



Tähtinen Roni

PÄÄOMARAKENTEEEN VAIKUTUS YRITYKSEN MENESTYKSEEN

Kandidaatin tutkielma

Kauppätieteet

Huhtikuu 2023

SISÄLLYS

1	JOHDANTO	3
2	YRITYKSEN RAHOITUKSEN LÄHTEET	5
2.1	Oma pääoma	5
2.2	Vieras pääoma	6
2.3	Välirahoitus	7
3	PÄÄOMARAKENNETEORIAM	8
3.1	Modigliani-Miller irrelevanttiusteoreema	8
3.2	Kompromissiteoria.....	11
3.3	Päämies-agentti-ongelma.....	12
3.4	Nokkimisjärjestysteoria.....	14
3.5	Markkinoiden ajoitusteoria.....	16
4	PÄÄOMARAKENTEeseen VAIKUTTAVAT TEKIJÄT	18
4.1	Yrityskoko.....	18
4.2	Kannattavuus.....	18
4.3	Toimiala	19
4.4	Makrotalous.....	20
5	TUTKIMUSTULOKSIA	22
6	YHTEENVETO	25
	LÄHTEET	27

1 JOHDANTO

Pääomarakennetta on tutkittu jo yli 70 vuotta, ja se on edelleen tärkeä ja ajankohtainen tutkimuskohde yritysrahoituksen tutkijoiden piirissä. Aihetta alettiin tutkimaan enenevässä määrin vuoden 1958 jälkeen, kun Modigliani ja Miller julkaisivat yrityksen pääomarakenteen merkityksettömyyttä koskevan teoreemansa. Pääomarakenne on yhdistelmä omaa ja vierasta pääomaa, jolla yritys rahoittaa varallisuutensa, operaationsa ja tulevaisuuden liiketoimintansa kasvun. Yrityksen pääomarakennetta koskevilla päätöksillä eli rahoituspäätöksillä on merkittävä vaikutus yritysarvoon ja siten osakkeenomistajien varallisuuteen (Baker & Martin, 2011). Tämä on keskeistä, sillä voiton tuottaminen osakkeenomistajille on osakeyhtiön toiminnan tarkoitus. Aborin (2005) mukaan rahoituspäätöksien ydintavoite on muodostaa pääomarakenne siten, että se maksimoi yritysarvon.

Pääomarakenneteoriaa ymmärtääkseen on tärkeää tuntea taloushistoriaa, joka on vaikuttanut yritysten päätöksiin koskien pääomarakennetta. Talousympäristö on kokenut suuria muutoksia Modiglianin ja Millerin teoreeman julkaisupäivästä tähän vuoteen. Globalisaatio, teknologian kehitys ja finanssikriisit ovat vaikuttaneet yritysten toimintaympäristöön ja rahoituspäätöksiin. Globalisaatio on esimerkiksi mahdollistanut yrityksille rahoituksen hankkimisen ulkomailta, mikä on parantanut mahdollisuuksia liiketoiminnan kasvattamiseen. Toisaalta kilpailu yritysten välillä on kiristynyt, sillä pääomat sijoitetaan globaaleilla pääomamarkkinoilla sinne, missä niille saa parasta tuottoa. Teknologian kehitys on mahdollistanut esimerkiksi täysin uusien rahoitusmuotojen synnyn kuten joukkorahoituksen ja kryptovaluutat. Vuonna 2008 alkanut finanssikriisi on johtanut muun muassa pankkien lainanannon ja rahoitusehtojen kiristymiseen. 2010-luvun erittäin matala korkotaso johti yritysten velkaantuneisuusasteiden kasvuun vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen ollessa edullista, mutta vuonna 2022 alkanut korkotason nousu on nostanut merkittävästi yritysten rahoituskustannuksia. Talousympäristön muutoksilla on suuri vaikutus yrityksen rahoituspäätöksiin ja sitä kautta pääomarakenteisiin (Canarella, Nourayi & Sullivan, 2014, s. 382). Makrotalouden yhteyttä pääomarakenteeseen tullaan käsittelemään enemmän tutkielman luvussa neljä.

