

ITÄ-SUOMEN YLIOPISTO
Yhteiskuntatieteiden ja kauppätieteiden tiedekunta
Kauppätieteiden laitos

Perheomisteisten pk-yritysten rahoitusrakennepäätökset ja niiden suhde osinkoverotukseen

Pro gradu -tutkielma
Taloushallinto ja rahoitus
Sami Salonen 206678
7.5.2012

ITÄ-SUOMEN YLIOPISTO

Yhteiskuntatieteiden ja kauppatieteiden tiedekunta

Kauppatieteiden laitos

Taloushallinto ja rahoitus

SALONEN, SAMI: Perheomisteisten pk-yritysten rahoitusrakennepäätökset ja niiden suhde osinkoverotukseen. The Financial Structure Decisions of Family-Owned SMEs and Their Relationship With Dividend Taxation.

Pro gradu tutkielma, 59 s.

Tutkielman ohjaaja: Professori Jyrki Niskanen

Toukokuu 2012

Avainsanat: Perheyrietykset, osinkoverotus, rahoitusrakenteet

Pro gradu -tutkielma käsittelee Suomessa vuonna 2005 toteutetun osinkoverouudistuksen vaikutuksia pienten ja keskisuurten perheomisteisten yritysten rahoitusrakenteisiin. Tutkielman keskeisenä tavoitteena on selvittää, onko pienten ja keskisuurten perheomisteisten yritysten nettovarallisuuksissa havaittavissa kasvua, joka voitaisiin selittää Suomen osinkoverotuksen kannustimilla.

Perheomisteiset pienet ja keskisuuret yritykset muodostavat useissa kehittyneissä talouksissa suurimman osan yrityksistä ja sitä myötä taloudellisesta toiminnasta. Tämän perusteella onkin varsin ymmärrettävää, että perheyrietytystutkimus on kasvattanut suosiotaan sekä tutkijoiden että käytännön toimijoiden parissa. Perheyrietytystutkimus on haasteellista ja mielenkiintoista monitieteellisyytensä ansiosta. Perheyrietytystutkimuksessa yhdistyvät taloustieteiden lisäksi esimerkiksi sosiologia, historia ja jopa teologia saumattomasti. Perheyrietytysten on usein huomattu toimivan melko ihanteellisesti yrityksinä, joskin on muistettava, että kyse on keskiarvoista. Joskus perheomistajuus saattaa aiheuttaa negatiivista painolastia yritykselle.

Rahoitusrakenne tutkimus on perinteisesti keskittynyt ratkaisemaan optimirahoitusrakenteen pulmaa. Yhtä ainoata optimaalista rahoitusrakennetta ei kuitenkaan ole olemassa. Sen sijaan optimirahoitusrakenne määräytyy yritys kohtaisten tekijöiden sekä vieraan pääoman tuottaman verohyödyn perusteella.

Verotus on läsnä lähes kaikessa taloudellisessa toiminnassa, joten on varsin ymmärrettävää, että sitä onkin tutkittu hyvin paljon. Yritysten kohdalla on tutkittu paljon sitä, miten erilaiset verojärjestelmät ja -kannustimet vaikuttavat yritysten toimintaan. Empiirisesti on havaittu, että erityisesti suuret, ammattimaisesti johdetut yritykset ovat hanakoita käyttämään verokannustimia hyväkseen.

Empiirisen aineiston perusteella, Suomen vuoden 2005 verouudistus ei näyttäisi vaikuttaneen huomattavasti perheomisteisten pienten ja keskisuurten yritysten rahoitusrakenteisiin. Kyseisten yritysten nettovarallisuudet kasvoivat tarkasteluajanjaksolla, mutta kasvu vaikuttaisi liittyvän enemmän yritysten taloudelliseen tulokseen kuin verouudistukseen. Lopullisen vastauksen vuoden 2005 verouudistuksen vaikutuksista voi kuitenkin antaa vasta jatkotutkimuksen perusteella.

Sisällysluettelo

1 JOHDANTO.....	4
1.1 Tutkielman tavoitteet.....	5
1.2 Määritelmät.....	5
1.3 Tutkimuksen rakenne	6
2 AIKAISEMPI TUTKIMUS	7
2.1 Perheyrittäjästudiot.....	7
2.1.1 Yleistä	7
2.1.2 Pääteorit.....	11
2.1.3 Taloudellinen merkittävyys	15
2.1.4 Kannattavuus ja arvo.....	19
2.1.5 Sukupolvenvaihdos ja jatkuvuus.....	21
2.1.6 Luottamus ja altruismi	24
2.2 Rahoitusrakennetutkimus	26
2.2.1 Yleistä	26
2.2.2 Pääteorit.....	27
2.3 Verotus.....	30
2.3.1 Yleistä	30
2.3.2 Osinkoverotus	33
2.3.3 Yritysten tulovero	37
3 EMPIRIA	42
3.1 Tutkimuskysymykset.....	42
3.2 Menetelmät	45
3.3 Aineisto.....	47
3.4 Tulokset	48
3.5 Johtopäätökset	55
4 YHTEENVETO	57
LÄHTEET.....	60

1 JOHDANTO

Tutkittaessa omistussuhteiden vaikutusta yritysten toimintaan, päätöksentekoon sekä liiketoiminnalliseen menestymiseen, ei perheomisteisia yrityksiä voida jättää huomiotta. Perheyrietykset muodostavat määrällisesti mitattuna suurimman yritysryppään lähes jokaisessa kehittyneessä taloudessa. Lisäksi perheyrietykset tuottavat samoissa talouksissa yleensä huomattavasti yli puolet kyseisten talouksien vuosittaisista bruttokansantuotteista. Näiden tekijöiden perusteella voitaneen sanoa että perheyrietykset ovat mielenkiintoinen kohde jokaiselle joka on kiinnostunut sekä taloudesta että yritysten toiminnasta.

Perheyrietytutkimuksen kiinnostavuutta lisää myös sen monitieteellisyys. Perheyrietytutkimuksessa käsitellään talouden lisäksi esimerkiksi psykologiaa sekä sosiologiaa. Tämä toki lisää myös perheyrietytutkimuksen haastavuutta tutkijan kannalta katsottuna, mutta mitäpä tieteen harjoittaminen olisi ilman haasteita. Monitieteellisyys tuo perheyrietytutkimukseen myös laajemman katsantokannan, mitä voidaan pitää hyvänä asiana mielenkiinnon lisäämisen kannalta. Ja asioiden käsittelemistä laajemmista näkökulmista katsottuna voitaneen pitää jo itsessään positiivisena asiana.

Entäpä rahoitusrakennetutkimus? Rahoituksen tutkimuksesta puhuttaessa rahoitusrakennetutkimus nousee esiin yhtenä kiinnostavimmista aiheista. Pääoman käyttö ja riittävyys eri aloilla, verotuksen vaikutus rahoituspäätöksiin ja monet muut kysymykset nousevat esille yritysten rahoitusrakenteita tutkittaessa. Rahoitusrakennetutkimuksen mielenkiintoisuutta lisää erityisesti se, kuinka tärkeää pääoman tehokas käyttö on yrityksille ja niiden omistajille.

Verotuksen tutkimus puolestaan on kiinnostanut kauppatieteilijöitä hyvin paljon. Kysymykset kuten miten verotus ja sen muutokset saavat yritykset ja sijoittajat käyttäytymään rahoitusmarkkinoilla tai miten verotus vaikuttaa yritysten tarvitseman pääoman hintaan toistuvat useissa tutkimuksissa. Ottaen huomioon sen, kuinka montaa asiaa yhteiskunnassa verotus koskettaa, on tutkijoiden suuri kiinnostus sitä kohtaan varsin ymmärrettävää.

Nämä kolme aihealuetta, perheyrittystutkimus, rahoitusrakennetutkimus sekä verotutkimus, nidottuna yhteen muodostavat tämän tutkielman aihepiirin teoreettisen perustan. Näistä kolmesta aihepiiristä perheyrittystutkimus painottuu tässä tutkielmassa hieman enemmän kuin rahoitusrakennetutkimus ja verotutkimus. Tutkielman tavoitteena on selvittää se, onko Suomen osinkoverotus ja sen muutos 2000-luvulla saanut perheomisteiset suomalaiset pk-yritykset muuttamaan rahoitusrakennettaan enemmän omaa pääomaa suosivaksi.

1.1 Tutkielman tavoitteet

Perheyrittystutkimuksen yleisenä ja tärkeimpänä tavoitteena voidaan pitää perheyrittysten toiminnan tehostamista (Sharma 2004). Tämän määritelmän perusteelta tämän tutkimuksen päätavoitteena voidaankin siis pitää sellaisen tiedon tuottamista, jonka avulla voidaan tehostaa edes yksittäisten perheyrittysten toimintaa.

1.2 Määritelmät

Perheyrittymisen määritelmää on usein pidetty hankalana, ja vielääkään ei ole olemassa yhtä ainoata virallista ja yleisesti käytettyä määritelmää perheyrittymiselle. Eri määritelmien tavoite on ollut erottaa perheyrittymiset muista yrityksistä (Sharma 2004). Määritelmiä on luotu esimerkiksi omistussuhteiden ja yrityksen johtohenkilöstön perusteella. Tässä tutkimuksessa perheyrittymiseksi on määritelty yritys, jonka omistuksesta yli puolet on keskittynyt yhdelle perheelle. Määritelmä kattaa suuren osan pienistä ja keskisuurista yrityksistä, ja voidaan toki hyvin kysyä sitä, ovatko kaikki kyseiset yritykset todella perheyrittymiksi mielletäviä. Tämän tutkielman tavoitteiden kannalta katsottuna kyseisen määritelmän voidaan kuitenkin katsoa toimivan tarpeeksi hyvin, kun tavoitteeksi otetaan tutkimuskysymyksiin vastaaminen totuuden mukaisesti.

Puhuttaessa yrityksistä, tässä tutkielmassa tarkoitetaan osakeyhtiöitä. Henkilöyritykset ja osuuskunnat rajataan tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Tämän voitaneen sanoa olevan linjassa

aikaisemman tutkimuksen kanssa. Pienen ja keskisuuren yritysten määritelmänä tässä tutkielmassa käytetään Euroopan Komission suosituksen mukaista määritelmää. Pk-yritykset ovat siis yrityksiä, joiden palveluksessa on alle 250 työntekijää, joiden liikevaihto on alle 50 miljoonaa euroa ja joiden taseen loppusumma on alle 43 miljoonaa euroa.

1.3 Tutkimuksen rakenne

Tutkimuksessa on neljä päälukua. Ensimmäinen luku toimii johdatuksena tutkielmaan. Toinen luku, jakautuen kolmeen alalukuun, käsittelee aikaisempaa tutkimusta tutkielman aihepiireistä. Kolmannessa luvussa käsitellään tutkielman empiirinen osuus ja esitellään tutkimuksen tulokset. Neljännessä luvussa puolestaan suoritetaan tutkielman yhteenveto sekä loppupohdinnat.

2 AIKAISEMPI TUTKIMUS

Tässä luvussa käydään läpi sekä perheyritystutkimukseen, verotutkimukseen että rahoitusrakennetutkimukseen liittyvää aikaisempaa tutkimusta. Kaikkia tutkimussuuntia käsitellään ensin yleisestä näkökulmasta katsottuna. Tämän lisäksi jokaisesta aihealueesta pyritään esittelemään tärkeimpiä ja mielenkiintoisimpia havaintoja. Tarkempaan käsittelyyn valittujen aiheiden valinta perustuu tutkielman kirjoittajan omaan harkintaan.

2.1 Perheyritystutkimus

Tässä luvussa käsitellään aikaisempaa perheyrityksiä koskevaa tieteellistä tutkimusta. Aihetta lähestytään ensimmäisessä alaluvussa yleiseltä tasolta. Tämän jälkeisissä alaluvuissa käsitellään mielenkiintoisimpia perheyrityksiin liittyviä tutkimuskysymyksiä. Kyseiset tutkimuskysymykset on valittu tarkemman tarkastelun kohteeksi sillä perusteella, kuinka usein ne ovat esiintyneet aikaisemmassa tutkimuksessa.

2.1.1 Yleistä

Perheyritystutkimusta on harjoitettu jo useamman vuosikymmenen ajan, vaikka täysin omaksi tutkimusalakseen sen voidaan katsoa eriytyneen vasta noin 20 vuotta sitten (Tourunen 2009 s. 25). Ensimmäinen perheyritystutkimuksen piiriin kuuluvaksi laskettava väitöskirja valmistui vuonna 1953 ja alan ensimmäinen professuuri puolestaan perustettiin vuonna 1978 Yhdysvalloissa Baylorin yliopistoon (Tourunen 2009 s. 25). Perheyritystutkimus onkin kasvattanut suosiotaan jatkuvasti mitattuna esimerkiksi julkaistuilla tieteellisillä artikkeleilla sekä perheyrityksiin keskittyvillä koulutusohjelmilla (Sharma 2004, Miner & Stewart 2011). Perheyritystutkimuksen tekee erityisen haastavaksi, ja samalla toki myös erityisen mielenkiintoiseksi, sen monitieteisyys. Perheyritystutkimuksessa yhdistyvät erityisesti

organisaatiotutkimus, sosiologia, psykologia, antropologia, historia sekä taloustiede (Tourunen 2009 s. 25, Miner & Stewart 2011). Tällöin esimerkiksi yritysten omistajuuden tutkiminen liikkuu talouden ja lain tutkimisen lisäksi kohti esimerkiksi sosiologian tieteenalaa (Sharma, Hoy, Astrachan & Koironen 2006). Perheyritystutkimus on siis tutkimuskenttänä hyvin laaja, ja sen parista voidaan sen ansiosta löytää erittäin paljon tuoreita tutkimuskysymyksiä. Tämä vahvistanee entisestään perheyritystutkimuksen suosion kasvua.

Sen sijaan että perheyritystutkimusta olisi ajanut eteenpäin tutkijoiden kiinnostus aiheeseen, aiheen suosion kasvun takana on niin sanottujen käytännön toimijoiden kysyntä alan tutkimukselle (Sharma et al. 2006). Kyseisten käytännön toimijoiden, kuten esimerkiksi perheyritysten omistajien ja konsulttien, toimesta on perustettu esimerkiksi perheyritystutkimukseen erikoistuneita instituutteja sekä tarjottu tutkijoille apurahoja, mikä myös osaltaan selittää perheyritystutkimuksen myönteistä kehitystä (Sharma et al. 2006). Tämän perusteella voitaneen perheyritystutkimusta pitää hyvin käytännön läheisenä tutkimusalana, mikä lienee positiivinen asia esimerkiksi usean kauppatieteilijän näkökulmasta katsottuna.

Perheyritystutkimuksen suurimpia yksittäisiä ongelmia lienee empiirisissä tutkimuksissa vaadittavan datan puute (Sharma et al. 2006; Miner & Stewart 2011). Johtuen siitä, että useimmat perheyritykset ovat yksityisesti omistettuja ja suhteellisen tarkkoja yksityisyydestään, perheyrityksistä on suhteellisen vähän saatavissa olevaa dataa verrattuna esimerkiksi julkisesti noteerattuihin yhtiöihin (Miner & Stewart 2011). Tämä johtaa siihen, että perheyritystutkimusta suorittavat tutkijat joutuvat usein itse keräämään tarvitsemansa aineiston sen sijaan että voisivat käyttää valmiita ja julkisia aineistoja. Valmiiden aineistojen puute aiheuttaa ylimääräisen työn lisäksi myös vertailuongelmia tutkimusten välille. Mikäli useammilla tutkimuksilla olisi keskenään identtinen aineisto, niiden tuloksia voitaisiin vertailla paremmin keskenään.

Perheyritystutkimuksessa on myös pyritty havaitsemaan niiden merkitystä yhteiskunnallisella tasolla. Sharman (2004) mukaan kyseiset tutkimukset ovat lähes aina tulleet siihen tulokseen, että perheomisteisten yritysten merkitys on varsin suuri taloudellisena toimijana ja työllistäjänä jokaisessa maassa. Esimerkiksi Suomessa jopa 80 %:a kaikista yrityksistä voidaan määritellä perheyrityksiksi (Perheyritysten liitto 2011). Perheomistamisen hyödyllisyyden puolesta on puhunut myös taloudellinen historia. Useat eurooppalaiset suuryritykset ovat perheomisteisia, ja ovat toimineet kannattavasti joissakin tapauksissa jopa

satoja vuosia (Barontini & Caprio 2005). Perheyriyten historiallinen merkittävyys saattaa tosin johtua myös siitä, että muut omistusmuodot ja järjestelyt eivät ole aina olleet niin kehittyneitä että ne olisivat voineet haastaa läheiset perhesuhteet liikekumppanien etsinnässä.

Erityisesti perheomisteiset yritykset erottuvat muilla tavoin omistetuista yrityksistä siinä, että perheyriyksistä löytyy usein erittäin suuri tahto säilyttää omistus suhteellisen pienen, toisilleen sukua olevan joukon hallussa (Górriz & Fumas 2005). Tämä halu saa perheyriykset joskus jopa uhraamaan taloudellisia hyötyjä omistuksen pitämiseksi perhepiirissä. Osittain tästä halusta johtuen perheyriyten investointien rahoitus saattaa joskus hankaloitua. Tällöin Górrizin ja Fumasin (2005) mukaan perheyriyten rahoitusrakenteet ja rahoituksen hinta pysyvät samana kuin muilla yrityksillä, mutta taloudelliset rajoitteet rajoittavat perheyriyksiä enemmän kuin muita yrityksiä. Tämä asettaa perheyriykset hieman negatiiviseen valoon, mikäli ajatellaan että yritysten tulisi kasvaa isommiksi, kuten usein yhteiskunnallisissa puheenvuoroissa mainitaan. Suomessa perheyriyten kasvuhaluudessa ei ole huomattu eroa suhteessa muulla tavoin omistettuihin yrityksiin, mutta perheyriykset ovat kuitenkin keskimäärin pienempiä kuin muulla tavoin omistetut yritykset (Tourunen 2009, s. 25-33).

Toinen perheyriyksiä muista yrityksistä vahvasti erottava tekijä on perheen ja liiketoiminnan välisen rajan hämärtyminen ja näiden kahden asian kietoutuminen yhteen (Tourunen 2009, s.25). Tällöin Tourusen (2009, s. 33) mukaan perheen ja yrityksen välille muodostuu tunnesiteitä sekä kaksoisrooleja, jotka väistämättä heijastuvat myös kyseisten yritysten liiketoimintaan. Yleisin kaksoisroolin esiintyminen perheen ja perheyriyksen välillä lienee yrityksen johtajan ja ns. perheen pään roolien yhdistyminen. Tätä kyseistä kaksoisroolia löytynee erityisesti pienemmistä, ensimmäisen sukupolven ja useimmiten perustajan yksin omistamista, perheyriyksistä paljon.

Perheyriyten on huomattu olevan vähemmän aggressiivisia verohyödyn käyttäjiä kuin muilla tavoin omistetut yritykset (Chen, Chen, Cheng & Shevlin 2008). Tätä taipumusta on selitetty Chenin et al.:n (2008) tutkimuksessa sillä, että perheomisteiset yritykset haluavat välttää negatiivista leimautumista vähemmistöosakkaiden silmissä. Mikäli tätä leimautumista pääsisi tapahtumaan verohyötyjen aggressiivisella hyödyntämisellä, se voitaisiin tulkita yrityksen arvoa alentavaksi ns. rent seekingiksi, eli vapaasti suomennettuna välistävedoksi, mikä on helposti ulkopuolisia sijoittajia karkottavaa toimintaa. Toinen yritysten signaalointiin liittyvä havainto perheyriyksistä liittyy puolestaan osinkojen maksuun. Goergen, Renneboog ja Correia da Silva (2005) huomasivat omassa tutkimuksessaan perheyriyten säätävän

maksamiensa osinkojen määrää huomattavasti herkemmin kuin muilla tavoilla omistettujen yritysten. Heidän tulkintansa mukaan tämä johtuu siitä, että perheyritysten ei tarvitse signaloida omistajilleen osinkojen maksamisella tuloksetekokykyä, vaan perheyritykset voivat rauhassa säätää osingot vuosittaisen tuloksen perusteella.

Perheyrityksiin ei toki liitetä aina pelkästään positiivisia asioita. Ajoittain perheyritys saattaa muuttua perheenjäsenten suosimisen takia liikeyrityksestä eräänlaiseksi sosiaalitoiminnaksi, mikäli yritykseen palkataan omistavan perheen jäseniä jotka eivät kuitenkaan toimi yrityksen kannalta tuottavasti (Leenders & Warts 2001). Luonnollisesti harvalla yrityksellä on varaa pitää useita tällaisia henkilöitä palkkalistoillaan, joten nepotismi on selkeästi eräs vaaranpaikka perheyritysten taloudellista menestystä ajatellen. Perheenjäsenten suosiminen saattaa haitata yritystä myös silloin, kun perheenjäsenet rekrytoidaan yritykseen pätevempien ulkopuolisten työntekijöiden sijasta, tai kun perheenjäseniä ei irtisanota tai siirretä muihin tehtäviin vakavien virheiden jälkeen joista ulkopuolinen työntekijä olisi jo saanut lähteä (Tourunen 2009, s. 35). Elo-Pärssisen (2007, s. 29-30) mukaan agenttiongelmia saattaa perheyrityksissä syntyä myös siitä, kun perheyritysten johdossa toimivat vanhemmat suhtautuvat lapsiinsa puolueellisesti tai he eivät ole tietoisia lastensa todellisesta osaamistasosta.

