ominaisuuksia kuten toimiala, koko, ikä, innovatiivisuus sekä vuosivaikutukset. On selvää, että edellä mainittujen ominaisuuksien lisäksi olisi pyrittävä kontrolloimaan myös muita yrityskohtaisia tekijöitä, kuten esimerkiksi yksityiskohtaisemmin yritysten omistusrakenteita (esim. omistajien lukumäärä, omistuksen keskittyneisyys, johdon omistusosuus) ja ns. corporate governance –järjestelmää (esim. hallituksen koostumus, johdon kannustejärjestelmät), mutta tähän käytettävissä olleet aineistot eivät tällä kertaa antaneet mahdollisuuksia.

Tulokset voidaan tiivistää omistajaryhmittäin tarkasteltuna seuraavasti:

- *Perheyrietykset* ovat olleet kannattavuudeltaan (pääoman tuottoasteella mitattuna) ja vakavaraisuudeltaan vähintään yhtä hyviä kuin ulkomaalaisomisteiset yritykset sekä hajautetusti omistetut pörssiyritykset ja valtionyritykset. Ne ovat kasvaneet keskimäärin hitaammin kuin pörssiyritykset (kasvua on mitattu liikevaihdolla ja työllisyydellä, ml. yritysostojen tuoma kasvu), mutta nopeammin kuin ulkomaalaisomisteiset yritykset.
- *Ulkomaalaisomisteiset* yritykset ovat olleet keskimäärin kannattavampia kuin pörssi- ja valtionyritykset. Niiden vakavaraisuus on kuitenkin ollut näitä heikompi. Samoin ulkomaalaisomisteisten yritysten kasvu on ollut hitaampaa kuin valtion- tai pörssiyritysten.
- *Valtionyritykset* ovat kasvattaneet työllisyyttään keskimäärin hitaammin kuin hajautetusti omistetut pörssiyritykset.
- *Pienten yritysten* analyysi oli aineistorajoitusten vuoksi jonkin verran suppeampi kuin suuryritysten. Tulokset antavat kuitenkin viitteitä siihen, että pienet yritykset ovat olleet keskimäärin kannattavampia kuin suuret ja kasvaneet suuria nopeammin. Vakavaraisuudeltaan ne ovat olleet suurten yritysten kanssa samanlaisia.

## KIRJALLISUUTTA

- Anderson, Ronald, C.—Reeb, David, M. (2003): Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *Journal of Finance*, Vol. 58, 1301–1328.
- Demsetz, Harold (1983): The Structure of Ownership and the Theory of Firm, *Journal of Law and Economics*, Vol. 25, 375–390.
- Demsetz, Harold—Lehn, Kenneth (1985): The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, Vol. 93, 1155–1177.
- Gorritz, Carmen, G.—Fumas, Vincente, S. (2005): *Family Ownership and Performance: the Net Effect of Productive Efficiency and Growth Constraints*, ECGI Working Paper Series in Finance No. 66/2005.
- Huizinga, Harry—Jonung, Lars, toim. (2005): *The Internationalization of Asset Ownership in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Hyytinen, Ari—Kuosa, Iikka—Takalo, Tuomas (2003): Investor Protection and Financial Development in Finland, teoksessa Hyytinen, Ari—Pajarinen, Mika (toim.): *Financial Systems and Firm Performance. Theoretical and Empirical Perspectives*, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos (ETLA) Sarja B:200, Taloustieto Oy, Helsinki.
- Hyytinen, Ari—Pajarinen, Mika, toim. (2003): *Financial Systems and Firm Performance. Theoretical and Empirical Perspectives*, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos (ETLA) Sarja B:200, Taloustieto Oy, Helsinki.
- Hyytinen, Ari—Pajarinen, Mika (2005): Yritysrahoitusmarkkinoiden syventyminen ja talouskasvu, teoksessa Hyytinen, Ari—Rouvinen, Petri (toim.): *Mistä talouskasvu syntyy?*, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos (ETLA) Sarja B:214, Taloustieto Oy, Helsinki.
- Ilmakunnas, Pekka—Maliranta, Mika (2004): Foreign Medicine: A Treatment Effect Analysis of the Productivity Effects of Foreign Ownership, *Applied Economics Quarterly*, Vol. 50:1, 41–59.
- James, Harvey (1999): Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm, *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 6, 41–56.
- Jonung, Lars, toim. (2002): *Vem skall äga Sverige?* SNS Förlag, Tukholma.
- Jungnickel, Rolf, toim. (2002): *Foreign-owned Firms—Are They Different?* Palgrave Macmillan, Houndmills Basingstoke.
- Kankare, Matti—Saarelainen, Jukka (2002): *100 suurinta perheyrittystä: Perheet pitävät huolta*, Talouselämä nro. 40/2002, 20–30.
- Kauppa- ja teollisuusministeriö (2005): *Perheyrittäjyys. Perheyrittäjät jatkuvuuden, uusiutumisen ja kasvuhakuisuuden moottorina*, perheyrittäjäryhmän mietintö, KTM Julkaisuja 16/2005.
- La Porta, Rafael—Lopez-De-Silanz, Florencio—Schleifer, Andrei (1999): Corporate Ownership around the World, *Journal of Finance*, Vol. 54, 471–517.
- Morck, Randall—Strangeland, David—Yeung, Bernard (2000): Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth, teoksessa Morck, Randall (toim.): *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, Chicago.