Tutkielma toteutetaan kirjallisuuskatsauksena. Tutkimuskirjallisuus painottuu pitkälti Yhdysvaltoihin, josta pääomarakennetutkimus on saanut alkunsa, ja jossa on tehty merkittävimmät pääomarakennetta käsittelevät tutkimukset. Suuryritykset korostuvat myös tutkielmassa, koska merkittävimmät tutkimukset on kohdistettu suuryrityksiin. Tutkielmaan monipuolisuutta kuitenkin tuodaan esittämällä ajankohtaisia tutkimustuloksia esimerkiksi Euroopan pk-sektorilta (Li, Niskanen & Niskanen, 2019).

Tutkielman rakenne on seuraava: luvussa kaksi esitetään tiiviisti pääomarakenteen sisältö eli rahoituksen lähteet, joita ovat oma pääoma, vieras pääoma sekä välirahoitus. Tutkielman luvussa kolme esitetään keskeisimmät pääomarakenneteoriat. Pääomarakenneteorioiden esittely aloitetaan kuuluisasta Millerin ja Modiglianin vuonna 1958 esittelemästä irrelevanttiusteoreemasta, jonka mukaan täydellisessä pääomamarkkinaympäristössä yrityksen pääomarakenteella ei ole merkitystä yritysarvon kannalta. Teoreeman innoittamana on syntynyt useita muita pääomarakenneteorioita, joista esitetään tässä tutkielmassa kompromissiteoria, päämies-agentti-ongelma, pecking order –teoria sekä markkinoiden ajoitusteoria. Nämä teoriat ovat saavuttaneet asemansa johtavina pääomarakenneteorioina (Frank & Goyal, 2009). Luvussa neljä esitetään neljä pääomarakenteeseen vaikuttavaa tekijää: yrityskoko, kannattavuus, toimiala ja makrotalous. Luvussa viisi kootaan tutkimustuloksia pääomarakenteen vaikutuksesta yrityksen menestykseen esitettyjen pääomarakenneteorioiden ja pääomarakenteeseen vaikuttavien tekijöiden näkökulmasta. Luvussa kuusi tiivistetään tutkielman opit ja vastataan tutkimuskysymykseen.

Tutkielman tavoitteena on antaa lukijalle selkeä ymmärrys yrityksen rahoituksen lähteistä, keskeisimmistä pääomarakenneteorioista, pääomarakenteeseen vaikuttavista tekijöistä, ja lopulta antaa kiteytys tutkielmaan vastaamalla tutkimuskysymykseen: Mitä vaikutusta pääomarakenteella on yrityksen menestykseen?

2 YRITYKSEN RAHOITUKSEN LÄHTEET

Yrityksen taseen vastattavaa –puolella on listaus yrityksen pääomista, eli rahoituksen lähteistä tilinpäätöshetkellä. Tätä kokonaisuutta kutsutaan pääomarakenteeksi tai rahoitusrakenteeksi, joka koostuu omasta ja vieraasta pääomasta. Yritykset käyttävät molempia rahoitusmuotoja liiketoimintansa rahoittamiseen, mutta näiden kahden välillä on paljon eroavaisuuksia. Rahoitusmuotojen erot voidaan tiivistää taulukon 1 osoittamalla tavalla.

Taulukko 1. Oman- ja vieraan pääoman pääpiirteet (mukailen Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 33)

	Oma pääoma	Vieras pääoma
Etuoikeusasema konkurssissa	Maksetaan viimeisenä	Ennen omaa pääomaa
Velvollisuus maksaa tuottoa	Ei	Sopimusoikeudellinen velvollisuus
Tuotto ja riski	Korkea riski ja korkea tuotto	Pieni riski ja pieni tuotto
Äänioikeus	Kyllä	Ei
Pääoman palautus	Yleensä ei	Takaisinmaksu lainsopimuksen mukaan

2.1 Oma pääoma

Omalla pääomalla tarkoitetaan pääoman sijoittamista yhtiöön ennalta määräämättömäksi ajaksi. Yritykseen omaa pääomaa sijoittava henkilö saa vastineeksi yrityksen osakkeita, oikeuden osuuteen yrityksen tehdystä tuloksesta ja äänioikeuden yhtiökokouksessa (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 33). Osakkeilla käydään kauppaa osakemarkkinoilla eli osakkeet ovat jälkimarkkinakelpoisia.