Julkisesti noteeratuissa yhtiöissä perheomistus taas saattaa aiheuttaa epäilyksiä agenttiongelmista omistavan perheen ja muiden osakkeenomistajien välille (Barontini & Caprio 2005). Tämä johtuu siitä, että omistavat perheet haluavat usein säilyttää omistuksen itsellään ja käyttävät siihen kontrollia lujittavia mekanismeja, jotka usein korreloivat matalamman taloudellisen arvonlisäyksen kanssa (Barontini & Caprio 2005). Agenttikustannuksista perheyritysten kohdalla on esitetty myös päinvastaisia väitteitä. Wu, Chua ja Christman (2006) toteavat, että perheomistuksen on osoitettu alentavan agenttikustannuksia.

Perheomistusta on myös usein väitetty tehottomaksi, ja joskus jopa kaikista huonoimmaksi, omistusmuodoksi omistuksen ja johtamisen yhdistämisen vuoksi (Shea 2006). Perheomistusta on myös arvosteltu huonoksi sen vuoksi, että perheomistajien voidaan epäillä helposti käyttävän valta-asemaansa henkilökohtaisen hyödyn saavuttamiseen vähemmistöomistajien kustannuksella (Shea 2006). Näihin argumentteihin on tosin Shea (2006) mukaan esitetty myös vastaväitteitä. Vastaväitteiden mukaan perheomistus lisää yritysten pitkäjänteisyyttä ja omistajajohtajilla pitäisi näin olla suurempi mielenkiinto yrityksen pitkän aikavälin arvon

kasvattamiseen. Tällöin luonnollisesti myös mahdolliset vähemmistöosakkaat hyötyisivät yrityksen omistajuuden ja johdon yhdistämisestä.

2.1.2 Pääteoriat

Huolimatta perheyritystutkimuksen vahvasta käytännönläheisyydestä, löytyy siltä myös omaa teoriarunkoaan. Mikään yksittäinen teoria ei tosin vielä ole kohonnut muita suositumpaan ja yleisesti hyväksytympään asemaan (Tourunen 2009, s. 59-64). Tähän tutkielmaan on tarkemman tarkastelun kohteeksi valittu sosiaalisen pääoman teoria, stewardship-teoria, resurssiperustainen teoria sekä perhepääoma-teoria. Valinnat on tehty aikaisemman tutkimuksen painotusten perusteella. Teoriat on rakennettu selittämään sitä, miksi perheomisteiset yritykset menestyvät paremmin ja miksi ne ovat myös erilaisia kuin muilla tavoin omistetut yritykset. Kyseisissä teorioissa on selvästi nähtävissä jo mainittu perheyritystutkimuksen monitieteisyys. Teorioissa sivutaan hyvin paljon esimerkiksi psykologiaa ja sosiologiaa (Davis, Schoorman & Davison 1997; Elo-Pärssinen 2007, s. 30-33).

Resurssiperustainen teoria on johdettu ”organisaation, johtamisen ja tuotantotalouden teorioista”, ja se tutkii vuorovaikutussuhteita yrityksen menestyksen ja sen erilaisten voimavarojen välillä (Tourunen 2009, s. 54-56). Voimavaroja voivat tämän teorian kontekstissa olla kaikki yrityksen materiaaliset ja ei-materiaaliset tuotannon eri vaiheissa käyttämät välineet ja taidot (Tourunen 2009, s. 54-56). Tutkittaessa perheyrityksiä resurssiperustaisen teorian näkökulmasta, pyritään tunnistamaan niitä perheisiin ja perheenjäsenten keskinäiseen vuorovaikutukseen liittyviä tekijöitä, jotka edesauttavat perheyritysten toimintaa (Chrisman, Chua & Sharma 2003). Resurssiperustainen teoria ei kuitenkaan ole yksin omaa perheyrityksiin keskittynyt teoria, vaan sen pohjalta tutkitaan yrityksiä ja niiden sisäisiä voimavaroja yleisestikin.

Resurssiperustaisen teorian pohjalta on perheyritystutkimuksessa johdettu niin sanottu familiness-käsite (Habbershon & Williams 1999; Habbershon, Williams & MacMillan 2003; Zellweger, Eddleston & Kellermanns 2010). Tämän käsitteen alle on pyritty kokoamaan ne perheyrityksen resurssit, jotka parantavat yrityksen toimintaa, ja syntyvät nimenomaan

perheomistajuuden vaikutuksesta. Tällöin pystytään paremmin huomioimaan perheomistajuuden vaikutusta yritysten toimintaan, sekä ilmaisemaan tarkemmin miksi perheomistajuus vaikuttaa usein paremmalta kuin muut omistusmuodot (Williams & Habbershon 1999). Familiness voi toki olla myös negatiivisesti yrityksen toimintaan vaikuttava tekijä, mikäli perheomistajuuteen sattuu liittymään vähemmän toivottavia piirteitä joissakin yrityksissä. Habbershon et al. (2003) kuitenkin esittävät, että familiness-käsite voi hyvinkin olla perheomistajuuden positiivista vaikutusta parhaiten selittävä käsite perheyriyten tutkimuksessa.

Stewardship-teoria, josta voitaneen käyttää Elo-Pärssisen (2007, s. 62) suomennosta ”uskollinen huoneenhaltijuus”, pohjautuu käsitykseen ”stewardista”, eli ihmistyyppistä joka toimii altruistisesti organisaationsa edun mukaisesti koska katsoo tällä toimintatavalla parhaiten edistävän myös omaa, henkilökohtaista etuaan (Davis et al. 1997; Elo-Pärssinen 2007, s. 30-33; Tourunen 2009, s. 50-53). Stewardship-teoriaa on erityisesti käsitelty ja kehitetty vaihtoehtona yleisemmin tunnetulle agenttiteorialle (Davis et al. 1997). Huolimatta siitä, että ”stewardin” käytös on ensisijaisesti niin sanottua yhteistä etua ajattelevaa, ei kyseistä ihmistyyppiä kuitenkaan tule pitää epärationaalisesti tai tunteenomaisesti käyttäytyvänä. Arvioidessaan että yhteinen etu ajaa parhaiten ”stewardin” omaa, henkilökohtaista etuakin, toimii kyseisen ihmistyyppin edustaja täysin rationaalisesti asettaessaan yhteisen edun korkeammaksi tavoitteekseen (Davis et al. 1997).

Agentti- ja stewardship-teoria eroavat olennaisesti oletuksiltaan johtajien käyttäytymisestä ja heidän motiiveistaan. Kyseiset eroavaisuudet voidaan karkeasti luokitella psykologisiin ja tilannekohtaisiin tekijöihin, joista psykologiset tekijät jaotellaan vielä edelleen motivaatioon, identifiikaatioon sekä vallan käyttöön (Davis et al. 1997). Tilannekohtaiset tekijät puolestaan koostuvat Davis et al:n (1997) mukaan johtamisfilosofiasta sekä vallitsevasta kulttuurista. Kyseiset tekijät riippuvat toisistaan, esimerkiksi vallan käytön tavat muokkautuvat hyvin pitkälti yrityksen toimintaympäristössä vallitsevan kulttuurin mukaisiksi.

Mietittäessä sitä, kuinka kyseinen yhteistä etua painottava toimintatapa soveltuu yritysten johtajille, nousee esille kysymys siitä, kuinka ”stewardit” pystyvät tasapainottamaan esimerkiksi yrityksen eri omistajien intressit ja vaatimukset yrityksen toiminnassa? Davis et al. (1997) väittävät, että juurikin sellaisiin tilanteisiin, joissa yrityksen johtaja joutuu tasapainottelemaan useiden kilpailevien sidos- ja omistajaryhmien intressien välillä, soveltuu johtajaksi parhaiten ”stewardin” käyttäytymismallilla toimiva ihminen. Perheyriyksissä toki

usein omistajaryhmiä on vain yksi, eli perhe, mutta sidosryhmiä sen sijaan perheyrityksistä luonnollisesti löytyy samalla tavalla kuin muullakin tavoin omistetuista yrityksistä.

Eddleton ja Kellermanns (2007) tutkivat stewardship-teorian lähtökohdista sitä, miksi osassa perheyrityksistä perheomistajuus vaikuttaisi olevan toimintaa vahvasti parantava tekijä, kun taas osassa yrityksistä perheen keskinäiset suhteet vaikuttaisivat olevan lähinnä vakava rasite yrityksen suorituskyvyille. Heidän tuloksensa viittaisivat siihen, että niissä yrityksissä, joissa perheomistajuus on positiivinen tekijä, yritysten johto vaikuttaisi toimivan enemmän stewardship-teorian oletusten mukaisesti. Ongelmallisissa perheyrityksissä puolestaan perheenjäsenet toimivat enemmän agenttiteorian oletusten mukaan, erityisesti silloin, kun valvontamekanismeja ei ole käytössä.

Sosiaalisen pääoman teoria perustuu näkemykselle, jonka mukaan yritykset sosiaalisina järjestelminä voivat saavuttaa kilpailuetua sosiaalisesta pääomasta, kuten esimerkiksi verkostoista, arvoista ja yleisestä yhteiskunnassa vallitsevasta luottamuksesta (Tourunen 2009, s. 56-59; Pearson, Carr & Shaw 2008). Sosiaalisen pääoman teoria on hyvin laaja, ja sitä onkin kutsuttu eräänlaiseksi kokoavaksi ”sateenvarjoteoriaksi”, joka on huomattavissa päällekkäisyyksistä muiden, esimerkiksi perheyritysten menestymistä selittävien, teorioiden kanssa (Pearson et al. 2008). Sosiaalinen pääoma on verrattavissa niin sanottuun inhimilliseen pääomaan, jonka johdosta sosiaalinen pääoma on vielä kenties hivenen vierastettu teoria (Tourunen 2009, s. 56-59). Sosiaalista pääomaa on toki myös vaikea mitata empiirisissä tutkimuksissa johtuen sen luonteesta. Esimerkiksi yksilöiden luottamusta toisiinsa tai arvojen vaikutusta taloudellisten toimijoiden käytökseen on vaikea mitata luotettavasti ja kattavasti.

Cabrera-Suárez, de la Cruz Déniz-Déniz ja Martín-Santana (2011) esittivät artikkelissaan sosiaalisen pääoman teoriaan perustuvaa lähtökohtaa aiemmin esitellylle termille familiness. He väittävät, että perheomistajuuden vahvuuksia kokoava familiness-käsite kumpuaa sosiaalisesta pääomasta, eikä niinkään perheomistajuuteen liittyvistä resursseista. Cabrera-Suárez et al. (2011) väittävät, että perheyritysten erityispiirteet syntyvät perheen sosiaalisesta vuorovaikutuksesta syntyvästä sosiaalisesta pääomasta, jota perheomistajat pystyvät hyödyntämään liiketoiminnassa yhdessä perheyrityksen oman, yrityskohtaisen sosiaalisen pääoman kanssa. Tällöin perheomistajuus johtaa entistä suurempaan määrään sosiaalista pääomaa, mikä puolestaan helposti kääntyy yrityksen taloudelliseksi menestykseksi. Cabrera-Suárez et al. (2011) esittivät erityisesti sitä, että perheomistajuuden muodostama sosiaalinen pääoma, sekä perheomistajuuteen yleisesti liittyvä henkilökohtaisten suhteiden arvostus,

2.1.3 Taloudellinen merkittävyys

Suurin osa perheyritysten yhteiskunnallista vaikutusta tutkineista tutkimuksista on keskittynyt perheyritysten taloudellisen merkittävyyden mittaamiseen (Sharma 2004). Perheomisteiset pk-yritykset ovat useissa kehittyneissä talouksissa suurin yritysryhmä, kun yritykset ryhmitellään omistuksen perusteella. Myös työllisyyttä tarkasteltaessa perheomisteiset yritykset nousevat esiin positiivisessa valossa, työllistäen usein keskimäärin enemmän ihmisiä kuin vastaavan kokoiset muulla tavoin omistetut yritykset. Kuten edellä jo mainittiinkin, esimerkiksi suomalaisista yrityksistä jopa 80 %:a voidaan määritellä perheomisteisiksi yrityksiksi. Globaalilla tasolla perheyrityksiksi määritellään 75–90 prosenttia kaikista yrityksistä, ja Euroopan tasolla puolestaan yli 70 prosenttia yrityksistä ovat perheyrityksiä (Leenders & Warts 2001). Ero perheyritysten lukumäärissä selittyy yritysten keskimääräisellä koolla, koska yleensä yrityskoon kasvaessa perheomisteisten yritysten suhteellinen osuus kaikista saman kokoluokan yrityksistä laskee.

Arviot perheyritysten osuuksista eri maiden bruttokansantuotteesta sekä työllisyydestä asettuvat yleensä 30 ja 60 prosentin välille (Tourunen 2009, s. 36). Suhteellisen laaja vaihtelu bkt- ja työllisyysosuuksissa selittyy Tourusen (2009, s. 36) mukaan sillä, että eri maissa on erilaiset talouskulttuurit jotka tuottavat erilaisia yrityksiä, sekä sillä että eri tutkimuksissa käytetään erilaisia aineistoja ja jopa erilaisia perheyritysmääritelmiä. Huolimatta suurista vaihteluista eri maiden välillä, voitaneen perheyrityksiä pitää jokaisessa maassa hyvin merkityksellisinä taloudellisinä toimijoina.

Astrachan ja Shanker (2003) tutkivat perheyritysten merkitystä USA:n taloudelle, ja he käyttivät kolmea eri määritelmää perheyritykselle. Heidän käyttämänsä määritelmät olivat laaja, keskimääräinen ja kapea, ja määritelmien erot tulivat siitä kuinka suuri yksittäisen perheen omistusosuuden oli oltava yrityksessä, tuliko yrityksessä olla virallista palkattua työvoimaa, ja pitikö omistajien itsensä pitää yritystään perheyrityksenä ennen kuin se voitiin määritellä perheyritykseksi. Tutkimuksessaan Astrachan ja Shanker (2003) määrittelivät perheyritysten tuottavan 29–64 prosenttia koko USA:n vuosittaisesta bruttokansantuotteesta sekä työllistävän 27–62 prosenttia koko USA:n työvoimasta. Kaikista yrityksistä USA:ssa vuonna 2000 oli heidän mukaansa perheyrityksiä 39–89 prosenttia kaikista yrityksistä, riippuen määritelmän tiukkuudesta.

Isossa-Britanniassa vuonna 2000 toimineista yrityksistä puolestaan noin 66 prosenttia oli perheomisteisia yrityksiä. Nämä yritykset olivat verrattain pieniä, ja ne olivatkin lähes täysin alle kymmenen henkilöä työllistäviä yrityksiä. Ison-Britannian perheyrietykset työllistivät noin 41 prosenttia kaikista yksityisen sektorin työntekijöistä ja tuottivat noin 23,8 prosenttia koko Ison-Britannian bruttokansantuotteesta (Institute for Family Business 2011). Nämä luvut, erityisesti osuus bruttokansantuotteesta, vaikuttavat suhteellisen matalilta kun niitä verrataan muista maista saatuihin tuloksiin. Syy tähän löytynee aiemmin mainitusta Tourusen (2009, s. 36) tarjoamalla selityksellä erilaisista talouskulttuureista. Tätä sivuavan selityksen tarjoavat Franks, Mayer ja Rossi (2004) tutkimuksessaan joka havainnollisti perheomistuksen pienenemistä Isossa-Britanniassa. Heidän mukaansa perheomistus on pienentynyt Isossa-Britanniassa hyvin pitkälti sen takia, että yritykset ovat rahoittaneet kasvuaan laskemalla liikkeelle osakkeita hanakammin kuin Manner-Euroopassa toimivat yritykset. Brittiläiset perheet eivät siis juurikaan myyneet omia omistuksiaan innokkaammin kuin muut eurooppalaiset, vaan heidän suhteellinen omistusosuutensa pieneni ajan mittaan osakeantien vuoksi.

Taulukossa 1 on esitelty lyhyesti yhteenvedona perheyrietysten taloudellista merkittävyyttä koskevia havaintoja eri maista. Tietojen hankintaa perheyrietysten kokonaistaloudellisesta vaikutuksesta haittaa se, että yksityisistä yrityksistä on vaikea saada omistajuustietoja. Taulukossa on myös nimetty tutkimukset, joista kyseiset luvut on poimittu.

Taulukko 1. Yhteenvedo perheyrietysten kokonaistaloudellisesta merkittävydestä.

Maa	Tutkimus	BKT- osuus, %	Työllisyysosuus, %	Osuus yrityksistä, %
Suomi	Tourunen 2009	21-24	26-30	>80
USA	Astrachan & Shanker 2003.	29-64	27-62	39-89
Iso- Britannia	Institute for Family Business 2011	24	41	66

Edellä on esitelty perheomisteisten yritysten kokonaistaloudellista merkittävyyttä. Tämän lisäksi mielenkiintoinen kysymys on, kuinka suuri osuus julkisesti noteeratuista yrityksistä on edelleen edes jollakin tasolla perheomisteiseksi luettava yritys? Sellaiset julkisessa kaupankäynnissä olevat yritykset, joiden osakkeista yli puolet on yhden perheen omistuksessa lienevät melko harvinaisia ja lähes tulkoon yksittäistapauksia. Yritykset, joista yksittäiset perheet omistavat huomattavan, esimerkiksi yli 10 prosentin osuuden, mutta jotka silti on noteerattu julkisesti, puolestaan lienevät huomattavasti yleisempiä. Näissä tapauksissa lienee tosin aiheellista kysyä, ovatko nämä yritykset enää määriteltävissä perheyrietyksiksi, vai tulisiko niiden kohdalla puhua ”vain” normaaleista, laajasti omistetuista yrityksistä.

Sraer ja Thesmar (2006) tutkivat ranskalaisia listattuja yrityksiä. He määrittivät perheyrietykseksi sellaisen listatun yrityksen, jonka omistajuudesta vähintään 20 %:a on keskittynyt yrityksen perustaneelle perheelle. Heidän mukaansa noin 70 %:a ranskalaisista listatuista yrityksistä voidaan luokitella perheyrietyksiksi. Tämä sisältäisi sekä perustajan, jälkeläisten että ulkopuolisten johtajien johtamat perheyrietykset.

Faccio ja Lang (2002) puolestaan tutkivat perheyrietysten määrää listattujen yritysten parissa yhteensä 13 eri läntisen Euroopan maassa. Heidän havaintojensa mukaan kaikista eurooppalaisista listatuista yrityksistä 36,93 %:a on laajasti omistettuja, ja perheomisteisia listatuista yrityksistä puolestaan on 44,29 %:a. Faccion ja Langin (2002) mukaan laajasti omistetut yritykset ovat yleisempiä Isossa-Britanniassa ja Irlannissa, kun taas perheomisteiset yritykset ovat yleisempiä Manner-Euroopassa. Heidän tutkimuksessaan perheyrietyksitys oli määritelty yritykseksi, jossa yksi perhe omisti vähintään 20 %:a äänivallasta.

Taulukossa 2 on havainnollistettu perheomisteisten yritysten osuutta listatuista yrityksistä. Kuten myös taulukossa 1, myös tässä on merkitty taulukkoon tutkimukset, joista esitellyt osuudet on otettu tähän tutkielmaan.

Taulukko 2. Perheyritysten osuus listatuista yrityksistä eri maissa.

Maa	Tutkimus	Osuus listatuista yrityksistä, %
Ranska	Sraer & Thesmar 2006.	70
Ranska	Faccio & Lang 2002.	64,82
Itävalta	Faccio & Lang 2002.	52,86
Belgia	Faccio & Lang 2002.	51,54
Suomi	Faccio & Lang 2002.	48,84
Saksa	Faccio & Lang 2002.	64,62
Irlanti	Faccio & Lang 2002.	24,63
Italia	Faccio & Lang 2002.	59,61
Norja	Faccio & Lang 2002.	38,55
Portugali	Faccio & Lang 2002.	60,34
Espanja	Faccio & Lang 2002.	55,79
Ruotsi	Faccio & Lang 2002.	46,94
Sveitsi	Faccio & Lang 2002.	48,13
Iso-Britannia	Faccio & Lang 2002.	23,68

Toisin kuin yksityisistä yrityksistä, julkisista yrityksistä löytyy luonnollisesti paljon tietoa esimerkiksi omistajuuden suhteen. Tämän vuoksi myös perheyritystutkimuksessa on yritetty havainnoida perheyritysten kokonaistaloudellista merkitystä listattujen yritysten perusteella.

2.1.4 Kannattavuus ja arvo

Puhuttaessa yritysten tutkimisesta, ei voida välttyä niiden kannattavuuteen ja arvoon vaikuttavien tekijöiden käsittelyltä. Sama asia ilmenee myös perheyrittäjä tutkimuksessa. Perheomistajuuden vaikutus yritysten toiminnan kannattavuuteen ja arvoon on ymmärrettävästi mielenkiintoinen kysymys. Kannattava liiketoiminta ja omistajien varallisuuden, jos ei aina maksimointi, niin vähintäänkin kasvattaminenhan on yritysten olemassaolon päätarkoitus. Useimmissa tutkimuksissa perheomistajien yrityksen on havaittu kannattavammin toimiviksi kuin muilla tavoin omistetut yritykset, mutta myös vastaavanlaisia tuloksia on olemassa (Mazzi 2011). Pääsääntöisesti siis perheomistajuus vaikuttaisi olevan positiivisesti yritysten taloudelliseen menestykseen vaikuttava tekijä. On kuitenkin huomioitava se seikka, että perheyrittäjillä on usein myös niin sanottuja perhetavoitteita, pelkkien puhtauden taloudellisten tavoitteiden lisäksi (Chrisman et al. 2003).