- Perheyritysten liitto ry (2004): *Vastuullisen omistajuuden tunnusmerkeistä ja tehtävistä*, Perheyritysten liiton julkaisu.
- Puttonen, Vesa (2004): Onko omistamisella väliä? EVA raportti.
- Reponen, Tapio, toim. (2005): *Perheyrittäjyyden voimin alueelliseen ja kansainväliseen menestykseen*, Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja, Sarja C-1:2005.
- Schleifer, Andrei—Vishny, Robert (1997): A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, Vol. 52, 737–783.
- Villalonga, Belen—Amit, Raphael (2006): How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value, *Journal of Financial Economics* (tulossa julkaisuun).

**ELINKEINOELÄMÄN TUTKIMUSLAITOS (ETLA)**  
THE RESEARCH INSTITUTE OF THE FINNISH ECONOMY  
LÖNNROTINKATU 4 B, FIN-00120 HELSINKI

---

Puh./Tel. (09) 609 900  
Int. 358-9-609 900  
<http://www.etla.fi>

Telefax (09) 601753  
Int. 358-9-601 753

**KESKUSTELUAIHEITA - DISCUSSION PAPERS ISSN 0781-6847**

Julkaisut ovat saatavissa elektronisessa muodossa internet-osoitteessa:  
<http://www.etla.fi/finnish/research/publications/searchengine>

- No 975 JYRKI LESSIG, Suhdannevaihteluiden symmetriaa kultakannan aikana. Ruotsin modernisointumisen, ulkomaankauppa ja taloudellinen integraatio 1800-luvun eurooppalaisten valuuttaliit-tojen aikana. 31.03.2005. 56 s.
- No 976 SAMI NAPARI, Occupational Segregation during the 1980s and 1990s – The Case of Finnish Manufacturing. 18.04.2005. 54 p.
- No 977 JYRKI ALI-YRKKÖ – ANTHONY DE CARVALHO – PAAVO SUNI, Intia maailmantalou-  
dessa. 03.06.2005. 31 s.
- No 978 RAINE HERMANS – MARTTI KULVIK – ANTTI-JUSSI TAHVANAINEN, ETLA 2004  
Survey on the Finnish Biotechnology Industries – Background and Descriptive Statistics.  
22.04.2005. 40 p.
- No 979 ELIAS OIKARINEN, The Diffusion of Housing Price Movements from Centre to Surrounding  
Areas. 25.04.2005. 36 p.
- No 980 JYRKI ALI-YRKKÖ, Impact of Public R&D Financing on Employment. 06.05.2005. 24 p.
- No 981 MAARIT LINDSTRÖM, Onko luovilla aloilla taloudellista merkitystä? Luovat alat, kulttuu-  
rialat ja taidekoulutetut eri toimialoilla. 19.05.2005. 26 s.
- No 982 MARTTI NYBERG – MAARIT LINDSTRÖM, Muotoilun taloudelliset vaikutukset.  
20.05.2005. 25 s.
- No 983 NIKU MÄÄTTÄNEN, Vapaaehtoiset eläkevakuutukset, verotus ja säästäminen. 24.05.2005. 31 s.
- No 984 TUOMO NIKULAINEN – MIKA PAJARINEN – CHRISTOPHER PALMBERG, Patents and  
Technological Change – A Review with Focus on the Fepoci Database. 25.05.2005. 26 p.
- No 985 PEKKA SULAMAA – MIKA WIDGRÉN, Asian Regionalism versus Global Free Trade: A  
Simulation Study on Economic Effects. 27.05.2005. 12 p.
- No 986 EDVARD JOHANSSON – PETRI BÖCKERMAN – RITVA PRÄTTÄLÄ – ANTTI UUTELA,  
Alcohol Mortality, Drinking Behaviour, and Business Cycles: Are Slumps Really Dry Seasons?  
16.06.2005. 10 p.
- No 987 ARI HYYTINEN – MIKA PAJARINEN, Why Are All New Entrepreneurs Better than Aver-  
age? Evidence from Subjective Failure Rate Expectations. 23.06.2005. 34 p.
- No 988 RAINE HERMANS – MARTTI KULVIK, Initiatives on a Sustainable Development Strategy  
for Finnish Biotechnology. 22.06.2005. 25 p.