Omavaraisuusaste on tärkeä yrityksen taloudellista tilannetta kuvaava mittari, joka saadaan jakamalla oma pääoma taseen loppusummalla (Kallunki, 2014). Korkea omavaraisuusaste on terveen yrityksen merkki, sillä se lisää yrityksen rahoituksellista

joustavuutta, ja pienentää yrityksen rahoitusriskiä. Omavaraisuusasteelle voidaan antaa seuraavanlaisia ohjearvoja (Heikinmatti ym. 2017):

yli 40 % hyvä

20 – 40 % tyydyttävä

alle 20 % heikko

Nämä ovat kuitenkin vain yleisiä ohjearvoja, eivätkä ne ota huomioon esimerkiksi yrityksen kokoa, kannattavuutta tai toimialaa. Näitä pääomarakenteeseen vaikuttavia tekijöitä käsitellään tutkielman luvussa neljä.

Omaa pääomaa yritys voi kerryttää kolmella eri tavalla, joista ensimmäinen on omistajien oman pääoman sijoittaminen yritykseen. Tämä tapahtuu osakeannilla, jossa yritys myy osan omistuksestaan ja saa vastineeksi uutta pääomaa, jota se voi käyttää investointeihin, kasvuun tai velkojen maksamiseen. Toiseksi oma pääoma kasvaa kun yritys tekee voittoa, ja osingonjaon sijaan se jättää voitot yritykseen. Kolmas keino oman pääoman kasvattamiselle on saada tuottoa yrityksen omaisuuden arvonnoususta. (Salmi, 2020).

2.2 Vieras pääoma

Vieras pääoma on velkarahaa ja siihen liittyy aina takaisinmaksuvelvollisuus. Vierasta pääomaa sijoitetaan yritykseen ennalta määräytyksi ajaksi. Vieraalle pääomalle sovitaan yleensä lainasumman takaisinmaksun lisäksi maksettavaksi korvausta laina-ajalta. Tätä korvausta kutsutaan koroksi (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 33).

Vieraan pääoman määrää suhteessa oman pääoman määrään kutsutaan velkaantumisasteeksi (engl. debt-to-equity ratio). Yrityksen velkaantumisasteen kasvaessa myös sen liiketoiminnan riski kasvaa korkokustannusten noustessa. Liiketoiminnan riskin kasvu on hinta siitä vipuvaikutuksesta, jonka vieras pääoma tuo yritykselle. Vipuvaikutus tarkoittaa oman pääoman tuoton kasvattamista vieraalla

pääomalla, mikä toteutuu liiketoiminnasta saatujen tuottojen ylittäessä vieraan pääoman kustannukset (Kallunki, 2014, s. 116).

Vieras pääoma on yleensä halvempaa kuin oman pääoman ehtoinen rahoitus. Tämä johtuu siitä, että velkojat vaativat matalampaa tuottoa kuin osakkeenomistajat. Vieraan pääoman sijoituksessa on omaan pääomaan verrattuna vähemmän riskiä, minkä takia tuottovaatimus on myös pienempi. Yleisimpiä tapoja, joilla yritykset rahoittavat toimintaansa vieraan pääoman avulla, ovat joukkovelkakirjalainat ja pankkilainat. Joukkovelkakirjalainat ovat velkakirjoja, jotka myydään sijoittajille, kun taas pankkilainat ovat lainoja, jotka myönnetään pankista. Joukkovelkakirjoja on sekä jälkimarkkinakelpoisia, että -kelvottomia (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 89). Pankkilainat ovat puolestaan aina jälkimarkkinakelvottomia.

2.3 Välirahoitus

Toimintansa rahoittamiseen yrityksellä on oman ja vieraan pääoman lisäksi vaihtoehtona välirahoitus, joka sisältää piirteitä sekä omasta, että vieraasta pääomasta. Välirahoitus on esimerkiksi monelle kasvuyritykselle hyvä vaihtoehto rahoituksen hankkimiseen räätälöidyin ehdoin. Välirahoitus ei kirjanpidollisesti ole tunnettu käsite vaan se luokitellaan joko omaksi tai yleisemmin vieraaksi pääomaksi. Välirahoituksen muotoja ovat esimerkiksi optiolaina, vaihtovelkakirjalaina ja pääomalaina, joka on yleisin välirahoituksen muoto.