Favero et al. (2006) havaitsivat Italiaan keskittyneessä tutkimuksessaan perheyrittäjien olevan taloudelliselta kannattavuudeltaan huomattavasti parempia kuin muilla tavoin omistetut yritykset. Tämä tulos päti sekä niihin perheyrittäjiin joissa johtaja oli yrityksen perustaja, sekä niihin joissa yrityksen johdossa toimi joko perustajan perijä tai perheen ulkopuolinen palkkajohtaja. Suomessa perheyrittäjien on havaittu olevan liikevaihdoltaan pienempiä kuin muilla tavoin omistetut yritykset (Tourunen 2009 s. 43). Samassa tutkimuksessa kuitenkin havaittiin myös suomalaisten perheyrittäjien olevan kuitenkin sijoitetun pääoman tuotolla mitattuna tuottavampia yhdessä ulkomaalaisomistajien yritysten kanssa, jättäen taakseen sekä hajautetusti omistetut kotimaiset että valtiolenemmistöiset yritykset (Tourunen 2009 s. 43). Espanjalaisia yrityksiä 15 vuoden periodilla tutkineet Górris ja Fumaz (2005) havaitsivat kyseisten yritysten tuottavat sijoitetulle pääomalle yhtä suurta tuottoa kuin vertailukelpoiset muilla tavoin omistetut yritykset.

King ja Santor (2008) tutkivat kanadalaisia perheomistajien listattuja yrityksiä. Heidän tuloksensa perusteella perheomistajien yritykset ovat kannattavuudeltaan samalla, tai jopa paremmalla, tasolla kuin muilla tavoin omistetut yritykset. Tämä tulos kuitenkin päti vain niiden yritysten kohdalla joissa oli vain yhdenlaisia osakesarjoja liikkeellä. Ne yritykset, joiden osakkeet oli jaoteltu kahteen erilaiseen sarjaan, olivat markkina-arvoltaan muita alhaisempia. Tämän selitykseksi King ja Santor (2008) tarjoavat erilaisten osakesarjojen

aiheuttamia kontrollieroavaisuuksia. Perheomistajuus ei siis heidän mukaansa ainakaan alenna yrityksen arvoa. Tämä loogisesti tarkoittaisi sitä, että perheomistajuus on vähintään yhtä hyvä omistusmuoto kuin muutkin omistusmuodot.

Ranskassa listatuista yrityksistä perheyrietykset toimivat taloudellisesti tehokkaammin kuin hajautetusti omistetut yritykset (Sraer & Thesmar 2006). Sraer ja Thesmar (2006) havaitsivat myös, että perheomisteisten yritysten taloudellinen kannattavuus pysyy parempana kuin hajautetusti omistettujen yritysten myös silloin, kun yritysten perustaja ei enää johda kyseisiä yrityksiä. Heidän havaintojensa mukaan perheen ulkopuolelta palkattu johtaja saa yritykset pidettyä kannattavampina kuin hajautetusti omistetut yritykset, mutta perustajan jälkeläisen johdossa yritykset toimivat vielä tätäkin kannattavammin. Eroja palkkajohtajan ja perillisjohtajan välillä tuli kuitenkin työvoiman ja pääoman käytössä. Palkkajohtajat käyttivät pääomaa ja perillisjohtajat työvoimaa tehokkaammin kuin verrokkinsa (Sraer & Thesmar 2006). Selitykseksi tälle Sraer ja Thesmar (2006) tarjosivat sitä, että palkkajohtajat on koulutettu käyttämään pääomaa tehokkaasti, kun taas perillisjohtajat voivat tarjota työntekijöille pidempiaikaista sitoutumista työsuhteeseen, joka saa heidät joustamaan palkassa alaspäin. Sraer ja Thesmar (2006) myös raportoivat, että perheyrietykset ylipäätään käyttivät halvempaa työvoimaa kuin hajautetusti omistetut yritykset. Tämän selitykseksi he tarjosivat perheyrietysten toiminnan luonnetta.

Villalonga ja Amit (2004) tutkivat perheille keskittyneen omistuksen, kontrollin ja johtamisen vaikutusta suurten amerikkalaisten yritysten arvoon. Tutkimuksessaan he huomasivat että perheomistus nostaa yritysten arvoa ainoastaan silloin, kun yrityksen perustaja on vielä yrityksen toimitusjohtaja tai hallituksen puheenjohtaja. Tämä on hivenen ristiriidassa aiemmin esiteltyjen Sraerin ja Thesmarin (2006) havaintojen kanssa. Villalonga ja Amit (2004) huomasivat myös sen, että perustajat luovat eniten arvoa perheomisteiselle yritykselle silloin, kun perustajan kontrollia vahvistavia mekanismeja, kuten esimerkiksi useampia osakeluokkia, ei ole käytössä. Kyseiset mekanismit eivät kuitenkaan vaikuta alentavan yritysten arvoa silloin, kun ne on ottanut käyttöön omistavan perheen toinen tai kolmas sukupolvi (Villalonga & Amit 2004).

Joskus kuitenkin esitetään myös väitteitä siitä, että perheyrietysten taloudellinen tulos olisi matalampi kuin muilla tavoin omistettujen verrannollisten yritysten. Tämän väitetään johtuvan siitä, että perheyrietyksissä ajoittain arvostetaan perheen ja yrityksen sisäisen ilmapiirin pysymistä hyvänä enemmän kuin taloudellista tulosta (Leenders & Warts 2001).

Myös perheyritysten taipumus keskittyä toiminnassaan myös muihin kuin puhtaan liiketoiminnallisiin asioihin vaikuttaa yritysten kannattavuuteen. Tourunen (2009, s. 36) nimeää esimerkiksi tällaisesta tilanteesta sen, että perheyritykset pyrkivät pitämään henkilöstönsä töissä myös huonoina aikoina tilanteissa, joissa muulla tavoin omistetut yritykset olisivat jo lomauttaneet henkilöstöään. Hänen mukaansa nämä liiketoiminnan ulkopuoliset toiminnat voivat edesauttaa perheyritysten pitkän aikavälin tuloksenteekokykyä. Tätä voitaneen pitää yhtenä merkinä usein perheyrityksiin liittyvästä taipumuksesta, eli pyrkimyksestä uhrata lyhyen aikavälin voitot pidemmän aikavälin voittojen turvaamiseksi.

2.1.5 Sukupolvenvaihdos ja jatkuvuus

Yksittäisistä perheyrityksiä koskevista kysymyksistä eniten aikaisemmassa tutkimuksessa esille lienee noussut perheyritysten sukupolvenvaihdoksen tutkiminen ja perheyritysten pitkän tähtäimen selviäminen (Chrisman et al. 2003; Tourunen 2009 s. 26; Stamm & Lubinski 2011). Kiinnostus sukupolvenvaihdosta kohtaan lienee varsin ymmärrettävää, kun ottaa huomioon sen, kuinka merkittävä taloudellinen toimija perheomisteiset yritykset ovat suurimmassa osassa eri talouksia. Lisäksi sukupolvenvaihdoksiin liittyvät usein kysymykset esimerkiksi taloudellisesta tehokkuudesta sekä perintöverotuksesta ja sitä myötä yhteiskunnallisesta oikeudenmukaisuudesta.

Klassinen sanonta perheyritysten jatkuvuudesta ja selviytymisestä lienee kolmeen sukupolveen liittyvä. Sanonnan mukaan ensimmäinen sukupolvi perustaa, toinen sukupolvi kehittää ja kolmas sukupolvi tuhoaa perheyrityksen (Stamm & Lubinski 2011). Kyseistä sanontaa on Stammin ja Lubinskin (2011) mukaan tutkittu, mutta sitä ei ole pystytty kumoamaan tai vahvistamaan missään tutkimuksessa täysin vedenpitävästi. On siis hiiven epäselvää, voiko kyseistä sanontaa käyttää hyvänä ohjenuorana perheyritysten eliniän arvioimiseen, vai tulisiko sitä käyttää ainoastaan retorisenä tehokeinona.

Eräänlaisena nyrkkisääntönä on yleensä pidetty sitä, että keskimäärin joka kolmas perheyritys selviää toiselle sukupolvelle asti ja kolmannelle sukupolvelle asti selviää noin 10-15 prosenttia perheyrityksistä (Leenders & Warts 2001; Stamm & Lubinski 2011). Tämä väite esitetään useissa artikkeleissa, mutta sille ei Stammin ja Lubinskin (2011) tutkimuksen

perusteella löydy yhdestäkään aiemmasta artikkelista varsinaisia todisteita. Siitä vaikuttaisi siis tulleen eräänlainen itse itseään vahvistava ”totuus” tai hokema. Onkin siis vaikea sanoa luotettavasti, onko perheyritysten jatkuvuudessa eroavaisuuksia verrattuna muihin yrityksiin. Voitaneen tosin epäillä, että perhepiiristä saattaa olla helpompi löytää jatkaja yritykselle, kuin täysin yrityksen ulkopuolelta.

Useiden eri tekijöiden vaikutusta sukupolvenvaihdoksen onnistumiseen ja perheyritysten selviämiseen seuraaville sukupolville on tutkittu ahkerasti. Esimerkiksi Cubico, Togni ja Bellotto (2010) tutkivat yrityksen perustajien ja jatkajien arvojen eroavaisuuksia, ja niiden mahdollista vaikutusta yrityksen sukupolvenvaihdokseen. Heidän tulostensa mukaan perheyritysten jatkajat ovat usein huomattavasti materialistisempia ja itsekeskeisempiä kuin yritysten perustajat. Näiden havaintojen perusteella lienee ymmärrettävää, miksi Chrisman et al. (2003) esittävät, että perheyritysten jatkajat saattavat joissakin tapauksessa keskittyä niin sanottuun taloudelliseen kuppaukseen taloudellisen lisäarvon tuottamisen sijaan.

Perheyritysten jatkuvuutta haittaa usein se, että yrityksestä luopuvalla perheenjäsenellä on usein hallussaan sellaista käytännön toiminnassa hankittua piilevää tietoa, jota yrityksen jatkajalla ei puolestaan ole. Tutkimusten valossa tämä ei kuitenkaan vaikuttaisi olevan erityisen vakava ongelma, mikäli yrityksen jatkaja on motivoitunut ja sitoutunut yrityksen jatkuvuuteen (Chrisman et al. 2003). Kyseisen piilevän tiedon siirtäminen yrityksen jatkajalle on kuitenkin tästä huolimatta tärkeää, koska se voi olla ratkaisevaa yrityksen kilpailuedun säilymisen kannalta (Chrisman et al. 2003). Perheyritysten kohdalla tämän luulisi olevan helpohkosti järjestettävissä, koska voitaneen olettaa yrityksestä luopujan ja yrityksen jatkajan tulevan samasta perheestä. Tällöin piilevän tiedon siirtäminen eteenpäin voidaan hoitaa niin sanotusti perhepiirissä, eli perheenjäsenten keskinäisen vuorovaikutuksen kautta.

Sharma, Chrisman ja Shua (2003) tutkivat sukupolvenvaihdoksiin liittyvää tyytyväisyyttä perheyrityksissä. Heidän tulostensa mukaan sukupolvenvaihdokseen ollaan eniten tyytyväisiä silloin, kun luopuja haluaa luopua yrityksestä ja jatkaja haluaa jatkaa yritystä. Tulokset kuulostaisivat varsin uskottavilta niin sanotulla maalaisjärjellä ajateltuna. Sharma et al. (2003) kuitenkin toteavat, että sekä yrityksestä luopujat ja yrityksen jatkajat ovat erimielisiä toistensa roolin tärkeydestä perheyrityksen sukupolvenvaihdoksessa. Luopujat katsovat oman tyytyväisyytensä riippuvan täysin jatkajan halukkuudesta jatkaa yritystä, ja he eivät aseta arvoa omalle halulleen luopua yrityksestä. Vastavuoroisesti, jatkajat kokevat oman

tyytyväisyytensä riippuvan luopujan innokkuudesta luopua yrityksestä, eivätkä koe omaa jatkohalukkuuttaan yhtä tärkeäksi asiaksi.

Miller, Steier ja Le Breton-Miller (2003) esittävät, että epäonnistumiset perheyritysten sukupolvenvaihdoksessa johtuvat usein vääränlaisesta suhtautumisesta yrityksen menneisyyteen ja tulevaisuuteen. Heidän mukaansa yrityksen jatkaja saattaa takertua liikaa menneisyyteen, hylätä sen kokonaan tai sekoittaa sekä yrityksen sisäisiä traditioita ja omia uudistuksiaan epäonnistuneesti. Jokainen näistä vaihtoehdoista vaikuttaa Miller et al:n (2003) mukaan haitallisesti perheyritysten jatkuvuuteen. Kyseiset epäsuhdat yrityksen menneisyyden ja tulevaisuuden välillä puolestaan syntyvät Miller et al:n (2003) mukaan ongelmallisesta suhteesta yrityksen luopujan ja yrityksen jatkajan välillä. Myöhemmässä tutkimuksessa Steier ja Miller (2010) tutkivat muutoksia yrityksen toiminnassa sukupolvenvaihdoksen jälkeen. Heidän havaintojensa mukaan perheyritysten jatkajat muuttivat yritysten toimintaa pois perhekeskeisyydestä kohti liiketoimintakeskeisyyttä. Lisäksi yrityskulttuuri muuttui autoritaarisesta ja patriarkaattisesta johtamistavasta kohti byrokraattisempaa ja meritokraattisempaa toimintakulttuuria (Steier & Miller 2010).

Perintöverotus vaikuttaa perheyritysten kohdalla olennaisesti siihen, kuinka kannattavaa perheyrityksen siirtäminen seuraavalle sukupolvelle on. Tällöin perintöverotus vaikuttaa suoraan perheyritysten jatkuvuuteen. Tämän johdosta perintöverotuksen vaikutuksen tutkiminen on usein perheyrityksistä kiinnostuneiden tutkijoiden mielenkiinnon kohteena. Perheyritysten suuren taloudellisen merkityksen ansiosta yrityksiä koskevalla perintöverotuksella voi tätä kautta olla myös huomattavia kansantaloudellisia vaikutuksia (Grossmann & Strulik 2010). Perintöveroa puolustavista ja vastustavista argumenteista nousee usein esille kaksi, joiden voidaan nähdä liittyvän suhteellisen suoraan perheyrityksiinkin. Näistä argumenteista perintöveroa puolustava on näkemys siitä, että perintöjä kuuluu verottaa, jotta varallisuus ei kasaantuisi liian pienelle osalle väestöä vaan jakautuisi useammalle (Grossmann & Strulik 2010). Perintöveron vastustajat puolestaan esittävät, että perintövero haittaa pääoman kerryttämistä ja rankaisee työponnistuksista (Grossmann & Strulik 2010).

Grossmann ja Strulik (2010) käsitelivät artikkelissaan perintöverotusta perheyritysten tapauksessa. He tutkivat erityisesti sitä, minkälaisia pidemmän aikavälin vaikutuksia perintöverotus aiheuttaa perheyritysten ja kansantalouden toimintaan. Grossmannin ja Strulikin (2010) mukaan perheyritysten siirtämistä toiselle sukupolvelle suosiva perintövero

saattaa aiheuttaa suhteellisen suuria taloudellisia haittoja. Nämä haitat realisoituvat silloin, kun perheyritys päättyy jatkajalle, jonka yrittäjätaidot ovat heikommät kuin perheyrityksen perustajalla. Tämän seikan takia perintöveron kuuluisi Grossmannin ja Strulikin (2010) mukaan suhtautua neutraalisti perheyritysten sukupolvenvaihdokseen. Tämä vaikuttaa sinänsä järkeenkäyvältä, mikäli tällaisella menettelytavalla pystytään seulomaan yrityksiä omistavista perheistä vain kyvykkäimmät jatkajat yrityksille. Tällöin yritysten toiminnassa saatettaisiin paremmin välttyä Grossmannin ja Strulikin (2010) mainitsemalta kyvyttömän jatkajan aiheuttamalta tehokkuustappiolta.

2.1.6 Luottamus ja altruismi

Perheyritystutkimuksessa nostetaan usein esille perheomistuksen tuottama korkeampi luottamus yrityksen omistajien, johdon ja työntekijöiden välillä. Górrisin ja Fumazin (2005) mukaan perheomistuksen tuottama korkeampi luottamus vaikuttaa myös perheyritysten suhteisiin ulkopuolisiin toimijoihin. Näiden ulkopuolisten suhteiden tulisi heidän mukaansa vahvistua ja toimia suurempaa luottamusta nostattavalla tavalla kuin muilla tavoin omistettujen yritysten vastaavien suhteiden. Leenders ja Warts (2001) esittävät että perheyrityksiin muodostuu voimakkaampi ”bisnesidentiteetti” ja keskinäinen läheisyys omistajien ja työntekijöiden välillä, joka johtaa tehokkaamman työskentelyn kautta parempaan taloudelliseen tulokseen. Ulkopuoliset rahoittajat saattavat myös suhtautua perheyrityksiin positiivisemmin kuin muilla tavoin omistettuihin yrityksiin, koska perheyrityksiä voidaan pitää luotettavampina ja pitkäjänteisemmin toimivampina juuri omistussuhteiden aiheuttaman korkeamman sisäisen luottamuksen takia (Chami 2001).

Chami (2001) esittää että perheyrityksistä löytyvä korkeampi luottamus johtaa matalampiin agenttikustannuksiin ja korkeampaan sisäiseen tehokkuuteen. Korkeampi sisäinen tehokkuus saavutetaan esimerkiksi perheen perustajan lapsien työskennellessä yrityksessä, koska kyseiset henkilöt saattavat työskennellä motivoituneemmin ja suhteellisen maltillisella rahallisella korvauksella verrattuna perheen ulkopuolisiin työntekijöihin (Chami 2011). Näiden asioiden lisäksi myös perheeseen kuuluvien työntekijöiden valvomiseen voidaan olettaa kulutettavan vähemmän resursseja korkeamman luottamuksen vuoksi. Lisäksi saman

perheen sisällä keskinäinen valvonta ja kurinpito on helpompaa ja tehokkaampaa, kuin verrattuna tilanteeseen jossa työntekijät eivät ole keskenään sukua (Chrisman et al. 2003).

Mikäli perheyriyksissä esiintyvä altruismi parantaa perheenjäsenten keskinäistä työskentelyä ja vahvistaa heidän sitoutumistaan perheyriytykseen, myös perheyriytyksen taloudellinen suorituskyky vaikuttaisi parantuvan (Eddleton & Kellermanns 2007). Samassa tutkimuksessa Eddleton ja Kellermanns myös huomasivat että altruismin puuttuminen, etenkin niissä perheyriytyksissä joissa on jo kolmas sukupolvi johtamisvastuussa, johtaa helposti yrityksen toimintaa haittaaviin konflikteihin perheenjäsenten kesken. Heidän tulostensa mukaan altruismi siis saattaa hyvinkin olla ratkaiseva perheyriytysten kilpailuedun lähde.

Perheyriytysten omistussuhteet myös lisäävät omistajien ja johtajien, jotka usein ovat myös omistavan perheen jäseniä, sitoutumista yrityksen toimintaan koska liiketoiminnan menestys vaikuttaa myös omistavan perheen maineeseen (Górris & Fumaz 2005). Tällöin on oletettavissa että yrityksen johto toimii myös motivoituneemmin yrityksen hyväksi ja suorittaa työnsä pienemmillä agenttikustannuksilla verrattuna täysin ulkopuolisiin palkkajohtajiin (Górris & Fumaz 2005). Kuten edellä jo mainittiin, useissa pienemmissä perheyriytyksissä omistaja ja johtaja ovat yksi ja sama henkilö. Tällöin tietenkin omistajien ja johdon väliset agenttikustannukset painuvat nolnaan.

Perheyriytyksissä havaittu altruismi voi toki olla myös negatiivinen tekijä. Vaikka altruismin on usein havaittu pienentävän moraalikadon todennäköisyyttä, se voi myös nostaa moraalikadon todennäköisyyttä (Wu et al. 2006). Tämä kaksipuoleisuus johtuu Wu et al:n (2006) mukaan siitä, että altruismi voi sekä saada perheenjäsenet kohtelemaan toisiaan paremmin, mutta se voi myös vahvistaa negatiivisia käyttäytymismalleja, mikäli sellaiset ovat päässeet vallalle perheen keskuudessa. Esimerkiksi kyvyttömyys puuttua yhden perheenjäsenen haitallisiin tai tehottomiin työskentelykäytäntöihin lienee yksi esimerkki Wu et al:n (2006) tarkoittamista negatiivisista käyttäytymismalleista. Tämä asia toiminee hyvänä muistutuksena siitä, että huolimatta kaikista perheomistajuuteen liitetystä positiivista tekijöistä, perheomistajuuteen saattaa silti liittyä hyvinkin negatiivisia piirteitä. Negatiiviset piirteet saattavat jopa ilmentyä samaan aikaan positiivisten tekijöiden kanssa.