- No 989 MIKA WIDGRÉN, Revealed Comparative Advantage in the Internal Market. 01.08.2005. 20 p.
- No 990 ARI HYYTINEN – MIKA PAJARINEN, Yrittäjäksi ryhtyminen ja yrittäjyysasenteet Suomessa: Havainnot kyselytutkimuksista. 10.08.2005. 19 s.
- No 991 CHRISTOPHER PALMBERG – MIKA PAJARINEN, Alliance Capitalism and the Internationalisation of Finnish Firms. 01.11.2005. 39 p.
- No 992 ELIAS OIKARINEN, Is Housing Overvalued in the Helsinki Metropolitan Area? 29.09.2005. 33 p.
- No 993 MIKA MALIRANTA – PEKKA ILMAKUNNAS, Decomposing Productivity and Wage Effects of Intra-Establishment Labor Restructuring. 02.11.2005. 26 p.
- No 994 VILLE KAITILA – MAARIT LINDSTRÖM – EWA BALCEROWICZ, Puolan liiketoimintaympäristö ja suomalaisten yritysten kokemukset. 10.11.2005. 72 s.
- No 995 SERGEY SUTYRIN – VLADIMIR SHEROV, Russian Regions and Their Foreign Trade. 25.11.2005. 26 p.
- No 996 HANNU PIEKKOLA, Public Funding of R&D and Growth: Firm-Level Evidence from Finland. 20.12.2005. 30 p.
- No 997 AIJA LEIPONEN, Clubs and Standards: The Role of Industry Consortia in Standardization of Wireless Telecommunications. 08.12.2005. 44 p.
- No 998 EWA BALCEROWICZ, Poland's Enterprise Environment – A Polish View. 10.01.2006. 19 p.
- No 999 STEFAN NAPEL – MIKA WIDGRÉN, The European Commission – Appointment, Preferences, and Institutional Relations. 17.01.2006. 20 p.
- No 1000 JUKKA LASSILA – TARMO VALKONEN, The Finnish Pension Reform of 2005. 20.01.2006. 20 p.
- No 1001 OLLI-PEKKA OKSANEN, Are Foreign Investments Replacing Domestic Investments? – Evidence from Finnish Manufacturing. 19.01.2006. 59 p.
- No 1002 ARTO SEPPÄ, Open Source in Finnish Software Companies. 25.01.2006. 36 p.
- No 1003 TERTTU LUUKKONEN, Venture Capital Industry in Finland – Country Report for the Venture Fun Project. 27.02.2006. 48 p.
- No 1004 ELIAS OIKARINEN, Price Linkages Between Stock, Bond and Housing Markets – Evidence from Finnish Data. 15.02.2006. 36 p.
- No 1005 JUHA ALHO – NIKU MÄÄTTÄNEN, Aggregate Mortality Risk and The Insurance Value of Annuities. 21.02.2006. 15 p.
- No 1006 MORRIS TEUBAL – TERTTU LUUKKONEN, Venture Capital Industries and Policies: Some Cross-country Comparisons. 28.02.2006. 23 p.
- No 1007 MIKA PAJARINEN – PEKKA YLÄ-ANTTILA, Omistajuus ja yritysten menestyminen: Analyysia suomalaisella aineistolla. 01.03.2006. 42 s.

Elinkeinoelämän Tutkimuslaitoksen julkaisemat "Keskusteluaiheet" ovat raportteja alustavista tutkimustuloksista ja väliraportteja tekeillä olevista tutkimuksista. Tässä sarjassa julkaistuja monisteita on mahdollista ostaa Taloustieto Oy:stä kopiointi- ja toimituskuluja vastaavaan hintaan.

Papers in this series are reports on preliminary research results and on studies in progress. They are sold by Taloustieto Oy for a nominal fee covering copying and postage costs.