Optiolaina antaa sijoittajalle osto-option eli mahdollisuuden ostaa yrityksen osakkeita ennalta määrättyyn hintaan. Optiolaina maksetaan takaisin yhdessä erässä laina-ajan lopussa, ja sillä on tavallisesti huomattavasti markkinakorkoja alhaisempi korko. Tätä kompensoi se, että sijoittajalla on osto-option ansiosta mahdollisuus hyötyä osakkeen arvonnoususta. Vaihtovelkakirjalainassa sijoittajalla on osto-option sijaan oikeus vaihtaa velkakirjansa osakkeisiin. Yleisin välirahoituksen muoto pääomalaina, jossa pääomaa saa palauttaa ja korkoa maksaa vain siltä osin kuin yhtiön vapaan pääoman ja kaikkien pääomalainojen määrä maksuhetkellä ylittää yhtiön viimeksi päättyneeltä tilikaudelta vahvistettavan tappion määrän (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 42-43)

3 PÄÄOMARAKENNETEORIAM

Seuraavaksi tutkielmassa tullaan käsittelemään tunnetuimpia pääomarakenneteorioita, jotka pyrkivät selittämään yritysjohton tekemiä päätöksiä oman ja vieraan pääoman rahoituksen välillä. Keskeisin seikka, jota yritysjohto joutuu rahoituspäätöksissään miettimään, on päätöksien vaikutukset yritysarvoon (Berk, DeMarzo & Harford, 2015, s. 512). Mainitsemisen arvoista on se, että tutkielmassa ei jatkossa käsitellä välirahoitusta, koska se kirjanpidollisesti luokituu aina joko omaan tai vieraan pääomaan.

Pääomarakenneteorioiden käsittely aloitetaan Modiglianin ja Millerin (jatkossa myös M&M) vuonna 1958 esittelemästä irrelevanttiusteoreemasta, joka oli ensimmäinen merkittävä pääomarakennetta käsittelevä tutkimus. Ironisesti M&M:n tutkimus oli lähtölaukaus pääomarakennetutkimuksen suurelle kasvulle, vaikka he itse tutkimuksessaan totesivat pääomarakenteen olevan merkityksetön, ja ettei siihen tarvitsisi kiinnittää huomiota (Stiglitz, 1988). Irrelevanttiusteoreema on yleisesti hyväksytty paradigma taloustieteen saralla, ja sen oppeja on hyödynnetty yritysrahoituksen lisäksi muun muassa veropolitiikassa, kansainvälisessä rahoituksessa ja pankkitoiminnassa (Miller, 1988). M&M:n työ on toiminut pohjana myöhemmin ilmestyneille pääomarakenneteorioille, joista käsitellään tässä tutkielmassa kompromissiteoria, nokkimisjärjestysteoria, päämies-agentti-ongelma sekä markkinoiden ajoitusteoria.

3.1 Modigliani-Miller irrelevanttiusteoreema

M&M:n irrelevanttiusteoreeman mukaan täydellisessä pääomamarkkinaympäristössä yritysarvo on riippumaton rahoitusrakenteesta (Modigliani & Miller, 1958). M&M osoittivat, että yritys ei siis omilla rahoituspäätöksillään pysty vaikuttamaan yritysarvoonsa. Täydellisten pääomamarkkinoiden olettamukseen kuuluu talouden verottomuus, informaation vapaa ja viiveetön saatavuus, riskitön ja rajaton lainanottomahdollisuus sekä yrityksen investointikohteiden riippumattomuus rahoitusrakenteesta (Niskanen & Niskanen, 2013, s. 270). Täydellisten pääomamarkkinoiden toteutuessa irrelevanttiusteoreeman mukaan:

Väite I, ilman veroja

$$V_L = E + D = V_U \quad (1)$$

missä V_L on velallisen yrityksen arvo

E on oma pääoma

D on vieras pääoma ja

V_U on velattoman yrityksen arvo

Todistetaan kaava (1). Esimerkkiyrityksen velaton arvo on 300 000€. Osakkeiden lukumäärä on 50 000, ja osakkeen hinta 6€. Yritys muuttaa pääomarakennettaan ottamalla 120 000€ lainaa ja käyttämällä sen omien osakkeiden hankintaan. Omien osakkeiden hankintamäärä on lainan määrä jaettuna osakkeen hinnalla: $120\,000\text{€} / 6\text{€} = 20\,000$ osaketta. Jäljelle jää 30 000 osaketta. Osakkeen hinta pysyy vakiona 6€. Taulukosta 2 havaitaan, että yrityksen arvo pysyy samana pääomarakennemuutoksen jälkeen.

Taulukko 2. M&M irrelevanttiusteoreeman todistus (mukaillen Sobczak, 2018).