2.2 Rahoitusrakennetutkimus

Tässä luvussa käsitellään yritysten rahoitusrakenteita koskevaa tutkimusta. Aluksi ensimmäisessä alaluvussa esitellään aikaisempia, niin sanotun yleisen tason havaintoja. Tämän jälkeen toisessa alaluvussa esitellään tarkemmin rahoitusrakennetutkimuksen pääteorioita sekä käydään läpi niitä koskevia havaintoja empiirisistä tutkimuksista.

2.2.1 Yleistä

Valtaosa rahoitusrakennetutkimuksesta on perinteisesti keskittynyt suuriin, julkisesti noteerattuihin yrityksiin, erityisesti niihin yrityksiin joilla on pääsy joko USA:n tai kansainvälisille rahoitusmarkkinoille (Romano et al. 2000, Myers 2001). Pk-yritykset on usein jätetty vähälle huomiolle rahoitusrakennetutkimuksessa. Osittain tästä johtuen myös perheomisteisten yritysten rahoitusrakennepäätökset ovat jääneet vaille tutkijoiden laajempaa huomiota (Romano et al. 2000). Tämän ilmiön voitaneen epäillä johtuvan siitä, että isommista yrityksistä on saatu helpommin dataa tutkimuksia varten, ja isompia yrityksiä on mahdollisesti johdettu siten, että esimerkiksi verotuksen minimointia on harrastettu aggressiivisemmin. Lisäksi suurten yritysten pienempiä yrityksiä parempi pääsy rahoitusmarkkinoille edesauttaa erilaisten kehittyneiden rahoitusinstrumenttien käyttöä (Myers 2001).

Rahoitusrakennetutkimus on perinteisesti keskittynyt sellaisten kysymysten ympärille kuten esimerkiksi: kuinka paljon yritysten kannattaa pitää taseessaan omaa pääomaa ja kuinka paljon vierasta pääomaa, ja kuinka vallitseva verotus vaikuttaa yritysten rahoitusrakenteisiin? Kyseiset kysymykset tosin nivoutuvat hyvin pitkälti yhteen, koska verotus muuttaa olennaisesti sitä, minkälaiseksi yrityksen käyttämän pääoman hinta muodostuu kussakin (oma versus vieras) muodossa.

Rahoitusrakennetutkimus rakentuu hyvin pitkälle Franco Modiglianin ja Merton Millerin vuonna 1958 julkaiseman tutkimuksen muodostamalle perustalle. Kyseinen tutkimus muodostaa hyvin tunnetun Modigliani-Miller-teoreeman, jonka Propositio I:n mukaan

täydellisillä pääomamarkkinoilla yrityksen arvo on riippumaton sen pääomarakenteesta. Teoreeman *Propositio II* puolestaan tunnetusti esittää, että yrityksen velkaantumisen kasvu kasvattaa myös osakkeen odotettua tuottoa (Modigliani & Miller 1958). On kuitenkin huomattava, että kyseiset propositiot eivät ota huomioon verotusta, joka poistaa pääomarakenteen irrelevanttiuden.

Kuten suurimpaan osaan muutakin taloudellista toimintaa, myös rahoitusrakenteisiin ja niiden muodostumiseen liittyy kysymys verotuksen vaikutuksista. Verotuksen on ajateltu suosivan velkarahoitusta korkojen verovähennysoikeuden vuoksi (Myers 2001). Tälle näkemykselle perustuu erityisesti niin sanottu *trade-off-teoria*, jota esitellään tarkemmin rahoitusrakennetutkimuksen pääteorioita esittelevässä luvussa 2.2.2. Verotuksen on ajateltu vaikuttavan yritysten rahoitusrakenteisiin myös henkilö- ja yritysverotuksen keskinäisen epäsuhtan vuoksi (Stiglitz 1973).

2.2.2 Pääteoriat

Optimaalisesta rahoitusrakenteesta ei ole olemassa yhtä universaalia teoriaa, vaan tutkimus keskittyy kolmen, oletettavasti hyvin tunnetun, pääteorian ympärille (Myers 2001). Kyseiset pääteoriat ovat nimeltään ”*tradeoff*”-teoria, ”*pecking order*”-teoria sekä ”*free cash flow*”-teoria. Myersin (2001) mukaan *trade-off-teoria* painottaa veroja, *pecking order-teoria* painottaa eroavaisuuksia informaatioissa ja *free cash flow-teoria* puolestaan painottaa agenttikustannuksia oletuksissaan.

Trade-off-teoria perustuu oletukselle, jonka mukaan yritykset hakevat niin sanottua *optimivelkatasoa*, jolla yhden valuuttayksikön lisäys velassa aiheuttaa sellaiset verohyödyt, jotka ovat yhtä suuret kuin kyseisen velan lisäyksen aiheuttamat kustannukset (Myers 2001). Velan lisäyksen aiheuttamat kustannukset viittaavat tässä teoriassa mahdollisiin konkurssi- tai velkajärjestelykuluihin, sekä mahdollisiin agenttikustannuksiin joita voi aiheutua jos yrityksen luottoluokitus on laskussa tai sen epäillään pian laskevan (Myers 2001).

Empiirisissä tutkimuksissa on Myersin (2001) mukaan kuitenkin havaittu, että *trade-off-teoria* ei kuitenkaan näyttäisi pitävän paikkaansa, koska taloudellisesti menestyvillä yrityksillä vaikuttaisi olevan säännönmukaisesti alhaisemmat velkatasot kuin huonompaa taloudellista

tulosta tekevillä yrityksillä. Tämä on suorassa ristiriidassa trade-off-teorian kanssa, koska ne yritykset jotka eniten hyötyisivät lainatason lisäämisen tuomista verohyödyistä ottavat vähiten lainaa. Syyksi tälle ilmiölle on esitetty esimerkiksi yritysten johtajien konservatiivisuutta tai keskittymistä muuhun kuin yrityksen arvon maksimointiin (Myers 2001). Lisäksi on muistettava, että rahoitusrakenteen säätäminen ei kaikissa tapauksissa ole mahdollista, ainakaan nopealla aikataululla, ja siihen usein sisältyy myös muutoksesta aiheutuvia kustannuksia (Myers 1984).

Pecking order-teoria, eli vapaasti suomennettuna nokkimisjärjestysteoria, puolestaan väittää että yritykset suosivat ensisijaisesti sisäistä tulorahoitusta ja turvautuvat mieluummin vieraaseen pääomaan kuin omaan pääomaan silloin kun sisäinen tulorahoitus ei riitä kattamaan yrityksen rahoitustarvetta (Myers 2001). Nokkimisjärjestysteoria ei ota kantaa siihen mikä on optimivelkaantumisaste yritykselle (Myers 1984).

Free cash flow-teoria puolestaan perustuu väittämälle, jonka mukaan korkeat, ehkä jopa tietyltä katsantokannalta liian korkeat, velkatasot nostavat yrityksen arvoa niin kauan, kuin yrityksen toiminnan kassavirta ylittää huomattavasti yritykselle tarjolla olevat kannattavat investointimahdollisuudet (Myers 2001). Myersin (2001) mukaan free cash flow-teoria, eli vapaan kassavirran teoria, pätee erityisesti sellaisten pidempään toimineiden yritysten tapauksessa, joilla on alttiutta yli-investointeihin.

Trade-off-teoriaa ja nokkimisjärjestysteoriaa on verrattu toisiinsa runsaasti eri empiirisissä tutkimuksissa (Shyam-Shunder & Myers 1999; Fama & French 2000; Frank & Goyal 2003). Kyseiset tutkimukset keskittyvät amerikkalaisten listattujen yritysten rahoitusrakenteiden ja niissä tapahtuvien muutoksien tutkimiseen. Pääsääntöisesti tutkimukset vaikuttaisivat kääntyvän nokkimisjärjestysteorian puoleen, tosin sillä varauksella että sekään ei selitä kaikkia havaintoja yritysten rahoitusrakennepäätöksistä.

Fama ja French (2000) tutkivat trade-off- ja nokkimisjärjestysteorioiden ennustuksia yritysten maksamista osingoista ja veloista. Heidän mukaansa molemmat mallit ennustavat, että tuottavimmat yritykset maksavat enemmän osinkoja, ja yritykset joilla on paljon investointeja maksavat vähemmän osinkoja. Kyseiset ennusteet vaikuttaisivat myös pitävän paikkansa Faman ja Frenchin (2000) tulosten perusteella. Sekä trade-off- että nokkimisjärjestysteoria vaikuttaisivat kuitenkin heidän tulostensa perusteella omaavan puutteita. Trade-off-teorian puutteeksi Fama ja French (2000) nimeävät negatiivisen suhteen velkatason ja tuottavuuden

kanssa. Nokkimisjärjestyksen ongelma puolestaan heidän tulostensa valossa on pienten, vähävelkaisten ja kasvuhaluisten yritysten suuret osakeannit.

Shyam-Shunder ja Myers (1999) tutkivat omassa tutkimuksessaan trade-off-teorian ja nokkimisjärjestysteorian ennustuksien sopivuutta amerikkalaisten listattujen yritysten rahoitusrakenteiden kanssa. Heidän havaintojensa mukaan nokkimisjärjestysteoria vaikuttaisi vastaavan paremmin käytäntöä kuin trade-off-teoria. Shyam-Shunder ja Myers (1999) löysivät myös viitteitä siitä että trade-off-teoria pystyy ennustamaan rahoitusrakenteita jonkin verran. Nokkimisjärjestysteoria oli kuitenkin heidän tulostensa perusteella selkeästi tehokkaampi niin sanotussa käytännön maailmassa havaittujen rahoitusrakenteiden selittäjä.

Frank & Goyal (2003) tutkivat myös nokkimisjärjestysteorian soveltumista käytännön rahoitusrakenteiden selittämiseen. Yleisen tavan mukaan he käyttivät tutkimusaineistona amerikkalaisia listattuja yrityksiä. He löysivät tukea nokkimisjärjestysteorialle, mutta heidän havaintojensa mukaan nokkimisjärjestysteoria menettää selitysvoimaansa sitä mukaa kun yritykset vanhenevat. Tämä johtuu heidän mukaansa siitä, että heidän tutkimusaineistonsa aikana oma pääoma kasvatti suosiotaan kaikkien yritysten parissa. Toinen syy on se, että samana aikana julkiseen kaupankäyntiin, ja sitä myötä Frankin ja Goyalin (2003) tutkimusaineistoon, tuli mukaan enemmän pienempiä yrityksiä, joille oma pääoma on suhteellisesti tärkeämpi rahoituslähde kuin isoille yrityksille.

Mielenkiintoinen yritysten vapaisiin kassavirtoihin liittyvä väite löytyy Jenseniltä (1986). Hänen teoriansa mukaan vapaat kassavirrat lisäävät agenttikustannuksia yrityksen johdon ja omistajien välillä. Näiden agenttikustannusten suitsimiseksi Jensen (1986) ehdottaa oman pääoman korvaamista velkarahoituksella niissä tilanteissa, joissa yritys tuottaa suuria vapaita kassavirtoja, mutta samalla yritykselle ei kuitenkaan ole tarjolla kannattavia investointikohteita. Tällöin pystytään rahoitusrakenteen säätelyllä estämään agenttiongelmia sekä varmistamaan se, että yritysten johtajat eivät käytä vapaita kassavirtoja huonosti kannattaviin investointeihin tai tehottomiin organisaatiojärjestelmiin (Jensen 1986). Väite kuulostaa perustellulta, tosin siihen sisältyy tietystä näkökulmasta katsottuna varsin kyyninen näkemys yritysten johtajista. Jensen (1986) vaikuttaisi oletavan, että johtajat ovat kiinnostuneita lähinnä oman asemansa pönkittämisestä, mikä vaikuttaisi olevan linjassa agenttiteorian oletusten kanssa. Perheyriyten kohdalla tätä oletusta voitaneen kuitenkin pitää perusteettomana.

2.3 Verotus

Verotuksen tutkimus on monia tutkimusaloja kiinnostava aihe, ja verotusta onkin tutkittu sekä taloushallinnon, rahoituksen, kansantaloustieteen että lain ja yhteiskunnallisten instituutioiden käyttäytymisen tutkimuksen näkökulmista (Hanlon & Heitzman 2010). Tässä tutkimuksessa erityishuomiota verotuksen tutkimuksen tutkimuskysymyksistä saavat kaksi pääomaverotuksen muotoa, eli osinkoverotus sekä yritysten maksama tulovero ja niiden vaikutukset yritysten toimintaan ja arvoon. Näiden lisäksi esitellään myös yleisiä verotukseen liittyviä havaintoja sekä suppeahkosti sivutaan verotuksen teoreettisia perusteita. Kyseinen suppeus johtuu siitä, että tämän tutkielman laajuus, ja osittain toki myös aihepiirin rajaus, estävät kokonaisvaltaisen verotuksen teoreettisen tutkimuksen esittelyn ja huolellisen läpikäynnin.

2.3.1 Yleistä

Verotuksen aihepiiri on hyvin laaja tutkimuksen kohde sekä kansantaloustieteen että kauppatieteen parissa, ja se onkin kerännyt hyvin paljon mielenkiintoa tutkijoiden puolelta (Kaplow 2007). Yksinkertaistettuna, verotuksen päätehtävinä voidaan pitää julkisen sektorin tulojen keräämistä, tulonjaon tasaamista sekä talouden ulkoisvaikutusten korjaamista mahdollisuuksien mukaan (Kaplow 2007; Tuomala 2009, s. 157-159). Näistä päätehtävistä lähimpänä tämän tutkielman kohteena olevaa osinkoverotuksen vaikutusta rahoitusrakenteisiin lienee ulkoisvaikutuksiin keskittyvä tutkimussuunta. Toki osinkoverotus liittyy olennaisena osana myös julkisen sektorin tulojen keräämiseen sekä tulonjakoon, mutta ne eivät suoraan liity tämän tutkielman tutkimuskysymyksiin.

Puhuttaessa verojärjestelmän käytännön ominaisuuksista, nykyaikainen verotuksen tutkimus on Tuomalan (2009, s. 159-163) mukaan keskittynyt tutkimaan verojärjestelmien ja -uudistusten vaikutuksia erityisesti kahdesta näkökulmasta katsoen: tehokkuuden ja oikeudenmukaisuuden lähtökohdista. Näistä tehokkuus liittyy päätehtävissä mainittuun

talouden ulkoisvaikutusten korjaamiseen, ja oikeudenmukaisuus puolestaan liitetään yleensä tulonjaon tasaamiseen. Päätehtävistä julkisen sektorin tulojen keräys puolestaan jää usein tutkijoiden mielenkiinnon ulkopuolelle. Syynä lienee se, että siihen ei liity suuria älyllisiä haasteita.

Verojärjestelmän tehokkuutta tutkittaessa kiinnitetään usein huomiota esimerkiksi siihen, kuinka paljon verotus vaikuttaa esimerkiksi työtuntien tarjontaan tai kulutuskäyttäytymiseen (Tuomala 2009, s. 160). Kuriositeettina mainittakoon verotuksen aiheuttamista käytöksen muutoksista Tuomalan (2009, s. 160) käyttämä esimerkki ikkunaverotuksesta, joka sai ihmiset poistamaan taloistaan ikkunoita 1700- ja 1800-luvun Englannissa. Verotuksen tehokkuudesta keskusteltaessa on aina syytä mainita se, että lähestulkoon jokainen käytössä oleva vero on taloudellista toimintaa vääristävä. Tällöin jää keskustelun kohteeksi se, korvaako taloudellista toimintaa vääristävä vero aiheuttamansa tehottomuuden jollain muulla tavalla, jolloin veroa voidaan pitää hyväksyttävänä (Tuomala 2009, s. 160).

Toinen suurimmista kiinnostuksen kohteista, oikeudenmukaisuus, jaetaan vielä erikseen horisontaaliseen ja vertikaaliseen oikeudenmukaisuuteen (Tuomala 2009, s. 161-163). Yksinkertaistettuna ja tiivistettynä, horisontaalisen oikeudenmukaisuuden mukaan samanlaisia veronmaksajia tulisi verottaa samalla tavalla (Tuomala 2009, s. 161). Käytännössä horisontaaliseen oikeudenmukaisuuteen ei juuri päästä, koska esimerkiksi veronmaksajien rehellisyys tulojaan ilmoittaessa, tai veronmaksajien tuntemat veroasiantuntijat ja heidän antamansa neuvot, aiheuttavat eroja muuten samanlaisten veronmaksajien välille (Tuomala 2009, s. 161). Tällöin voidaan suoraan huomata se, että horisontaalisen oikeudenmukaisuuden noudattaminen lienee usein hyvin vaikeaa, ellei jopa mahdotonta, käytännön veroratkaisuja pohdittaessa.

Vertikaalinen oikeudenmukaisuus puolestaan kumpuaa kahdesta eri motiivista, eli altruismista ja eräänlaisesta sosiaalivakuutuksesta (Tuomala 2009, s. 161). Ihmiset toivovat toisille hyvää ilman itsekkäitä motiiveja, ja toisaalta haluavat suojaa sellaisten tilanteiden varalta, joihin he itsekin voivat päätyä. Tällöin ihmiset voivat vertikaalisen oikeudenmukaisuuden pohjalta kannattaa esimerkiksi sellaisia asioita kuten progressiivinen verotus (Tuomala 2009, s. 162). Vertikaalinen oikeudenmukaisuus siis muuntuu kansanomaisesti muotoon, jonka mukaan verotuksen on kohdistuttava maksukyvyyn tai hyvinvoinnin määrän mukaan.

Verotuksen tutkimus jaetaan yleisesti normatiiviseen ja positiiviseen näkökulmaan. Tässä tutkielmassa keskitytään positiiviseen verotuksen tutkimukseen. Tutkielman näkökulma verotukseen on siis käytännön tilannetta kuvaileva. Normatiivisuus on rajattu tutkielman ulkopuolelle sen vuoksi, että se ei sovellu tutkielman näkökulmaan, ja koska tutkielman laatija ei tässä yhteydessä halua muodostaa normatiivisia kannanottoja. Tutkielman aihealueesta, eli yritys- ja osinkoverotusjärjestelmästä, löytyy toki huomattavan paljon aikaisempia normatiivisia kannanottoja. Niihin ei kuitenkaan liene syytä paneutua sen enempää, koska tutkielman tavoitteena on selvittää jo toteutetun uudistuksen käytännön vaikutuksia.

Normatiivinen verotuksen tutkimus tarkoittaa sellaista tutkimusta, jossa pyritään kuvailemaan sitä, minkälaista verotuksen tulisi olla (Winer & Hettich 2002). Normatiivisessa tutkimuksessa käytännön tilanteen vertailukohdaksi otetaan tietyllä tavalla määritelty ideaalitalanne, ja sen perusteella pyritään havainnoimaan kohteita, joissa verotusta tulisi kehittää valittua ideaalitalannetta vastaavaksi (Winer & Hettich 2002). Ideaalitalanne pyritään yleensä määrittelemään tehokkuuden ja oikeudenmukaisuuden periaatteiden kautta. Normatiivista näkökulmaa verotukseen voidaan toki epäillä objektiivisuuden puutteesta. Tällöin onkin syytä kiinnittää huomio normatiivisen näkemyksen esittäjän perusteluihin, joiden vahvuus tai heikkous määrittää näkökulman painoarvon. Osittain tietenkin normatiivisessa keskustelussa liikutaan myös arvomaailman puolella, jolloin objektiivista totuutta väitteestä lienee mahdotonta saada.

Positiivisessa verotuksen tutkimuksessa pyritään havainnoimaan sitä, minkälainen verotus käytännössä on ja mitä vaikutuksia sillä on verotettavien toimijoiden käytökseen (Winer & Hettich 2002). Kauppatieteelliset verotuksen tutkimukset keskittynevät enemmän positiiviseen näkökulmaan, tutkiessaan esimerkiksi verotuksen vaikutusta osakkeiden hintoihin tai yritysten rahoitusrakenteisiin. Molemmat verotuksen tutkimuksen näkökulmat ovat toki keskenään tasavertaisia, vaikka useimmissa tutkimuksissa keskitytäänkin vain toiseen. Syväluotaavan kokonaiskuvan muodostamiseksi verotuksen tutkimuksesta kiinnostuneen henkilön tulisikin tutustua molempiin suuntauksiin. Otettaessa osaa julkiseen keskusteluun esimerkiksi mahdollisista verojärjestelmän uudistuksista, lienee kuitenkin syytä keskittyä normatiivisiin kannanottoihin.

2.3.2 Osinkoverotus

Osinkoverotuksen vaikutusten tutkimuksessa on keskitytty siihen, kuinka osinkoverotus vaikuttaa osakkeiden markkina-arvoon, yritysten rahoitusrakenteeseen sekä sijoittajien käyttäytymiseen (Auerbach 2002; Hanlon & Heitzman 2010). Teorioista puhuttaessa osinkoverotuksen tutkimus on liittynyt kolmeen eri pääteoriaan: teoriaan osinkoverotuksen irrelevanttiudesta, perinteiseen teoriaan ja uuteen teoriaan (Hanlon & Heitzman 2010). Kaikki luetellut teoriat perustuvat Hanlonin ja Heitzmanin (2010) mukaan pohjimmiltaan osakkeiden arvostusmalleihin, jotka tuottavat keskenään erilaisia lopputuloksia liittyen osinkoverotuksen vaikutukseen yrityksen investointeihin ja osinkopolitiikkoihin. Lopputulosten eroavaisuus johtuu heidän mukaansa eri arvostusmallien erilaisista lähtöoletuksista.