Velaton yritys V^U		Velallinen yritys V^L	
Vastaavaa	Vastattavaa	Vastaavaa	Vastattavaa
	<u>Oma pääoma</u>		<u>Oma pääoma</u>
	300000		180000
	(50 000 osaketta)		(30 000 osaketta)
	<u>Vieras pääoma</u>		<u>Vieras pääoma</u>
	0		120000
<u>Yhteensä</u>	<u>Yhteensä</u>	<u>Yhteensä</u>	<u>Yhteensä</u>
300000	300000	300000	300000

Kaavasta (1) ja sen todistuksesta nähdään, että yrityksen arvo pysyy samana riippumatta siitä, onko yritys rahoitettu omalla tai vieraalla pääomalla, tai niitä yhdistämällä. M&M totesivat, että pääomarakenteen sijaan yrityksen arvon määrittäjiä ovat sen tuloksentekeyky ja riskisyys (Adrienn, 2014). Pääomarakenteen merkityksettömyyttä M&M perustelivat kotitekoisella velkaantuneisuudella (homemade leverage), joka tarkoittaa yksityissijoittajien oman velkavivun säätelyä kompensoidakseen yrityksen velkaantuneisuutta. Tämän mahdollistaa oletus täydellisistä pääomamarkkinoista, jossa yksityissijoittajilla ja yrityksillä on yhtäläinen pääsy rahoitusmarkkinoille, eli molemmat saavat lainaa samoilla ehdoilla (Berk ym., 2015). Oletus tarkoittaa myös sitä, että kaikki sijoittajat ovat rationaalisia ja toimivat taloudellisen hyödyn maksimoimiseksi.

Vuonna 1963 M&M lisäsivät irrelevanttiusteoreemaansa mukaan verojen vaikutukset. Yritysverojen verovähennyskelpoisuuden ansiosta optimaaliseksi pääomarakenteeksi muodostui sataprosenttinen velkarahoitus (Adrienn, 2014, s. 915). Väite I verot huomioiden voidaan kirjoittaa seuraavasti:

Väite I, verot huomioiden

$$V_L = V_U + PV_{ITS} \quad (2)$$

missä V_L on velallisen yrityksen arvo,

V_U on velattoman yrityksen arvo ja

PV_{ITS} on verohyödyn nykyarvo (present value of interest tax shield)

Kaavassa (2) verohyödyn nykyarvo on sitä korkeampi, mitä suurempi velkaantumisaste yrityksellä on. Kun väite I:een otettiin mukaan yrityksen kohtaamat verohyödyt, päästiin askel lähemmäs sitä kokonaisuutta, joka vaikuttaa yrityksen pääomarakenteeseen. Kaavan (2) perusteella optimaalisen pääomarakenteen omaava yritys on rahoitettu kokonaan velalla. Todellisuudessa yritys kohtaa velkaantuneisuuden myötä muun muassa korko- ja konkurssikustannuksia.

Seuraavaksi tutkielmassa käsitellään pääomarakenneteorioista kompromissiteoria, joka jatkaa M&M:n pohjatyötä ottamalla mainitut velkaantumisen kustannukset huomioon.

3.2 Kompromissiteoria

Kompromissiteorian (engl. trade-off theory) kehittäjät Kraus ja Litzenberger (1973) jatkoivat pääomarakennetutkimusta M&M irrelevanttiusteoreeman pohjalta, ja pyrkivät selittämään, miten optimaalinen pääomarakenne muodostetaan. Pelkkä velan tuoma verohyöty huomioiden, yritys maksimoisi arvonsa rahoittamalla toimintansa pelkällä velalla, mutta kasvava velkaantuneisuus kuitenkin lisää yrityksen odotettuja konkurssikustannuksia. Kraus ja Litzenberger osoittivat, että optimaalinen pääomarakenne syntyy yhdistämällä sekä omaa, että vierasta pääomaa. Alla esitetty yhtälö osoittaa, että yrityksen arvon maksimoimiseksi velan määrää tulee kasvattaa niin pitkään, kunnes velan kustannukset ylittävät velasta saadut verohyödyt.

$$V_L = V_U + PV(\text{Interest Tax Shield}) - PV(\text{Financial Distress Costs}) \quad (3)$$

missä V_L on velallisen yrityksen arvo,

V_U on velattoman yrityksen arvo,

$PV(\text{Interest Tax Shield})$ on verohyötyjen nykyarvo ja

$PV(\text{Financial Distress Costs})$ on velan kustannusten nykyarvo

Verohyödyn mahdollistaa lainan korkojen verovähennyskelpoisuus, jonka ansiosta yritys maksettavaksi tuleva veron määrä pienenee. Frank ja Goyal (2009) korostavat verohyötyjen kasvavan korkotason noustessa. Tämän takia kompromissiteorian mukaan mitä korkeampi veroaste on, sitä enemmän yrityksen tulisi käyttää vieraan pääoman ehtoista rahoitusta.

Kompromissiteorian mukaan yrityksillä on tietty tavoite velkaantuneisuusasteelle, jotta pääomarakenne olisi optimaalinen yrityksen tuottojen ja yritysarvon maksimoimiseksi. Velkaantumistavoitteet ovat tärkeämpiä suuryrityksille, joilla velan aiheuttamat kustannukset ovat pienempiä ja mahdolliset verohyödyt suurempia (Graham & Harvey, 2001).

3.3 Päämies-agentti-ongelma

Yllä esitetyissä kompromissi- ja nokkimisjärjestysteorioissa oletuksena oli, että yrityksen sidosryhmien väliset intressit ovat täydellisesti linjassa, ja että yritysjohton investointipäätökset ajavat osakkeenomistajien etua. Todellisuudessa tämä oletus ei kuitenkaan toteudu. (Myers, 2001 s. 95). Päämies-agentti-ongelma on yleinen taloustieteen teoria, jolla on vaikutusta yritysten pääomarakenteisiin. Teoria on jatkoa kompromissiteorialle, sillä siinä on samat oletukset optimaalisen pääomarakenteen olemassaolosta, mutta se ottaa lisäksi huomioon agenttiongelmien mukana tuomien kustannuksien seurauksena optimaalisessa pääomarakenteessa on kompromissiteoriaan verrattuna vähemmän velkarahoitusta.

Päämies-agentti-ongelman esittelivät Jensen ja Meckling vuonna 1976. Teorian mukaan yritykset kohtaavat kahdenlaisia agenttiongelmia: yritysjohton ja osakkeenomistajien välisiä ristiriitoja sekä osakkeenomistajien ja velkojien välisiä ristiriitoja. Mainitut ristiriidat aiheuttavat yrityksissä tehottomuutta ja agenttikustannuksia. Agenttikustannuksilla tarkoitetaan mahdollisia kustannuksia, jotka aiheutuvat erilaisista tavoitteista yrityksen tärkeimpien sidosryhmien välillä (Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 22). Keskeinen tekijä päämies-agentti-ongelmassa on epäsymmetrinen informaatio yrityksen sidosryhmien välillä.

Ensimmäinen ja yleisempi agenttiongelmista on yritysjohton ja osakkeenomistajien väliset ristiriidat. Yritysjohto tekee liiketoiminnassa herkästi päätöksiä omien etujensa tavoittelemiseksi osakkeenomistajien edun kustannuksella. Yritysjohto saattaa esimerkiksi jättää kaikista tuottavimmat, mutta korkean riskin sisältävät hankkeet toteuttamatta oman työpaikan menettämisen pelossa. Tämän ristiriidan merkitys pienenee, ja osapuolten intressit yhtenevät mitä enemmän yritysjohdolla on omistusta

edustamastaan yhtiöstä (Harris & Raviv, 1991, s. 300-301). Yritysjohdon ja osakkeenomistajien välistä intressiristiriitaa lieventämään voidaan käyttää tulospalkkioita, optioita tai muita osakekurssin kehitykseen sidottuja palkkioita. Näiden kannustinkeinojen on tarkoitus korottaa yritysjohdon riskinottohalukkuutta ja saada yritysjohto tavoittelemaan osakekurssin maksimointia (Knüpfner & Puttonen, 2018, s. 26).

Toinen agenttiongelmista on osakkeenomistajien ja velkojien väliset ristiriidat, joissa oletuksina on konkurssiriskin olemassaolo ja yritysjohdon päätöksenteko osakkeenomistajien etua ajaen. Agenttiongelmia perustuu osakkeenomistajien ja velkojien erisuuruisiin riskinottohalukkuuksiin. Velkojat eivät lainanannon jälkeen hyödy siitä, että liiketoiminnassa otetaan korkeampaa riskiä ja tavoitellaan korkeampia tuottoja. Osakkeenomistajat sen sijaan hyötyvät riskinotosta osakekurssin mahdollisen nousun myötä (Knüpfner & Puttonen, 2018 s. 24-25).