Teoria osinkoverotuksen irrelevanttiudesta perustuu näkemykselle, jonka mukaan osakkeiden markkinahinta määräytyy sellaisten toimijoiden toimien perusteella, joille osinkoverotuksella ei ole väliä (Auerbach & Hassett 2006; Hanlon & Heitzman 2010). Tällaisia toimijoita ovat esimerkiksi eläkeyhtiöt ja muut institutionaaliset sijoittajat, jotka saavat osinkonsa verovapaina. Tämän näkemyksen mukaan osinkoverotuksen muutos ei vaikuta hintoihin, koska se ei muuta suurimpien omistajien veroja edeltäviä tai verojen jälkeisiä odotettuja tai toteutuneita tuottoja.

Perinteinen teoria perustuu ajatukselle, jonka mukaan osinkojen maksamiseen liittyy hyötyjä, jotka eivät itsessään liity verotukseen (Auerbach & Hassett 2006; Hanlon & Heitzman 2010). Tällaisista hyödyistä Hanlon ja Heitzman (2010) nostavat esimerkiksi sijoittajien mieltymyksen osinkoihin sekä yrityksen tuloksentekevyyden signaloinnin. Perinteisen teorian mukaan yritysten johtajat asettavat osinkotason sille tasolle, jolla yhden osinkoina maksetun valuuttayksikön rajahyöty vastaa osinkoveron rajakustannusta (Auerbach 2002; Hanlon & Heitzman 2010). Perinteinen teoria perustuu malleihin, joissa osinkoja maksetaan muihin kuin verotukseen perustuvista syistä ja yritykset voivat saada itselleen pääomaa ainoastaan laskemalla liikkeelle uusia osakkeita. Tällöin osinkoverotuksen alentaminen nostaa yritysten osakkeiden hintoja ja nostaa osinkoja maksavien yritysten investointihalukkuutta koska osinkoverotuksen alentaminen laskee myös veroja edeltävien tuottojen vaatimuksia (Hanlon & Heitzman 2010).

Uusi teoria puolestaan väittää että osinkoverotuksella ei ole vaikutuksia niihin investointeihin jotka yritys rahoittaa omalla tulorahoituksellaan eikä osingonmaksupolitiikkaan, jolloin osinkoverotuksen muutos ei aiheuta häiriötekijöitä yritysten toimintaan (Auerbach 2002; Auerbach & Hassett 2006; Hanlon & Heitzman 2010). Uuden teorian taustalla oleva malli olettaa, että yrityksen kertyneet voittovarot ovat ainoa tapa rahoittaa uudet investoinnit ja että yrityksen ”ylimääräiset” rahat jaetaan loppujen lopuksi omistajille osinkoina (Auerbach 2002; Hanlon & Heitzman 2010). Mallin oletusten mukaan osingot ovat investoinnin jälkeinen residuaali, eli niiden taso vaihtelee vuodesta toiseen, ja että markkinat osaavat ottaa huomioon kaikki tulevat verokustannukset arvioidessaan yrityksen pääoman arvoa. Tällöin osinkoverotuksen kiristys johtaa alhaisempiin markkina-arvoihin, mutta se ei vaikuta yritysten investointeihin tai osingonmaksupolitiikkaan (Auerbach 2002; Hanlon & Heitzman 2010).

Hanlon ja Heitzman (2010) toteavat, että edellä esitellyt teoriat eivät vastaa todellisuutta suoraan, koska niiden taustalla olevat mallit nojaavat liian tiukkoihin oletuksiin. Heidän mukaansa kyseisiin malleihin tuleekin suhtautua enemmän lähtökohtana ja työvälineenä kehittyneempien ja paremmin todellisuutta vastaavien mallien kehityksessä. Hanlon ja Heitzman (2010) kuitenkin mainitsevat, että perinteinen teoria, eli näkemys siitä että yrityksillä on usein verotukseen liittymättömiä motiiveja osinkojen maksamiselle, on edellä esitellyistä teorioista yleisin ja suosituin aikaisemmassa tutkimuksessa. Tätä näkemystä tukevat Allenin ja Michaelyn (1995) havainnot siitä, että yritykset maksavat osinkoja omistajilleen, vaikka omien osakkeiden takaisinostot olisivat olleet verotuksellisesti kannattavampi vaihtoehto omistajien näkökulmasta katsottuna. Lisäksi yritykset pyrkivät Allenin ja Michaelyn (1995) mukaan kasvattamaan osinkojaan ajan myötä, ja osinkojen leikkaukset ovat erittäin harvinaisia heidän tutkimustulostensa mukaan. Tämäkin käytös vaikuttaisi merkiltä siitä, että yrityksillä todella on muita motiiveja osinkojen maksamiselle kuin pelkkä omistajien verokohtelu.

Osinkoverotuksen on näytetty vaikuttavan osakkeiden hintoihin, joskin vaikutus on usein ollut pienempi kuin mitä olisi voinut odottaa. Hyvin suosittu osinkoverotuksen muutos rahoituksen tutkijoiden parissa on USA:n vuonna 2003 voimaan astunut osinkoverotuksen huomattava kevennys joka tunnetaan nimellä The Jobs and Growth Tax Relief Act of 2003. Kyseisen veronalennuksen vaikutuksia osakkeiden hintoihin ovat tutkineet esimerkiksi Amromin, Harrison ja Sharpe (2006), Auerbach ja Hassett (2006) sekä Dhaliwal, Krull ja Li (2007). Amromin et al. (2006) eivät tutkimuksessaan löytäneet merkkejä siitä, että

osinkoverotuksen alennus olisi vaikuttanut merkittävästi osakkeiden hintoihin USA:ssa. He kuitenkin huomasivat, että korkeampia osinkoja maksaneiden yritysten osakkeiden hinta kehittyi suotuisammin kuin matalia osinkoja maksaneiden yritysten osakkeiden hinta. Amromin et al. (2006) tarjoavat selitykseksi tälle sitä, että osinkoverotuksen alennus sai sijoittajat muuttamaan osakesalkkujensa koostumusta korkeita osinkoja maksavia yrityksiä suosivaksi. Dhaliwal et al. (2007) puolestaan havaitsivat, että osinkoverotuksen alentaminen laski yritysten oman pääoman hintaa noin 1 prosentin. Tämä oman pääoman hinnan alennus oli heidän tulostensa mukaan pienempi niiden yritysten kohdalla, joiden omistuksesta suuri osuus oli institutionaalisten sijoittajien hallussa. Osinkoverotuksen alentaminen ei hyödyttänyt institutionaalisia sijoittajia, joten Dhaliwal et al. (2007) päättelivät osinkoverotuksen alentamisen aiheuttaneen oman pääoman hinnan laskun.

Auerbach ja Hassett (2006) puolestaan tutkivat jo edellä mainittua USA:n vuoden 2003 verouudistusta. Heidän tuloksensa näyttäisivät olevan täysin päinvastaiset kuin osinkoverotuksen irrelevanttiusteoria antaisi odottaa. Sen sijaan Auerbachin ja Hassetin (2006) tulokset vaikuttavat olevan hyvin linjassa niin sanotun osinkoverotuksen uuden teorian kanssa. Auerbach ja Hassett (2006) toteavat tulostensa valossa, että USA:n vuoden 2003 verouudistus ei edesauttanut yritysten investointihalukkuutta, vaan lähinnä nostatti osakkeiden arvoa, ja sai myös ne yritykset maksamaan osinkoja jotka eivät ennen olleet maksaneet ollenkaan osinkoja. Osinkoja maksavien yritysten määrän lisääntyminen lienee yksi erittäin näkyvä verouudistuksen aiheuttama muutos, ottaen huomioon trendin jossa yritykset USA:ssa olivat siirtyneet voittojen maksamisessa sijoittajille osinkojen maksamisesta kevyemmin verotettuun omien osakkeiden takaisin ostamiseen (Hanlon, Myers & Shevlin 2003).

Hanlon, Myers ja Shevlin (2003) tutkivat sitä, kuinka paljon osinkoverotus vaikuttaa yritysten osakkeiden hinnoitteluun. Tulostensa perusteella he vetävät sen johtopäätöksen, että osinkoverotus ei juurikaan vaikuta osakkeiden hinnoitteluun. Hanlon et al. (2003) toki muistavat myös todeta, että he eivät suinkaan väitä että yrityksestä sijoittajille liikkuvan tulovirran verotus olisi täysin merkityksetön tekijä osakkeiden hinnoittelussa. He kuitenkin toteavat verotuksen merkityksen olevan hyvin pieni selittävä tekijä osakkeiden hinnoissa.

Osinkoverotuksen on usein esitetty aiheuttavan niin sanottua ”clientele”-efektiä, eli omistajuuden muokkautumista yrityskohtaisesti osinkopolitiikan ja –verotuksen perusteella. Tällöin institutionaaliset sijoittajat, jotka saavat osinkotulonsa verovapaasti siirtyvät

suosimaan korkeita osinkoja maksavia yrityksiä, ja osingoista veroja maksavat sijoittajat puolestaan suosivat kasvuhakuisia yrityksiä jotka eivät maksa osinkoja vaan investoivat tuottoensa toimintansa kasvattamiseen (Allen & Michaely 1995; Desai & Jin 2011; Henry 2011). Lievästi clientele-efektiin liittyvä havainto on Cnossenin (1996) huomio siitä, että institutionaalisten sijoittajien verovapaus vaikuttaa huomattavasti yrityslainamarkkinoihin. Yrityslainamarkkinat ovat Cnossenin (1996) mukaan lähes täysin institutionaalisten sijoittajien hallussa, joka johtuu hänen mukaansa institutionaalisten sijoittajien verokohtelusta.

Pääomaverotukseen liittyy usein niin sanottu kahdenkertainen verotus, eli yrityksen tuottoja verotetaan sekä yritysten tuloverolla että ulosmaksetuista osingoista perittävällä osinkoverolla. Tätä kahdenkertaista verotusta on useassa maassa, kuten myös Suomessa ennen, pyritty pienentämään hyvittämällä osinkoverotuksessa yrityksen jo maksama tulovero joko kokonaan tai osittain. Tällaisen hyvitysjärjestelmän vaikutusta yritysten toimintaan on tutkittu erityisesti Australiassa (Twite 2001; Cannavan, Finn & Gray 2004; Pattenden & Twite 2008), johtuen Australian veromuutoksen tutkijoille suotuisasta ajankohdasta. Ajankohdan ansiosta tutkijoilla on ollut mahdollisuus kerätä luotettavaa tietoa verojärjestelmän vaikutuksista sekä ennen että jälkeen muutoksen. Australian veromuutos astui voimaan vuonna 1987, joten tutkijoilla on runsaasti aineistoa myös veromuutoksen jälkeiseltä ajalta. Suuremman aineiston voidaan olettaa parantavan tutkimusten tulosten luotettavuutta.

Cannavan et al. (2004) tutkivat verotuksen hyvitysjärjestelmän vaikutusta osakkeiden hinnoitteluun. Heidän tulostensa mukaan verotuksen hyvitysjärjestelmä ei vaikuta pääoman hintaan pienissä avoimissa talouksissa, jollaiseksi Suomikin määrittellään. Tämä johtuu Cannavan et al:n (2004) mukaan siitä, että hyvitysjärjestelmä tarjoaa verojen helpotuksen ainoastaan kotimaisille sijoittajille. Pienten, avoimien talouksien suuret yritykset puolestaan joutuvat hakemaan rahoitusta myös kansainvälisiltä markkinoilta pienten kotimarkkinoiden vuoksi, joten niiden tuottovaatimus määräytyy sellaisten sijoittajien toimesta, jotka eivät saa verohyötyjä hyvitysjärjestelmästä.

Yhtiöverotuksen hyvitysjärjestelmä vaikuttaa selkeästi yritysten osinkopolitiikkaan (Pattenden & Twite 2008). Australian tulosten perusteella yhtiöverotuksen hyvitysjärjestelmän käyttöönotto lisää sekä yritysten aikomuksia nostaa osinkoja, että kasvattaa käytännössä yrityksistä ulos maksettuja osinkoja kaikilla mittareilla mitattuna

(Pattenden & Twite 2008). Tulos on varsin looginen, sijoittajathan kaiken järjen mukaan haluavat enemmän osinkoja yrityksistä, kun osingot muuttuvat ”halvemmiksi” verotuksen laskiessa. Tällöinhän yritykselle on loogisinta maksaa voittovaroja ulos osinkoina sisäisten uusinvestointien sijaan, koska osinkojen suhteellisen asema verrattuna uusinvestointeihin paranee osinkojen ”halventuessa”. Kun sijoittajat saavat enemmän osingoista itselleen, kannattavien uusinvestointien määrän voidaan olettaa laskevan, koska uusinvestointien tuottovaatimus kasvaa.

Twite (2001) puolestaan tutki Australian hyvitysjärjestelmän vaikutuksia yritysten rahoitusrakenteisiin. Hänen mukaansa yhtiöverotuksen hyvitysjärjestelmä sai yritykset suosimaan omaa pääomaa enemmän kuin aikaisemmin voimassa ollut, klassinen kahdenkertainen verotus. Myös pidätetyt voittovarot lähtivät laskuun ja uuosakeanneilla kerätyt varat puolestaan lähtivät nousuun Twiten (2001) tulosten mukaan. On myös huomattava se, että korkeamman efektiivisen yhtiöveroasteen yritykset vaihtoivat rahoitusrakenteestaan vähemmän vierasta pääomaa omaksi pääomaksi kuin matalamman efektiivisen veroasteen omaavat yritykset (Twite 2001). Nämä tulokset vaikuttaisivat siltä, että yritykset reagoivat varsin odotetusti yhtiöveron hyvitysjärjestelmän käyttöönottoon. Pääomaverotuksen laskuhan sai aikaan oman pääoman suhteellisen halpenemisen yritysten näkökulmasta, jolloin voitaneen pitää varsin loogisena sitä, että yritykset alkoivat suosia omaa pääomaa rahoitusmuotona enemmän kuin aikaisemmin.

2.3.3 Yritysten tulovero

Yritysten tulovero on yksi pääoman verotuksen muoto, joka kohdistuu yrityksiin sijoitetun pääoman tuottoon (Kaplow 2007; Tuomala 2009, s. 286). Yritysveroa voidaan pitää Tuomalan (2009, s. 286) mukaan ”eräänlaisena pääomatulojen ennakkoverona”. Toisin sanoen, yritysverotuksella pyritään varmistamaan se, että kaikki yrityksestä pääomatuloja saavat maksavat vähintään yritysveron verran veroja pääomatuotoista. Tämä toki aiheuttaa niin sanotun osinkojen kahdenkertaisen verotuksen ongelman, joka syntyy siitä, että yrityksistä ulosjaettavista varoista maksetaan veroja kahteen kertaan, mutta yrityksessä sisällä pidettävistä varoista maksetaan vain kertaalleen veroja (Tuomala 2009, s. 288-289). Monissa maissa onkin ollut käytössä erilaisia lievennyksiä, joilla on pyritty poistamaan, tai ainakin

pienentämään, tätä kaksinkertaista verotusta. Tuomalan (2009, s. 288-289) mukaan Suomessa vuosien 1990 ja 2005 välissä käytössä ollut niin sanottu yhtiöveron hyvitysjärjestelmä on yksi esimerkki osinkojen kaksinkertaisen verotuksen pienentämiseen tarkoitettua järjestelmästä.

Yritysverotuksen kohtaanto, eli kysymys siitä kuka viime kädessä maksaa yritysten maksaman tuloveron, on ollut paitsi suosittu, myös hyvin kiistelty tutkimuskysymys verotuksen tutkimuksessa (Tuomala 2009, s. 286-288). Koska yritysverotuksen lopullinen kohtaanto on usein ollut hieman hämärän peitossa, on yritysverotusta pidetty poliittisesti helppona verotuksen muotona (Tuomala 2009, s. 286). Yritysveron lopullisen kohtaannon voidaan sanoa riippuvan tarkasteltavasta aikavälistä. Lyhyellä aikavälillä, kun pääoman tarjonta ja yrityksen tuotteiden tai tuotannontekijöiden hinta on joustamaton, yritysverotus kohdistuu yrityksen omistajille (Tuomala 2009, s. 268-288). Pitkällä aikavälillä puolestaan yritysverotus puolestaan vaikuttaisi ainakin yhden koulukunnan näkemyksen mukaan kohdentuvan yrityksen asiakkaiden ja työntekijöiden kontolle (Tuomala 2009, s. 268-288). Tämä näkemys yritysveron kohtaannosta vaikuttaisi loogiselta. Koska yrityksen on tuotettava omistajilleen tietty tuotto pääomalle, jolloin pääoman tuottoon kohdistuva vero tietenkin kasvattaa vaadittua veroa edeltävää pääoman tuottoa. Tällöin vähintäänkin osassa yrityksissä yritettäneen parantaa pääoman tuottoa kasvattamalla tuotteiden ja palveluiden hintaa tai karsimalla henkilöstökuluista.

Yritysverojärjestelmäksi on tietenkin usein ehdotettu varsin erilaisia järjestelmiä, kuin mitä Suomessa on tällä hetkellä käytössä. Cnossen (1996) käsitteli artikkelissaan EU:n jäsenmaiden yritysverotusmalleja ja niiden harmonisointia. Hän käsitteli eri mahdollisuuksia koko EU:n laajuiseksi yritysverojärjestelmäksi, ottaen lähtökohdaksi EU:n peruseriaatteisiin kuuluvat neutraliteetin ja subsidiariteetin periaatteet. Näiden lähtökohtien pohjalta hän löysi 6 mielenkiintoista vaihtoehtoista ehdotusta EU:n yritysverojärjestelmäksi. Ehdotukset olivat yrityksen tuloksen täysi integrointi, yritysverotuksen hyvitysjärjestelmä, osinkojen verovähennysoikeus, kokonaisvaltainen yrityksen tulovero, eriytetty tuloverojärjestelmä sekä kassavirtavero. Näistä eriytetty tuloverojärjestelmä on käytössä Suomessa sekä muissa Pohjoismaissa.

Yrityksen tuloksen täysi integrointi tarkoittaisi varsinaisesta yhteisöverosta luopumista, ja yrityksen tuloksen jakamista yrityksen omistajien henkilökohtaiseksi tuloksi. Tämän jälkeen jokaista yrityksen omistajaa verotettaisiin hänen omalla tuloveroprosentillaan. Kyseisen järjestelmän käyttöönottoa on ehdotettu esimerkiksi Australiassa sekä Kanadassa, joskaan sitä

ei ole otettu käyttöön missään maassa sen epäkäytännöllisyyden vuoksi (Cnossen 1996). Yrityksen tuloksen täyden integroinnin positiiviseksi puoliksi on väitetty sitä, että se muuttaisi oman ja vieraan pääoman yhtä houkutteleviksi vaihtoehtoiksi uusien investointien rahoitukseen. Negatiivinen puoli puolestaan olisi yrityksessä sisällä pidettävien voittojen veroasteen nousu (Cnossen 1996).

Yritysverotuksen hyvitysjärjestelmä on Suomestakin tuttu järjestelmä, jossa tavoitellaan kahdenkertaisen verotuksen poistoa. Tällöin osingonsaajien verotuksessa hyvitetään yrityksen jo kertaalleen maksama tulovero joko kokonaan tai osittain. Kaksinkertainen hyvitysjärjestelmä yleensä suosii verotuksen keinoin omalla pääomalla rahoitettuja investointeja (Cnossen 1996). Siitä seuraa kuitenkin varjopuoli, eli velan tuottaman verohyödyn väheneminen. Tämä verohyödyn väheneminen ja oman pääoman käytön lisääntyminen puolestaan johtaisi pääoman kokonaiskustannusten kasvuun, millä voi olla negatiivisia vaikutuksia yritysten ja sijoittajien investointihalukkuuteen (Cnossen 1996).

Osinkojen verovähennysoikeus tarkoittaa järjestelmää, jossa yritys saa vähentää verotettavasta tuloksestaan maksamansa osingot. Osinkojen verovähennysoikeus ei ole käytössä EU:n alueella, mutta se on aikaisemmin ollut käytössä Pohjoismaissa ennen siirtymistä yritysverotuksen hyvitysjärjestelmään (Cnossen 1996). Toinen vastaavanlainen ehdotus on ollut laskea yrityksen omalle pääomalle verovapaa tuotto erikseen määritellyn prosentin mukaan, jonka ylittävä osa olisi ainoastaan yritysverotuksessa verotettavaa tuloa (Cnossen 1996). Tällöin verovapaa osuus vastaisi suunnilleen tuottoa, jonka yritys voisi maksaa omistajilleen osinkoina. Nämä osingot tietty olisivat todennäköisesti osinkoveron alaisia, mutta yritysverovapaus puolestaan poistaisi kahdenkertaisen verotuksen ongelman.