Tutkimuksissa on havaittu neljä tapaa, joilla yritysjohto voi siirtää etua osakkeenomistajille velkojien kustannuksella.

1. Yritysjohdon riskisempien projektien aloittaminen ja riskisempiin omaisuusluokkiin sijoittaminen tuo osakkeenomistajille lisäarvoa velkojien kustannuksella (Myers, 2001, s. 96).
2. Vesitysongelma: Yritys voi ottaa lisää velkaa ja maksaa osinkoja osakkeenomistajille, jolloin velkakirjojen arvo laskee, mutta osinkotuotto ylittää osakkeiden arvonlaskusta aiheutuneen tappion (Myers, 2001, s. 97).
3. Ali-investointiongelmia, jossa yritys sivuuttaa positiivisen nettonykyarvon omaavia investointeja (Berk ym., 2015).
4. Yritysjohto salaa ongelmia, jotta velkojat eivät hae konkurssia. Tämä lisää vieraan pääoman riskisyyttä, ja velkojat kärsivät (Myers, 2001, s. 97).

3.4 Nokkimisjärjestysteoria

Nokkimisjärjestysteoria keskittyy epäsymmetriseen informaatioon, jota esiintyy yritysjohdon ja sijoittajien välillä. Epäsymmetrinen informaatio tarkoittaa tässä yhteydessä sitä, että yritysjohdolla on enemmän tietoa yrityksen tulevaisuudesta ja riskeistä kuin sijoittajilla (Adrienn, 2014. s. 917). Nokkimisjärjestysteoria eroaa kompromissiteoriasta siinä, että se ei pyri selittämään optimaalista pääomarakennetta, vaan painottaa yritysten rahoitusmuotojen ensisijaisjärjestystä (Luigi & Sorin, 2009, s. 318).

Epäsymmetrinen informaatio on nokkimisjärjestysteorian mukaan tiedossa sekä sijoittajien, että yritysjohdon keskuudessa. Esimerkiksi yrityksen laskiessa liikkeelle riskipitoista joukkovelkakirjalainaa, sijoittajat hinnoittelevat tämän arvopaperin hintaan alennuksena, koska he ovat tietoisia epäsymmetrisestä informaatiosta. Tämän ilmiön takia yritysjohto suosii nokkimisjärjestysteorian mukaan ensisijaisesti sisäistä rahoitusta toimintansa rahoittamiseen (González & González, 2012). Epäsymmetrinen informaatio antaa yritysjohdolle mahdollisuuden tehdä voittoa myymällä osakettaan sen ollessa yliarvostettu, ja tekemällä uuden osakeannin osakkeen ollessa aliarvostettu (Myers & Majluf, 1983).

Nokkimisjärjestysteorian kehittäjät Myers ja Majluf (1983) listasivat yrityksen rahoitusmahdollisuudet niin sanottuun nokkimisjärjestykseen, mistä teoria onkin saanut nimensä. Heidän mukaansa nokkimisjärjestys kuvaa rahoitusmuotojen ensisijaisjärjestystä niiden riskisyyden ja edullisuuden mukaan. Järjestys on seuraavanlainen alkaen vähäriskisimmästä ja edullisimmasta rahoitusmuodosta:

1. Sisäinen rahoitus (omat kassavirrat)
2. Ulkoinen rahoitus vieraalla pääomalla
3. Ulkoinen rahoitus omalla pääomalla (osakeanti)

Sisäisen rahoituksen Myers ja Majluf toteavat olevan kaikista riskittömin vaihtoehto, sillä se ei vaadi informaation jakamista sijoittajille. Sisäiseen rahoitukseen ei myöskään liity arvostusongelmaa eli riskiä siitä, että yritys laskisi liikkeelle uutta pääomaa liian alhaisella hinnalla. Tämän takia yrityksen tulisi käyttää toimintansa rahoittamiseen ensisijaisesti sisäistä rahoitusta, ja ulkoista rahoitusta tulisi hyödyntää vain jos sisäinen rahoitus ei ole riittävä tyydyttämään rahoitustarpeita (Myers, 2001, s. 92-93). Myers ja Majluf (1983) toteavat suurten kassavarojen olevan erittäin tärkeä asia yrityksille, jotta niiden ei tarvitsisi turvautua ulkoiseen rahoitukseen.