Kokonaisvaltainen yrityksen tulovero on järjestelmä, jota on ehdotettu oman ja vieraan pääoman eriarvoisen verokohtelun poistamiseksi. Kokonaisvaltaisessa yrityksen tuloverossa erilliset yrityksen tulovero ja osingonsaajan osinkovero yhdistettäisiin yhdeksi, yrityksen tasolla perittäväksi veroksi. Samalla yritykseltä poistuisi mahdollisuus vähentää osinko- ja korkomenot verotettavasta tuloksesta, mutta osinko- ja korkomaksut muuttuisivat kuitenkin saajilleen verovapaiksi (Cnossen 1996). Tällöin Cnossenin (1996) mukaan saavutettaisiin tilanne, jossa verotus kohtelisi tasapuolisesti omaa ja vierasta pääomaa. Pääoman eri muotojen verokohtelun tasapuolistaminen hyödyttäisi pienempiä ja uusia yrityksiä, joilla ei ole mahdollisuuksia suureen velkarahoitukseen (Cnossen 1996). Myös kahdenkertaisen verotuksen ongelmaa ei esiintyisi kokonaisvaltaisen yrityksen tuloveron käytössä.

Eriytetty tuloverojärjestelmä keskittyy pääomaverotuksessa osinkotulojen saajan verotukseen. Eriytetty tuloverojärjestelmä on käytössä tällä hetkellä Suomessa. Eriytetyssä tuloverojärjestelmässä pääomatuloja ja ansiotuloja verotetaan omalla prosentillaan, jotka eroavat toisistaan. Yritysten tulovero jää tässä muodossa rauhaan (Cnossen 1996). Eriytetyn tuloverojärjestelmän tarkoitus on kannustaa yrityksiä maksamaan voittojaan ulos, sen sijaan että niitä jätettäisiin yritykseen sisään ja ne sijoitettaisiin heikommin tuottaviin projekteihin (Cnossen 1996). Myös eriytetyn tuloverojärjestelmän pitäisi pienentää vieraan pääoman verohyötyä ja sitä myötä vieraan pääoman houkuttelevuutta rahoitusmuotona (Cnossen 1996).

Kassavirtaverot tarkoittaisi järjestelmää, jossa lähtötilanteena olisi kokonaisvaltainen yritysten tulovero, josta erilaisilla verovähennyksillä yritysten verotettavaksi tuloksi jäisi ainoastaan normaalin tason ylittävä pääoman tuotto (Cnossen 1996). Tällöin yrityksen maksama tulovero ei kohdistuisi kohtuulliseen pääoman tuottoon, vaan ainoastaan siihen osaan tuloksesta, jota voidaan tietyltä kantilta katsottuna pitää perusteettoman suurena (Cnossen 1996). On toki kyseenalaista, voidaanko tietyn tason ylittävää yrityksen voittoa pitää perusteettoman suurena vai eikö. Lisäksi kassavirtaverossa vaadittavan, pääoman normaalin tuoton tason, määrittelemisen objektiivisesti lienee käytännössä hyvin lähellä mahdotonta.

Koska yritysten maksamien lainojen korot ovat usein verotuksessa vähennyskelpoisia, on yritysten tuloveron todettu suosivan velkarahoitusta oman pääoman kustannuksella (Kaplow 2007; Tuomala 2009, s. 288-289). Buettner, Overesch, Schreiber ja Wamser (2009) tutkivat Saksassa pääkonttoriaan pitävien monikansallisten yritysten rahoitusrakenteiden herkkyyttä verotukseen. He huomasivat, että paikalliset veroasteet vaikuttivat selvästi monikansallisten yritysten paikallisten tytäryhtiöiden velkaantumisasteeseen, mikä heidän mukaansa implikoisi monikansallisten yritysten olevan hanakoita käyttämään hyväkseen vieraaseen pääomaan liittyviä verohyötyjä. Erityisesti Buettner et al. (2009) huomasivat konsernien sisäisten lainojen olevan herkkiä eri toimintamaiden verotasoille. Tämän havainnon valossa voitaneen todeta, että yritykset käyttävät verohyötyjä hyväkseen hanakasti vähintään silloin, kun se voidaan tehdä sisäisten lainojen tapaisilla, suhteellisen pieniä transaktiokustannuksia vaativalla tavalla.

Egger, Eggert, Keuschnigg ja Winner (2010) saivat tutkimuksessaan samansuuntaisia tuloksia. Heidän tutkimuksensa otanta oli varsin laaja, kattaen jopa yli 32 000 tilikautta eurooppalaisista yrityksistä. Egger et al. (2010) totesivat, että ulkomaalaisomisteiset yritykset ovat yleensä velkaantuneempia kuin kotimaissaan toimivat yritykset. Lisäksi kyseinen

voimakkaampi velkaantuminen lisääntyy samalla kun tarkasteltavan maan yritysverokanta kasvaa. Euroopassa kansainvälisesti toimivat yritykset ovat näidenkin tulosten mukaan siis varsin hanakoita käyttämään hyväkseen velan korkojen verovähennysoikeutta. Valitettavasti Egger et al. (2010) eivät tutkimuksessaan esittäneet maakohtaisia havaintoja. Tämä jättää tulevaa tutkimusta varten auki kysymyksen siitä, ovatko eri maissa kotipaikkaansa pitävät, kansainväliset yritykset eri tavoin käyttäytyviä korkomenojen verovähennysoikeuden käyttämisen suhteen. Tosin ottaen huomioon Egger et al:n (2010) aineiston laajuuden, lienee perusteltua olettaa mahdollisten erojen olevan hyvin pieniä, todennäköisesti jopa täysin olemattomia.

Verotuksen tuottamien verohyötyjen suuruutta ja merkitystä yrityksille on usein yritetty arvioida empiirisissä tutkimuksissa. Blouin, Core ja Guay (2010) kuitenkin väittävät, että kyseisissä tutkimuksissa velan tuottamaa verohyötyä on usein yliarvioitu. Heidän mukaansa tulokset, joiden mukaan useat yritykset pitäisivät taseessaan liian vähän velkaa, johtuvat verohyötyjen yliarvioinneista. Kyseiset yliarvioinnit puolestaan johtuisivat Blouinin et al. (2010) mukaan siitä, että velan tuottamaa verohyötyä on ylipäättään melko vaikea määrittellä tarkasti ja luotettavasti. Toinen mahdollinen syy verohyötyjen yliarviointiin saattaa olla efektiivisten veroasteiden virheellinen arviointi empiirisissä tutkimuksissa (Twite 2001). Konservatiivisuudesta kritisoidut, vahvaan omavaraisuuteen luottavat, pienyritykset ovat siis saattaneet osua oikeaan rahoitusrakenteidensa suunnittelussa, mikäli velan tuottamat verohyödyt todella ovat pienemmät kuin usein on arvioitu.

3 EMPIRIA

Tässä pääluvussa raportoidaan tämän tutkimuksen empiirisen osion käytetyistä menetelmistä ja aineistosta sekä tutkimuksessa saaduista tuloksista. Osion päättävässä kappaleessa vedetään johtopäätöksiä tutkimuksen tuloksista. Ensimmäisessä alaluvussa esitellään tutkimuskysymykset, sekä käydään läpi perustelut tutkimuskysymysten muodostumiselle.

3.1 Tutkimuskysymykset

Kuten aiemmin todettiin, tämän tutkielman kiinnostuksen kohteena ovat suomalaisten pienten ja keskisuurten perheyrittysten rahoitusrakenteet, sekä Suomen osinkoverotuksen muuttumisen mahdollinen vaikutus kyseisiin rahoitusrakenteisiin. Tässä tutkielmassa tarkoitettu Suomen osinkoverotuksen muutos astui voimaan vuonna 2005. Tämän muutoksen jälkeen listaamattomista suomalaisista osakeyhtiöistä on saanut nostaa osinkoja osinkoverovapaasti maksimissaan summan ”joka vastaa osakkeiden matemaattiselle arvolle laskettua 9 %:n tuottoa” (Verohallinto 2012). Muutoksen astuessa voimaan euromääräinen yläraja osinkoverovapaille osingoille oli 90 000 euroa, mutta kyseinen summa on tutkielman kirjoittamishetkellä laskettu 60 000 euroon. Euromääräinen yläraja on osakaskohtainen, ja siihen lasketaan yhteen kaikki yhden henkilön yhden verovuoden aikana listaamattomista yrityksistä saamat osinkotulot (Verohallinto 2012). Alla on Verohallinnon internet-sivuilta lainattu esimerkki, joka havainnollistaa tätä osinkoverojen laskutapaa:

Esimerkki: Osakas A omistaa Yhtiö A Oy:n kaikki osakkeet. Osakkeiden yhteenlaskettu matemaattinen arvo on tasan 1,5 miljoonaa euroa. Osakas A saa verovuonna yhtiöstä osinkoina yhteensä 55 000 euroa. Osakkeiden matemaattiselle arvolle laskettu 9 %:n tuotto on $9\% * 1\,500\,000\text{ €} = 135\,000$ euroa, joten Osakas A:n saama osinkosumma alittaa 9 %:n rajan. Lisäksi Osakas A:n saama osinkosumma on alle maksimimäärän eli 60 000 euroa. Tällöin Osakas A saa kaikki Yhtiö A Oy:sta saamansa osingot osinkoverovapaasti.

Mikäli listaamattomasta osakeyhtiöstä vuoden aikana nostetut osingot ovat alle 9 %:a osakkeiden matemaattisesta arvosta, mutta ovat euromäärältään yli ylärajan, tulee ylärajan ylittävistä osista maksaa osittain osinkoveroa. Tarkkaan ottaen 60 000 euroa ylittävästä osuudesta 70 %:a on verotettavaa pääomatuloa. Loput 30 %:a ylärajan ylittävistä osuudesta osingonsaaja puolestaan saa edelleen verovapaasti. Alla on toinen Verohallinnon internet-sivustolta lainattu esimerkki, jossa havainnollistetaan tilannetta jossa osingonsaajan osinkotulot ylittävät 60 000 euron vuotuisen ylärajan.

Esimerkki: Osakas B saa Yhtiö B Oy:stä osinkoina yhteensä 100 000 euroa. Osakas B:n omistamien osakkeiden yhteenlaskettu matemaattinen arvo on tasan 1,5 miljoonaa euroa. Osinkotulot ovat jälleen alle 9 %:a osakkeiden matemaattisesta arvosta, joten 60 000 euroa osingoista on täysin vapaa osinkoveroista. Ylimenevästä 40 000 euron osuudesta veronalaista pääomatuloa on 70 %:a eli 28 000 euroa. Loput 30 %:a eli 12 000 euroa on myös verovapaata tuloa. Veronalaisesta pääomatulosta Osakas B maksaa veroa $30\% * 28\,000\text{ €} = 8\,400$ euroa.

Mikäli puolestaan listaamattomasta yrityksestä maksettu osinko ylittää osakkeiden matemaattiselle arvolle lasketun 9 %:n tuoton, on 9 %:n ylittävistä osista 70 %:a osingonsaajan ansiotuloa. Loput 30 %:a on tällaisissa tapauksissa puolestaan jälleen verovapaata tuloa. Ansiotuloja verotetaan normaalisti progressiivisen veroasteikon mukaan. Alla on esitelty kolmas Verohallinnon tilannetta havainnollistava esimerkki:

Esimerkki: Osakas C saa Yhtiö C Oy:stä osinkoja 20 000 euroa. Osakas C:n omistamien osakkeiden matemaattinen arvo on yhteensä tasan 50 000 euroa. Osakas C:llä on myös palkkatuloja. 9 %:n tuotto matemaattiselle arvolle on tässä tapauksessa 4 500 euroa. Tämä summa on kokonaan verovapaata tuloa, koska se on alle 60 000 euron ylärajan. Verottoman osuuden ylittävistä osista, eli 15 500 eurosta, puolestaan veronalaista ansiotuloa on $70\% * 15\,500\text{ €} = 10\,850$ euroa. Loput, eli 4 650 euroa, on verotonta tuloa. Osakas C:n veroprosentin mukainen vero veronalaisesta ansiotulosta on $37\% * 10\,850\text{ €} = 4\,014,50$ euroa.

Esimerkeissä mainitun osakkeiden matemaattisen arvon laskemisen Verohallinto suorittaa edellisenä vuonna päättyneen tilikauden perusteella (Verohallinto 2012). Yhden osakkeen

matemaattinen arvo lasketaan yksinkertaisesti jakamalla yhtiön nettovarallisuus osakkeiden lukumäärällä. Yhtiön nettovarallisuus puolestaan saadaan yhtä yksinkertaisesti vähentämällä yrityksen varoista sen velat. Suomen osinkoverojärjestelmän voidaan siis huomata kannustavan listaamattomien yritysten taseiden vahvistamiseen ja yritysten nettovarallisuuden kasvattamiseen. Yhtiön varoihin lasketaan pysyvien vastaavien aineettomat ja aineelliset hyödykkeet ja sijoitukset sekä vaihtuvien vastaavien vaihto-omaisuus, saamiset, rahoitusarvopaperit sekä rahat ja pankkisaamiset (Verohallinto 2012). Laskennallisia verosaamiaisia ja sellaisia pitkävaikutteisia menoja, joilla ei ole varallisuusarvoa, ei lasketa yrityksen varoiksi. Mikäli pitkävaikutteiset menot saa vähentää verotuksessa vuosikuluina, niillä ei ole varallisuusarvoa (Verohallinto 2012). Yrityksen velkoja puolestaan ovat taseen vastattaviin vieraaksi pääomaksi merkityt erät. Yhtiön omaa pääomaa, tilinpäätössiirtojen kertymää, pakollisia varauksia tai laskennallista verovelkaa ei lasketa yrityksen velkoihin (Verohallinto 2012).

Edellä esitellyn Suomen osinkoverojärjestelmän ja sen vuonna 2005 tapahtuneen muutoksen perusteella saamme muodostettua tutkielman päätutkimuskysymyksen:

Tutkielman päätutkimuskysymys on: Onko Suomen yritysverotuksen muuttuminen aiheuttanut muutoksia suomalaisten perheomisteisten yritysten rahoitusrakennepäätöksissä?

Oletuksena ennen aineiston tutkimista on se, että perheyrietykset ovat vahvistaneet taseitaan pystyäkseen minimoimaan verotustaan. Tämä oletus perustuu olettamukselle, että perheyrietykset ovat rationaalisesti käyttäytyviä omistajiensa omaisuuden maksimoijia. Oletuksen perustetta voidaan toki kritisoida siitä, että perheyrietyksiä pidetään siinä pelkästään omaisuuden maksimointiin keskittyvinä toimijoina. Tämähän vaikuttaisi olevan vähintäänkin hivenen ristiriidassa perheyrietyksiä koskevan aikaisemman tutkimuksen kanssa. Oletusta voidaan kuitenkin puolustaa sillä, että ei ole syytä olettaa perheyrietysten jättävän käyttämättä mahdollisuutta verojen optimointiin, jos se voidaan tehdä ”hyvällä maulla”, eli tavalla joka ei näyttäyty yrityksen kuppauksena tai muuten kyseenalaisena toimintana.

Lienee myös paikallaan selvittää, kuinka moni aineistoon kuuluva yritys ylittää nettovarallisuudeltaan vähintään miljoonan euron tason. Tällä tasolla yrityksen omistajat saavat halutessaan maksimaalisen verohyödyn käytettäväkseen. Tällöin tutkielman ensimmäinen sivututkimuskysymys kuuluu:

Tutkielman ensimmäinen sivututkimuskysymys on: Kuinka moni perheyritys on saanut kasvatettua nettovarallisuutensa vähintään verohyödyn maksimoivalle tasolle?

Yksinkertaistavana oletuksena oletetaan jokaisen yrityksen olevan yhden omistajan hallinnoima. Tämä oletus on helposti huomattavissa käytännössä vääräksi, mutta koska sivututkimuskysymyksen tarkoitus on ainoastaan selvittää kuinka moni yritys ylittää minimitason, voitaneen yksinkertaistus tämän kerran hyväksyä. Ensimmäisen sivututkimuskysymyksen kohdalla ennako-oletuksena on se, että kovin monella aineistossa olevalla yrityksellä nettovarallisuus ei saavuta verohyödyn maksimoivaa tasoa. Oletuksen perusteena toimii yksinkertaisesti se, että aineiston yritykset ovat suhteellisen pieniä, jolloin ne eivät mitenkään pysty kasvattamaan nettovarallisuuttaan tarpeeksi suureksi.

Toinen mielenkiintoinen kysymys liittyy perheomisteisten yritysten osingonmaksupolitiikkaan. Poliittinen keskustelu pääomatuloerotuksen muutoksesta sai useat suuret yritykset maksamaan tavallista suurempia osinkoja. Tämän havainnon perusteella saamme muodostettua toisen sivututkimuskysymyksen tutkielmalle:

Tutkielman toinen sivututkimuskysymys on: Onko perheomisteisten pk-yritysten osingonmaksupolitiikassa havaittavissa muutoksia, jotka voidaan liittää vuoden 2005 verouudistukseen?

Toisen sivututkimuskysymyksen kohdalla oletuksena on ennen aineiston tutkimista, että mahdolliset muutokset osinkopolitiikoissa voidaan selittää yritysten nettovarallisuuden kasvattamisella. Tämän voidaan tulkita olevan linjassa päätutkimuskysymyksen kohdalla tehdyn ennako-oletuksen kanssa.

3.2 Menetelmät

Tässä tutkimuksessa käsitellään ainoastaan tilastoaineistoa. Tällöin luonnollisesti tutkimusmenetelminä käytetään tilastollisen analyysin menetelmiä. Laadullisilla tutkimusmenetelmillä, kuten esimerkiksi yrittäjien haastatteluilla, olisi saattanut olla mahdollista saada tietoa siitä, onko suomalaisissa perheyrityksissä tietoisesti vahvistettu

taseita osinkoverotuksen tarjoamien verojen minimointimahdollisuuksien käyttämiseksi. Laadulliset menetelmät kuitenkin jätettiin pois tästä tutkielmasta rajallisten resurssien, kuten esimerkiksi tutkielman laatimiseen käytetyn ajan, vuoksi.

Nettovarallisuus lasketaan tilikausikohtaisesti, käyttäen Verohallinnon ohjeita, vähentämällä yrityksen varoista yrityksen velat. Tämän jälkeen yritysten nettovarallisuuden kehitystä verrataan tilikausien välillä ja verouudistuksen ympärillä. Samalla myös yleisestä mielenkiinnosta johtuen tutkitaan sitä, kuinka monen yrityksen nettovarallisuus ylittää maksimaaliseen verohyötyyn vaadittavan miljoonan euron rajan. Aineiston yritykset tosin ovat verrattain pieniä, joten ennako-oletuksena lienee pidettävä sitä, että aineistosta ei löydy kovin montaa miljoonan euron nettovarallisuuden ylittävää yritystä.

Käytössä ollut aineisto ei tarjonnut suoraan tietoja yritysten tilikausien aikana maksamista osingoista. Tämä ei kuitenkaan muodostu ongelmaksi, koska voimme laskea tilikauden aikana maksetut osingot esimerkiksi seuraavalla laskukaavalla. Kaava on itsessään hyvin yksinkertainen:

$$\begin{aligned} & \text{Edellisten tilikausien voitto tilikauden päättyessä} \\ & + \text{Tilikauden voitto tilikauden päättyessä} \\ & - \text{Edellisten tilikausien voitto seuraavan tilikauden alkaessa} \\ & = \text{Maksetut osingot} \end{aligned}$$

Kun tämän jälkeen laskemme osinkojen suhteellisen osuuden tilikauden tuloksesta, saamme tilikausien välillä vertailukelpoisen luvun:

$$(\text{Maksetut osingot} / \text{Tilikauden tulos}) * 100$$

Kun tutkimme tämän luvun muutosta tilikausien välillä ja verouudistuksen ympärillä, voimme todeta, onko verouudistus ja sen valmistelu saanut tutkimuksen kohteena olevat perheyrietykset muuttamaan osinkopolitiikkaansa. Menetelmä on kenties hiivenen karkea ja turhan yksinkertainen, mutta se tuottanee kuitenkin tarvittavan tiedon tutkittavasta asiasta.

Nettovarallisuuden absoluuttisen tason tutkimiseen riittävät varsin yksinkertaiset menetelmät. Kun aineiston tilikausille on laskettu nettovarallisuus, tutkitaan tilikausien nettovarallisuuksien keskiarvoa ja mediaania. Lisäksi aineistosta lasketaan ne tilikaudet, joilla perheomisteisten yritysten nettovarallisuus ylittää miljoonan euron rajan. Tällöin saamme

suoraan selville niiden tilikausien määrän, joilla yritysten nettovarallisuus on riittävän suuri maksimaalisen verohyödyn saavuttamiseksi.

Ennen varsinaisten tilastollisten testien suorittamista muuttujia on logaritmoitu. Tämä on tehty käsiteltävien muuttujien saattamiseksi paremmin käsiteltävään muotoon. Näin on saatu tulosten kannalta epäoleellinen suuri hajonta hieman paremmaksi, jolloin tulokset lienevät vähemmän harhaisia.

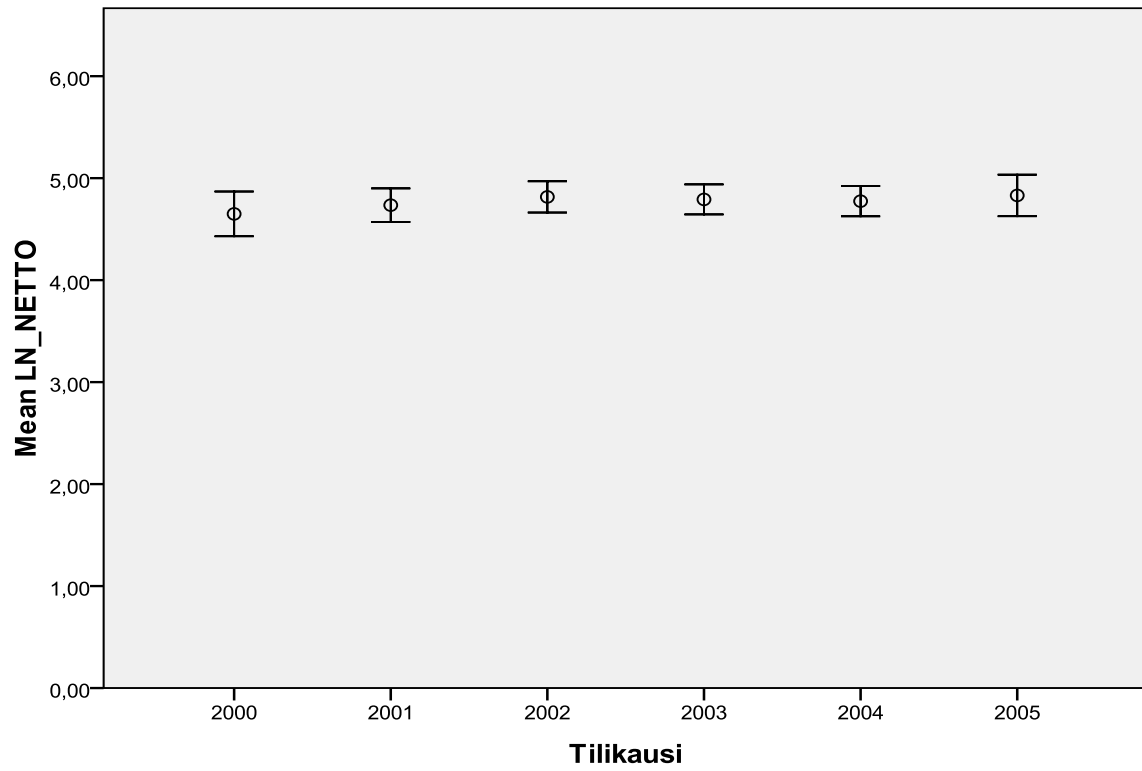
3.3 Aineisto

Tämän tutkielman teossa käytetty tutkimusaineisto koostuu suomalaisten pienten ja keskisuurten yritysten tilinpäätös- ja omistajuussuhdetiedoista. Yritykset painottuvat itäisessä Suomessa toimiviin yrityksiin. Jokaisesta yrityksestä on käytössä vuosia 2000-2005 koskevat tiedot. On kuitenkin huomattava se, että joidenkin tilikausien osalta tiedot ovat puutteellisia. Aineisto on kooltaan suhteellisen hyvä, ja sen pitäisi olla myös edustavuudeltaan tutkielman tarkoituksia palveleva. On myös syytä muistaa se, että aineisto ei edusta koko Suomea, joten tulosten yleistämisessä koskemaan koko Suomea otetaan lievä riski. Riskiä pienentää se, että tutkielman laatijan tiedossa ei tutkielman kirjoittamishetkellä ole todisteita siitä, että eri osissa Suomea sijaitsevat yritykset reagoisivat erilaisilla verouudistuksiin. Tällöin lienee perusteltua olettaa, että kaikki suomalaiset yritykset reagoivat keskimäärin samalla tavalla kaikissa osissa Suomea.

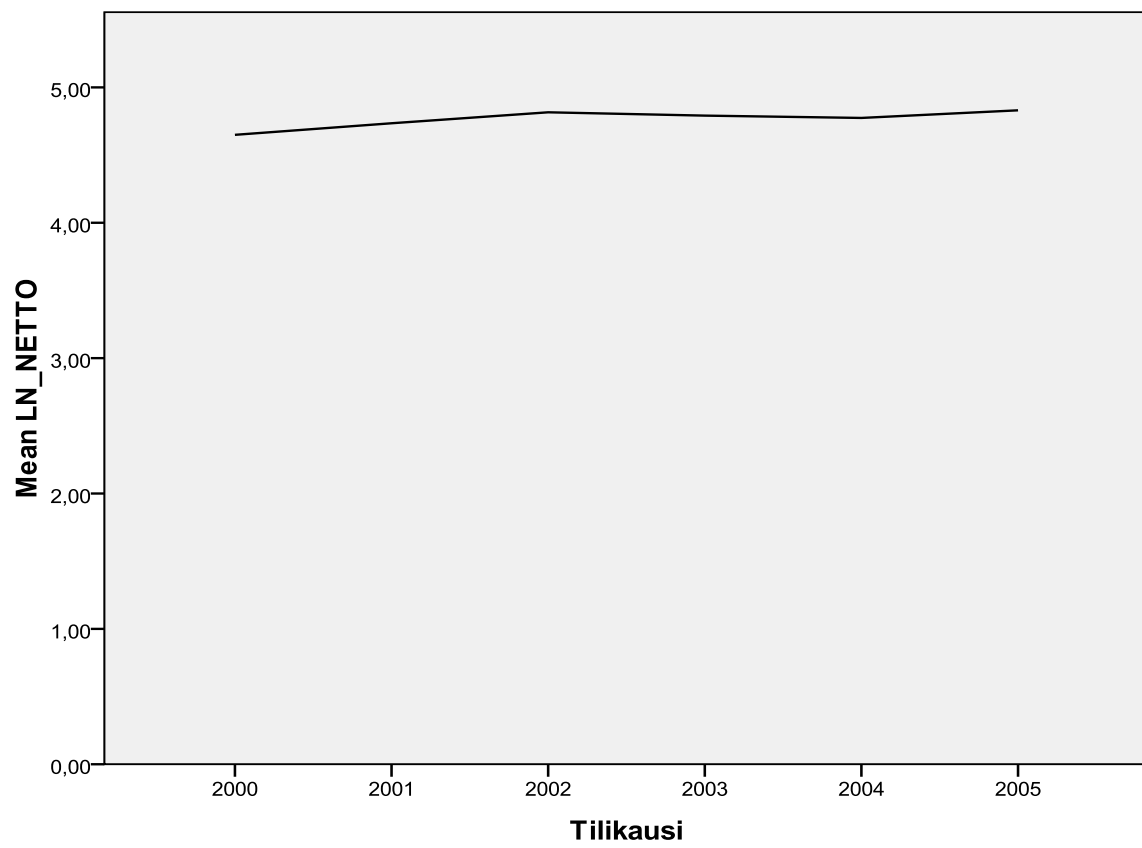
Yhteensä havaintoaineistossa on 3519 tilikautta. Näistä käyttökelpoisia tilikautia on nettovarallisuuden tutkimisessa yhteensä 2488 kappaletta, joista perheyriyten tilikautia on yhteensä 1313 kappaletta. Perheyriyksi on laskettu mukaan ne yritykset, joiden ilmoitetusta omistusosuudesta yli 50 prosenttia oli keskittynyt yhdelle perheelle. Osinkopolitiikan tutkimiseen aineistossa on yhteensä 1780 tilikautta, jolta oli saatavissa tiedot maksetuista osingoista. Pelkästään perheyriyksen tilikautia näistä oli 954 kappaletta. Maksetut osingot on laskettu edellä kuvatulla tavalla.

3.4 Tulokset

Nettovarallisuuden kehitys vaikuttaisi olleen aineiston kaikilla yrityksillä hivenen positiivisen puolella veromuutosta lähestyttäessä. Nettovarallisuuden kasvu on tosin ollut niin vähäistä, ja sitä ei voidakaan pitää tilastollisesti merkitsevänä. Tulosten perusteella aineistossa esiintyneet yritykset eivät siis lähteneet reagoimaan Suomen yritysverotuksen muutokseen ainakaan ennen sen voimaan astumista. Kuten seuraavista testien tuloksista nähdään, logaritmoidut nettovarallisuudet näyttävät kasvavan, tosin hyvin vähän, ajan edetessä. Myöskään regressioanalyysi tilikausien suhteen ei tue sitä, että nettovarallisuudet olisivat kasvaneet tilastollisesti merkitsevästi havainnointiaikana.



Error Bars: 95% CI



Model Summary

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
,022	,001	,000	1,645

ANOVA

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	3,082	1	3,082	1,139	,286
Residual	6108,293	2258	2,705		
Total	6111,375	2259			

Coefficients

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
Tilikausi	,024	,023	,022	1,067	,286
(Constant)	-44,018	45,710		-,963	,336

Pelkkien perheyrietyksien nettovarallisuus puolestaan näyttäisi myös hivenen nousseen tarkasteluajanjaksolla. Perheyrietysten logaritmoitujen nettovarallisuuksien kasvu näyttäisi olleen nousujohteista aina vuoteen 2005 asti. Kasvu on kuitenkin kaikkien yritysten nettovarallisuuksien tapaan melko maltillista. Regressioanalyysin perusteella perheomisteisten yritysten nettovarallisuuden muutosta voidaan pitää tilastollisesti merkitsevänä. Kaikkien yritysten nettovarallisuuksista poiketen siis tulokset vaikuttaisivat siltä, että perheyrietysten nettovarallisuus on olennaisesti kasvanut ennen Suomen yritys- ja osinkoverotuksen muutosta. Kasvu vaikuttaisi myös varsin tasaiselta, joten lienee paikallaan kysyä, onko kasvu tapahtunut veromuutoksen ansiosta vai siitä huolimatta? Voidaan epäillä, että esimerkiksi yritysten hyvä taloudellinen suorituskyky on saanut yritykset kasvattamaan nettovarallisuuttaan. Tällöin yritykset olisivat korvanneet vierasta pääomaa sisäisellä tulorahoituksella.

Model Summary

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
,060	,004	,003	1,511

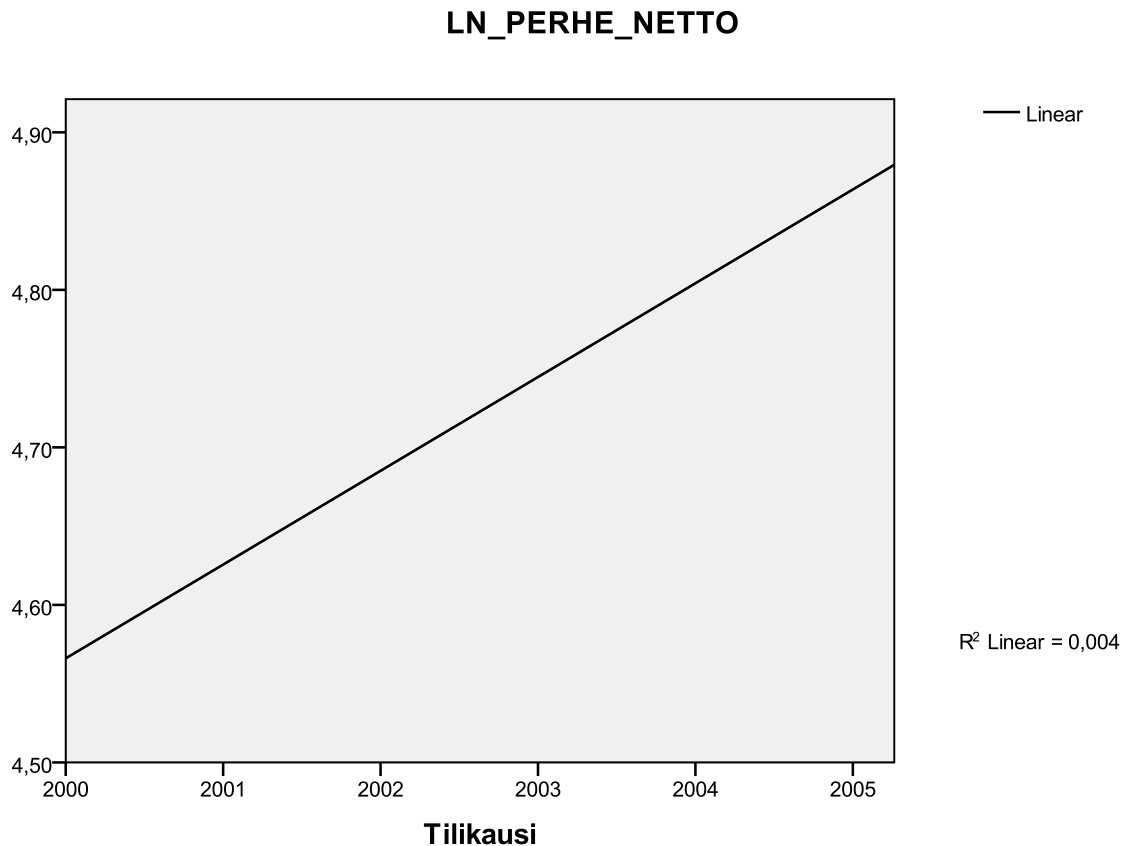
ANOVA

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	10,018	1	10,018	4,386	,036
Residual	2779,642	1217	2,284		
Total	2789,660	1218			

Coefficients

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
Tilikausi	,060	,028	,060	2,094	,036
(Constant)	-114,493	56,922		-2,011	,045

Seuraavassa kuviossa on graafisesti havainnollistettu perheyriyten nettovarallisuuksien kehitystä. On kuitenkin syytä huomata asteikko kuvion vasemmassa reunassa, joka saa kehityksen vaikuttamaan suuremmalta kuin edellisessä vastaavassa kuviossa esitelty kaikkien yriyten nettovarallisuuksien kehitys.



Nettovarallisuuden absoluuttista tasoa tutkittaessa huomataan, että aineistossa esiintyvillä perheyrityksillä on keskimäärin alhaisempi nettovarallisuus kuin kaikilla yrityksillä yhteensä. Miljoonan euron nettovarallisuuden ylittäviä perheyritysten tilikausia löytyi aineistosta yhteensä 69 kappaletta, mikä on jopa hivenen yllättävän suuri lukumäärä. Suhteellisesti ilmaistuna, tämä on noin 5,3 %:a kaikista tutkituista perheyritysten tilikausista. Määrä vaikuttaa myös suhteellisesti ilmaistuna varsin korkealta. Tämä aiheuttaa lieviä epäilyksiä aineiston biasoitumisesta. On kuitenkin syytä muistaa, että kaikilta aineistossa esiintyviltä tilikausilta ei löytynyt riittävästi tietoja nettovarallisuuksien laskemiseen. Tämä vääristänee tuloksia hieman miljoonan euron nettovarallisuustason tilikausien suhteellisen määrän osalta. Todennäköisesti suhteellinen osuus olisi huomattavasti alhaisempi, mikäli tutkittaisiin kaikkien suomalaisten pienten ja keskisuurten perheyritysten tilikausia vastaavalta ajalta.

Keskimääräisesti perheyritykset vaikuttaisivat kuitenkin jäävän suhteellisen kauas maksimaalisen verohyödyn tuottavasta nettovarallisuuden tasosta. Kaikkien aineistossa

mukana olleiden perheomisteisten yritysten keskimääräinen nettovarallisuus oli noin 350 000 euroa. Kaikkien aineistossa mukana olleiden yritysten keskimääräinen nettovarallisuus puolestaan on hivenen lähempänä miljoonan euron tasoa, ollen noin 520 000 euroa. Tämäkin taso kuitenkin jää vielä suhteellisen kauas maksimaalisen verohyödyn tuottavasta tasosta. Tulokset vaikuttaisivat kuitenkin olevan varsin odotettuja, ottaen huomioon aineiston koostumisen pääasiassa pienistä ja keskisuurista yrityksistä. Tarkat luvut nettovarallisuuden absoluuttisen tason osalta on esitetty taulukoissa 3, 4 ja 5.

Taulukko 3. Kaikkien yritysten nettovarallisuus, keskiarvo

	N	Mean	Std. Deviation
NETTO	2488	520,0127	2757,20779
Valid N (listwise)	2488		

Taulukko 4. Perheyriyten nettovarallisuus

	N	Mean	Std. Deviation
PERHE_NETTO	1313	350,8189	1528,45828
Valid N (listwise)	1313		

Taulukko 5. Miljoonan euron nettovarallisuuden ylittävät tilikaudet perheyriyksissä

	N	Mean	Std. Deviation
PERHE_NETTO_MILLI	69	3668,0493	5678,22938
Valid N (listwise)	69		

Aineiston yritysten osinkopolitiikassa ei näyttäisi olevan tavallisuudesta poikkeavaa käytöstä veromuutosta edeltävinä vuosina, toisin kuin suuryrityksillä oli vastaavana ajanjaksona. Merkittävin osinkojen määrään vaikuttava tekijä näyttäisi olevan yksinkertaisesti yrityksen tilikauden tulos. Tämä viittaisi siihen, että yritykset pyrkivät pitämään osinkopolitiikkansa suhteellisen vakaana, huolimatta lähestyvistä verojärjestelmän uudistuksesta. Kuten taulukosta 6 näemme, osinkojen määrä korreloi tilikauden tuloksen kanssa tilastollisesti merkitsevästi. Tämän voidaan nähdä tukevan väitettä, jonka mukaan tilikauden tulos hyvin pitkälti määrittelee aineiston yritysten maksaman osingon määrän.

Taulukko 6. Osinkojen ja tilikauden tuloksen välinen korrelaatio, kaikki yritykset

		Tilikauden_tulos_A	OSINKO
Tilikauden_tulos_A	Pearson Correlation	1	,361**
	Sig. (2-tailed)		,000
	N	2485	1780
OSINKO	Pearson Correlation	,361**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	
	N	1780	1780

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Taulukko 7. Osinkojen ja tilikauden tuloksen välinen korrelaatio, perheyrietykset

		PERHE_OSINKO	Tilikauden_tulos_A
PERHE_OSINKO	Pearson Correlation	1	,690**
	Sig. (2-tailed)		,000
	N	954	954
Tilikauden_tulos_A	Pearson Correlation	,690**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	
	N	954	2485

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Kuten yllä olevasta taulukosta nähdään, edellä mainittu tilastollinen merkitsevyys on jopa erittäin vahvaa. Kyseiset tulokset koskevat kaikkia aineiston yrityksiä. Pelkkiä perheyrietysten maksamia osinkoja, jotka on esitelty taulukossa 7, tutkittaessa huomataan, että niiden tapauksessa korrelaation on entistä vahvempi. Myös perheyrietysten tapauksessa korrelaatio on tilastollisesti merkittävää. Näiden tulosten perusteella voitaneen rauhassa todeta, että vahvin ulos maksettujen osinkojen määrän ennustaja tämän tutkielman aineiston yrityksillä on kyseisen tilikauden tulos.

3.5 Johtopäätökset

Tämän tutkielman tulosten perusteella voitaneen sanoa, että Suomen yritys- ja osinkoverotuksen vuonna 2005 voimaan astunut muutos ei ole aiheuttanut ainakaan kovin suuria muutoksia pienten ja keskisuurten yritysten nettovarallisuuksissa. Perheomisteisissa yrityksissä on havaittavissa hieman suurempia muutoksia nettovarallisuudessa, mutta on vaikea sanoa johtuvatko muutokset verojärjestelmän muutoksesta vai esimerkiksi yritysten taloudellisesta menestyksestä. Yksi tekijä joka puoltaisi enemmän niin sanottua sattuman kautta vahvistumista nettovarallisuuksissa on se, että pienemmissä yrityksissä tuskin on kovin paljoa erityistä finanssiosaamista. Tämä puolestaan johtanee siihen, että esimerkiksi verohyötyjä ei pyritä aggressiivisesti maksimoimaan.

Vähintään miljoonan euron nettovarallisuustaso ilmeni yllättävän monella tilikaudella. Tämä viittaisi siihen, että aineistoon on valikoitunut mukaan hivenen enemmän taloudellisesti menestyneitä yrityksiä kuin mitä oli etukäteisoletuksena. Toki on muistettava se, että aineistossa oli lukuisia tilikausia, joilta puuttuivat tarvittavat tiedot nettovarallisuuksien laskemiseksi. On hyvin mahdollista, että puuttuvien tilikausien nettovarallisuudet olisivat olleet selkeästi alle miljoonan euron tason, jolloin nyt miljoonan euron nettovarallisuustason omaavia tilikausia esiintyi suhteellisen paljon. Tilikausien absoluuttiseen määrään tällä ei toki ollut mitään vaikutusta. Voitaneen siis vetää johtopäätös, että perheomisteisissa pienissä ja keskisuurissa yrityksissä on vakavaraempia yrityksiä kuin mitä ennen tilastoaineiston tutkimista saattoi odottaa.

Osinkopolitiikassa ei ollut havaittavissa suuria muutoksia ennen verouudistuksen voimaantumista. Aineiston yritykset siis ilmeisesti tulkitsivat, että osinkojen maksua ei kannata lykätä ainakaan suurelta osin verouudistuksen jälkeiseen aikaan. Tämä viittaisi siihen, että yrityksissä ei uskottu verouudistuksen tuovan suuria muutoksia verojen jälkeisiin osinkoihin. Toinen vaihtoehto toki on se, että yritykset halusivat maksaa omistajilleen tietyn määrän osinkoja riippumatta siitä, minkälainen verokohtelu kyseisillä osingoilla oli. Tällöin voitaisiin epäillä, että aineistossa olevat yritykset eivät joko juuri välittäisi osinkoverotuksesta, tai että aineiston yritysten johtohenkilöt eivät olleet juuri edes tutustuneen tulevaan verouudistukseen etukäteen.

Oliko vuoden 2005 verouudistus onnistunut vai epäonnistunut? Tämän tutkielman perusteella siitä ei voida antaa tyhjentävää vastausta. Tutkielman aineisto rajoittuu uudistusta edeltävään aikaan. Aineistosta pystytään havaitsemaan, että suuria valmistautumisia verouudistukseen ei tapahtunut, vaan muutokset olivat suhteellisen pieniä ja selitettävissä muilla tekijöillä. Todennäköisesti vuoden 2005 veromuutoksen onnistumista pystytään arvioimaan vasta tulevan tutkimuksen valmistuttua. Tällöin tulevassa tutkimuksessa on syytä keskittyä verouudistuksen jälkeiseen aikaan, koska tämän tutkielman tulosten perusteella ennakkovalmistautumista ei näyttäisi tapahtuneen juurikaan.

4 YHTEENVETO

Perheyrittäjä tutkimus on monitieteellisyydessään mielenkiintoista ja haastavaa, minkä johdosta perheyrittäjä tutkimus onkin kasvattanut viime vuosina suosiotaan tutkijoiden parissa. Käytännön toimijoiden kysyntä perheyrittäjä tutkimukselle on omalta osaltaan tukenut perheyrittäjä tutkimuksen suosion nousua. Perheyrittäjä tutkimuksen monitieteellisyyden johdosta perheyrittäjä tutkimuksessa käsitellään asioita paitsi kauppatieteen ja taloustieteen, myös esimerkiksi sosiologian, psykologian ja historian näkökulmista. Paitsi haastavia ja mielenkiintoisia tutkimuskohteita, perheyrittäjät ovat myös tärkeässä roolissa käytännössä jokaisessa kehittyneessä taloudessa. Ne tuottavat monissa maissa huomattavan osan, useissa jopa huomattavasti yli puolet, vuotuisesta bruttokansantuotteesta, sekä työllistävät suuren osan kyseisten talouksien työntekijöistä.

Perheyrittäjien ominaispiirteitä on pyritty esittämään teorioiden muodossa. Perheyrittäjä tutkimukseen liittyviä pääteorioita ovat resurssiperustainen teoria, stewardship-teoria, sosiaalisen pääoman teoria sekä perhepääomateoria. Näissä teorioissa korostuu hyvin se, kuinka selityksiä perheyrittäjien ominaispiirteille haetaan perinteisten talous- ja kauppatieteellisten näkemysten ulkopuolelta. Teoriat keskittyvät hyvin pitkälti niin sanottuihin ”pehmeisiin arvoihin”, hakien selitystä jättäen puhtaat taloudelliset tekijät usein vähälle huomiolle. Yhteistä teorioille on se, että kaikissa niissä perheomistajuus nähdään yritysten toimintaa parantavana tekijänä.

Perheyrittäjät ovat taloudelliselta kannattavuudeltaan ja arvoltaan keskimäärin vähintään samalla tasolla muulla tavoin omistettujen yritysten kanssa. Perheyrittäjät pystyvät säilyttämään taloudellisen kannattavuutensa hyvällä tasolla, vaikka niissä usein painotetaan myös muita arvoja kuin pelkkää taloudellista tulosta. Muita kyseisiä arvoja, jotka nousevat esiin perheyrittäjien johdon päätöksenteossa, ovat esimerkiksi perheen sisäiset suhteet ja omistavan perheen maine ulkopuolisten silmissä. Perheyrittäjät ovat siis tietyssä mielessä hyvin ihanteellisia yrityksiä. Joskin on muistettava, että joskus perheyrittäjäsiin liittyy myös negatiivisia piirteitä, kuten esimerkiksi nepotismi. Tällöin yritysten toiminta ja jatkuvuus saattavat vaarantua kyvyttömiä perheenjäseniä suosivan henkilöstöpolitiikan vuoksi.

Yritysten rahoitusrakenteet ovat kiinnostaneet tutkijoita jo pitkään. Rahoitusrakennetutkimus on keskittynyt hyvin pitkälti optimaalisen rahoitusrakenteen kysymykseen. Tiivistettynä rahoitusrakennetutkimus pyrkii siis selvittämään kuinka paljon yritysten tulisi pitää taseessaan vierasta pääomaa ja kuinka paljon omaa pääomaa maksimoidakseen yrityksen omistajien varallisuuden. Kyseinen taso riippuu hyvin pitkälti yrityksen toimialasta sekä yrityksen kotimaan verojärjestelmästä. Yhtä optimaalista rahoitusrakennetta ei ole olemassa, vaan jokaisen yksittäisen yrityksen on ratkaistava oma rahoitusrakenteensa tapauskohtaisesti. Verojärjestelmän erityispiirteet määrittävät velan tuottaman verohyödyn määrän. Velan tuottaman verohyödyn määrää on tosin vaikea arvioida luotettavasti, ja sitä onkin usein yliarvioitu. Rahoitusrakenteiden tutkimuksessa erityisesti trade-off- ja nokkimisjärjestysteoria ovat saavuttaneet suosiota, ja molemmilla onkin takanaan jonkin verran empiiristä tukea.

Verotus liittyy erottamattomana osana lähestulkoon kaikkeen taloudelliseen toimintaan kehittyneissä talouksissa. Verotuksen tutkimus onkin tämän vuoksi hyvin suosittu aihealue tutkijoiden keskuudessa. Verotuksen tutkimukseen liittyy kaksi eri näkökulmaa, normatiivinen ja positiivinen. Normatiivinen näkökulma keskittyy siihen, miten asioiden tulisi olla. Positiivinen näkökulma puolestaan on kiinnostunut siitä, miten asiat ovat verotuksen suhteen. Rahoitusalan tutkimuksessa suurimpana mielenkiinnon kohteena verotuksen tutkimusalalta on pääomaverotus, ja sen kaksi muotoa, osinkoverotus ja yritysten tuloverotus. Verotuksen tutkimuksessa nousevat usein esille sekä tehokkuus- että oikeudenmukaisuuskysymykset, ja nämä samat kysymykset liittyvät läheisesti myös pääomaverotukseen. Pääomaverotukseen on ehdotettu, ja myös usein otettu käyttöön, monenlaisia erilaisia järjestelmiä.

Suomen pääomaverotuksen vuonna 2005 toteutettu uudistus ei näyttäisi aiheuttaneen suuria muutoksia suomalaisten perheomisteisten pienten ja keskisuurten yritysten nettovarallisuudessa ainakaan ennen voimaantumistaan. Perheyrittäjien nettovarallisuus on kasvanut tarkasteluajanjaksolla, mutta kasvun syy jää vielä hämärän peittoon. Osinkopolitiikassa ei ole huomattavia muutoksia ennen verouudistusta, poiketen suurista yrityksistä ja niiden maksamista lisäosingoista. Lopullinen vastaus verouudistuksen hyödyllisyydestä tai hyödyttömyydestä saataneenkin vasta myöhemmässä tutkimuksessa, jossa tutkitaan myös ajanjaksoa veromuutoksen jälkeen. On toki myös mahdollista, että täysin varmasti verouudistuksen vaikutuksista ei saada ikinä selvää, ottaen huomioon sen, että moni muukin tekijä vaikuttaa pienten ja keskisuurten perheyrittäjien rahoitusrakenteisiin.

Muita näkökulmia jatkotutkimukselle voisi olla myös kvalitatiivinen lähestymistapa. Haastattelututkimuksella saatettaisiin saada selville perheyrittäjien itsensä näkemyksiä Suomen verojärjestelmästä ja sen vuonna 2005 toteutetusta uudistuksesta. Myös vertaileva kansainvälinen tutkimus olisi vakavasti otettava jatkotutkimuksen kohde. Onko vastaavanlainen verouudistus muissa maissa saanut yritykset reagoimaan hanakammin kuin Suomessa? Tai vastavuoroisesti, onko muissa maissa saatu toisenlaisilla verouudistuksilla aikaan isompia muutoksia yrityksen käytöksessä kuin mitä Suomen verojärjestelmän uudistuksella saatiin aikaan?

LÄHTEET

Allen, Franklin & Michaely, Roni 1995. Dividend Policy. *Handbooks in OR & MS*, vol. 9, 793-837.

Amromin, Gene, Harrison, Paul, & Sharpe, Steven 2006. How Did the 2003 Tax Cut Affect Stock Prices? *Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C.*

Astrachan, Joseph H. & Shanker, Melissa C. 2003. Family Businesses' Contribution to the U.S. Economy: A Closer Look. *Family Business Review*, vol. XVI, no. 3, September 2003, 211-219.

Auerbach, Alan J. 2002. Taxation and Corporate Financial Policy. *Handbook of Public Economics, Volume 3*, 1251-1292.

Auerbach, Alan J. & Hassett, Kevin A. 2006. Dividend Taxation and Firm Valuation: New Evidence. *NBER Working Paper No. w11959*.

Barontini, Roberto & Caprio, Lorenzo 2005. The Effect of Family Control on Firm Value and Performance. Evidence From Continental Europe. *ECGI – Finance Working Paper No. 88/2005*.

Blouin, Jennifer, Core, John E. & Guay, Wayne 2010. Have the tax benefits of debt been overestimated? *Journal of Financial Economics*, 98 (2010), 195-213.

Buettner, Thiess, Overesch, Michael, Schreiber, Ulrich & Wamser, Georg 2009. Taxation and Capital Structure Choice – Evidence From a Panel of German Multinationals. *Economics Letters*, 105 (2009), 309-311.

Cabrera-Suárez, M. Katiuska, de la Cruz Déniz-Déniz, M. & Martín-Santana, Josefa D. 2011. Familiness and Market Orientation: A Stakeholder Approach. *Journal of Family Business Strategy*, 2 (2011), 34-42.

Cannavan, Damien, Finn, Frank & Gray, Stephen 2004. The Value of Dividend Imputation Tax Credits in Australia. *Journal of Financial Economics*, 73 (2004), 167-197.

Chami, Ralph 2001. What's Different About Family Businesses? IMF Working Paper No. 01/70.

Chen, Shuping, Chen, Xia, Cheng, Qiang & Shevlin, Terry 2008. Are Family Firms More Tax-Aggressive Than Non-Family Firms? AAA 2008 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper; Journal of Financial Economics (JFE), Forthcoming; (CAAA) 2008 Annual Conference Paper.

Chrisman, James J., Chua, Jess H., Kellermanns, Franz W. & Chuang, Erick P.C 2007. Are Family Managers Agents or Stewards? An Exploratory Study in Privately Held Family Firms. Journal of Business Research, 60 (2007), 1030-1038.

Chrisman, James J., Chua, Jess H. & Sharma, Pramodita 2003. Current Trends and Future Directions In Family Business Management Studies: Toward a Theory of the Family Firm. Coleman White Paper Series, United States Association for Small Business and Entrepreneurship.

Cnossen, Sijbren 1996. Reform and Harmonization of Company Tax Systems in the European Union. Research Memorandum, Erasmus University Rotterdam.

Corbetta, Guido & Salvato, Carlo 2004. Self-Serving or Self-Actualizing? Models of Man and Agency Costs in Different Types of Family Firms: A Commentary on "Comparing the Agency Costs of Family and Non-family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence". Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 28, Issue 4, p. 355-362.

Cubico, Serena, Togni, Matteo & Bellotto, Massimo 2010. Generational Transition Guidance: Support for the Future of Family Firms. Procedia Social and Behavioral Sciences, 5 (2010), 1307-1311.

Danes, Sharon M., Stafford, Kathryn, Haynes, George & Amarapurkar, Sayali S. 2009. Family Capital of Family Firms: Bridging Human, Social and Financial Capital. Family Business Review, Volume 22, Number 3, September 2009, 199-215.

Desai, Mihir A. & Jin, Li 2011. Institutional Tax Clienteles and Payout Policy. Journal of Financial Economics, 100 (2011), 68-84.

- Dhaliwal, Dan, Krull, Linda & Li, Oliver Z. 2007. Did the 2003 Tax Act Reduce the Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting and Economics*, 43 (2007), 121-150.
- Davis, James H., Schoorman, F. David & Donaldson, Lex 1997. Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review*, 1997, Vol. 22, No. 1, 20-47.
- Eddleston, Kimberly A. & Kellermanns, Franz W. 2007. Destructive and Productive Family Relationships: A Stewardship Theory Perspective. *Journal of Business Venturing*, 22 (2007), 545-565.
- Egger, Peter, Eggert, Wolfgang, Keuschnigg, Christian & Winner, Hannes 2010. Corporate Taxation, Debt Financing and Foreign-Plant Ownership. *European Economic Review*, 54 (2010), 96-107.
- Elo-Pärssinen, Krista 2007. Arvot ja yhteiskuntavastuullinen toiminta suurissa suomalaisissa perheyriyksissä. Omistajan näkökulma. Väitöskirja, Jyväskylän yliopisto, taloustieteiden tiedekunta.
- Faccio, Mara & Lang, Harry H.P. 2002. The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*, 65 (2002), 365-395.
- Fama, Eugene F. & French, Kenneth R. 2000. Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. CRSP Working Paper No. 506.
- Favero, Carlo A., Giglio, Stefano W., Honorati, Maddalena & Panuzi, Fausto 2006. The Performance of Italian Family Firms. ECGI – Finance Working Paper No. 127/2006.
- Frank, Murray Z. & Goyal, Vidhan K. 2003. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67 (2003), 217-248.
- Franks, Julian R., Mayer, Colin & Rossi, Stefano 2004. Spending Less Time With The Family: The Decline of Family Ownership in the UK. ECGI – Finance Working Paper No. 35/2004.
- Goergen, Renneboog & Correia da Silva 2005. When Do German Firms Change Their Dividends? *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, pp. 375-399.

Górriz, Carmen G. & Fumas, Vicente S. 2005. Family Ownership and Performance: the Net Effect of Productive Efficiency and Growth Constraints. ECGI – Finance Working Paper No. 66/2005.

Grossmann, Volker & Strulik, Holger 2010. Should Continued Family Firms Face Lower Taxes Than Other Estates? *Journal of Public Economics*, 94 (2010), 87-101.

Habbershon, Timothy G. & Williams, Mary L. 1999. A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms. *Family Business Review*, vol. XII, no. 1, March 1999.

Habbershon, Timothy G., Williams, Mary & MacMillan, Ian C. 2003. A Unified Systems Perspective of Family Firm Performance. *Journal of Business Venturing*, 18 (2003), 451-465.

Hanlon, Michelle & Heitzman, Shane 2010. A Review of Tax Research. *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2010), 127-178.

Hanlon, Michelle, Myers, James N. & Shevlin, Terry 2003. Dividend Taxes and Firm Valuation: A Re-Examination. *Journal of Accounting and Economics*, 35 (2003), 119-153.

Henry, Darren 2011. *Journal of Banking & Finance*, 35 (2011), 2747-2760.

Institute for Family Business 2011. The UK Family Business Sector: Working to grow the UK economy. Luettu 3.1.2012

Jensen, Michael C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, May 1986, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.

Kaplow, Louis 2007. Taxation. *Handbook of Law and Economics*, Volume 1, 647-755.

King, Michael R. & Santor, Eric 2008. Family Values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance*, 32 (2008), 2423-2432.

Leenders, Mark A.A.M. & Waarts, Eric 2001. Competitiveness of Family Businesses: Distinguishing Family Orientation and Business Orientation.

Mazzi, Chiara 2011. Family Business and Financial Performance: Current State of Knowledge and Future Research Challenges. *Journal of Family Business Strategy*, 2 (2011), 166-181.

Miller, Danny, Steier, Lloyd & Le Breton-Miller, Isabelle 2003. Lost in Time: Intergenerational Succession, Change, and Failure in Family Business. *Journal of Business Venturing*, 18 (2003), 513-531.

Miner, Anne S. & Stewart, Alex 2011. The Prospects for Family Business in Research Universities. *Journal of Family Business Strategy*, 2 (2011), 3-14.

Modigliani, Franco & Miller, Merton H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3. (Jun. 1958), pp. 261-297.

Myers, Stewart C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting, American Finance Association, San Francisco, CA, December 28-30, 1983. (Jul., 1984), pp. 575-592.

Myers, Stewart C. 2001. Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2. (Spring 2001), pp. 81-102.

Pattenden, Kerry & Twite, Garry 2008. Taxes and Dividend Policy Under Alternative Tax Regimes. *Journal of Corporate Finance*, 14 (2008), 1-16.

Pearson, Allison W., Carr, Jon C. & Shaw, John C. 2008. Toward a Theory of Familiness: A Social Capital Perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 32, Issue 6, pp. 949-969.

Perheyritysten liitto 2011. Faktaa. [Perheyritysten liiton internet-sivuilla] Saatavissa [www-muodossa: <URL:http://www.perheyritystenliitto.fi/faktaa.98.html>](http://www.perheyritystenliitto.fi/faktaa.98.html) (Luettu 14.12.2011).

Romano, Claudio A., Tanewski, George A. & Smyrnios, Kosmas X. 2000. Capital Structure Decision Making: A Model For Family Businesses. *Journal of Business Venturing*, 16, 285-310.

Sharma, Pramodita 2004. An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future . *Family Business Review*, vol. XVII, no. 1, March 2004, 1-36.

Sharma, Pramodita, Chrisman, James J. & Chua, Jess H. 2003. Predictors of Satisfaction With the Succession Process in Family Firms. *Journal of Business Venturing*, 18 (2003), 667-687.

Sharma, Pramodita, Hoy, Frank, Astrachan, Joseph H. & Koiranen, Matti. 2006. The Practice-Driven Evolution of Family Business Education. *Journal of Business Research*, 60 (2007), 1012-1021.

Shea, Hubert 2006. Family Firms: Controversies over Corporate Governance, Performance and Management. Review Article, University of Newcastle - Graduate School of Business and Law.

Shyam-Shunder, Lakshmi & Myers, Stewart C. 1999. Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51 (1999), 219-244.

Sorenson, Ritch L. & Bierman, Leonard 2009. Family Capital, Family Business and Free Enterprise. *Family Business Review*, Volume 22, Number 3, September 2009, 193-195.

Sraer, David & Thesmar, David 2006. Performance and Behavior of Family Firms: Evidence From the French Stock Market. ECGI – Finance Working Paper No. 130/2006.

Stamm, Isabell & Lubinski, Christina 2011. Crossroads of Family Business Research and Firm Demography - A Critical Assessment of Family Business Survival Rates. *Journal of Family Business Strategy*, 2 (2011), 117-127.

Steier, Lloyd P. & Miller, Danny 2010. Pre- and Post-Succession Governance Philosophies in Entrepreneurial Firms. *Journal of Family Business Strategy*, 1 (2010), 145-154.

Stiglitz, Joseph E. 1973. Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital. *Journal of Public Economics*, 2 (1973), 1-34.

Tourunen, Kalevi 2009. Perheyrytykset kansantalouden resurssina. Keskisuurten ja suurten yritysten omistajuus, toiminnan laajuus ja kannattavuus Suomessa 2000-2005. Väitöskirja, Jyväskylän yliopisto, taloustieteiden tiedekunta.

Tuomala, Matti 2009. Julkistalous. Helsinki: Gaudeamus Helsinki University Press.

Twite, Garry 2001. Capital Structure Choices and Taxes: Evidence from the Australian Dividend Imputation Tax System. *International Review of Finance*, Volume 2, Issue 4, 217-234.

Villalonga, Belén & Amit, Raphael 2004. How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? AFA 2005 Philadelphia Meetings; EFA 2004 Maastricht Meetings Paper No. 3620.

Winer, Stanley L. & Hettich, Walter 2002. The Political Economy of Taxation: Positive and Normative Analysis when Collective Choice Matters. Carleton University, Economic Working Paper No. 02-11.

Verohallinto 2012. Osingot listaamattomasta yhtiöstä. [Verohallinnon internet-sivuilla] Saatavissa [www-muodossa:](http://www.muodossa:) [<URL:http://www.vero.fi/fi-FI/Henkiloasiakkaat/Sijoittaminen/Osakkeet_ja_osingot/Osingot_listaamattomasta_yhtiosta\(1937\)>](http://www.vero.fi/fi-FI/Henkiloasiakkaat/Sijoittaminen/Osakkeet_ja_osingot/Osingot_listaamattomasta_yhtiosta(1937)) (Luettu 8.2.2012).

Verohallinto 2012. Osinkotulojen verotus - saajana omistajayrittäjä. [Verohallinnon internet-sivuilla] Saatavissa [www-muodossa:](http://www.muodossa:) [<URL:http://vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Elinkeinoverotus/Osinkotulojen_verotus__saajana_omistajay%2815396%29>](http://vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Elinkeinoverotus/Osinkotulojen_verotus__saajana_omistajay%2815396%29) (Luettu 14.4.2012).

Wu, Zhenyu, Chua, Jess H. & Christman, James J. 2006. The Effects of Family Ownership and Management on Small Business Equity Financing. *Journal of Business Venturing*, 22 (2007), 875-895.

Zellweger, Thomas M., Eddleston, Kimberly A. & Kellermanns, Franz W. 2010. Exploring the Concept of Familiness: Introducing Family Firm Identity. *Journal of Family Business Strategy*, 1 (2010), 54-63.