Nokkimisjärjestyksessä toisena on vieras pääoma ja viimeisenä osakeanti. Nokkimisjärjestysteorian mukaan vieras pääoma on osakeantia edullisempi ja vähäriskisempi rahoitusmuoto kahdesta syystä. Ensimmäinen näistä on niin sanottu signaalivaikutus. Epäsymmetrisen informaation vallitessa yritysjohton rahoituspäätökset antavat signaaleja markkinoille yrityksen taloudellisesta tilasta. Siinä missä uusi osakeanti signaloi osakkeen yliarvostuksesta, vieraan pääoman rahoitus antaa sijoittajille kuvan yrityksen luottamuksesta sen tulevaisuuden kassavirtoihin ja kykyyn maksaa velkansa takaisin. Osakeannilla on signaalivaikutuksen seurauksena laskeva vaikutus osakkeen ja yrityksen arvoon. Matalariskinen lainarahoitus ei sen sijaan johda osakkeen hinnan laskuun (Myers & Majluf, 1983, s. 47). Toinen syy on oman pääoman korkeammissa kustannuksissa. Sijoittajat vaativat sijoittamalleen pääomalle korkeampaa tuottoa kuin velkojat. Lisäksi osakeannin korkeat transaktiokustannukset tekevät siitä yritykselle kalliin rahoitusmuodon (Myers, 1984).

Nokkimisjärjestysteoriaa ei tulisi sokeasti noudattaa, sillä rahoituspäätöksien taustalla on epäsymmetrisen informaation lisäksi paljon muitakin vaikuttavia tekijöitä, ja jokaisen yrityksen taloudellinen tilanne on uniikki. Pääosin tai kokonaan sisäisen rahoitukseen nojaaminen sivuuttaa kompromissiteoriassa esille tuodut velkaantumisesta saavutetut verohyödyt. Toisaalta erittäin korkean velkaantuneisuusasteen omaava yritys saattaa ulkoisessa rahoituksessa suosia osakeantia, koska liiallisella velkaantumisella velan kustannukset voivat nousta liian suuriksi, mistä voi seurata konkurssi.

Nokkimisjärjestysteoria on saanut kritiikkiä siitä, että pääomarakenteeseen vaikuttavat monet muutkin tekijät kuin pelkkä yrityksen kassavirrat ja rahoitustarve. Nokkimisjärjestysteoria ei ota huomioon esimerkiksi yrityksen toimialaa ja sen keskimääräistä velkaantumista (González & González, 2012). Kritiikkiä teoria on saanut myös siitä, että se jättää oman pääoman ehtoisen rahoituksen ensisijaisjärjestyksessä viimeiseksi, vaikka todellisuudessa yritykset laskevat liikkeelle ja takaisinostavat osakkeitaan todella usein (Fama & French, 2005, s. 579)

3.5 Markkinoiden ajoitusteoria

Markkinoiden ajoitusteoria on osa käyttäytymistieteellistä yritysrahoitusta. Sen mukaan yrityksen rahoituspäätökset riippuvat vallitsevasta taloustilanteesta. Päätös oman tai vieraan pääoman rahoituksen välillä perustuu siihen, kumpi vaihtoehto näyttää päätöshetkellä suotuisammalta (Frank & Goyal, 2009, s. 6-7). Teoria pyrkii selittämään, miksi yritykset valitsevat tiettyinä aikoina vieraan pääoman rahoituksen, ja toisina aikoina oman pääoman rahoituksen. Teoria ei tunnista optimaalista pääomarakennetta. Sen sijaan teorian mukaan pääomarakenne koostuu yrityksen yli ajan tehdyistä rahoituspäätöksistä, joissa on pyritty ajoittamaan markkinaa (Luigi & Sorin, 2009, s. 319).

Päätökset oman ja vieraan pääoman välillä eivät ole ainoa tapa ajoittaa markkinaa, vaan yritykset myös pyrkivät tekemään voittoa osakkeen väärinhinnoittelusta. Käytännössä yritykset laskevat liikkeelle uutta osakepääomaa osakkeen ollessa kallis, ja ostavat omia osakkeitaan takaisin osakkeen ollessa halpa (Baker & Wurgler, 2002, s. 2). Grahamin ja Harveyn (2001, s. 216) sekä Bravin ym. (2005, s. 496) tutkimustulokset antavat vahvaa näyttöä siitä, että osakkeen arvostustaso on erittäin tärkeä tekijä osakkeiden myynti- ja takaisinostopäätöksissä.

Kompromissiteoriaa ja markkinoiden ajoitusteoriaa vertailtaessa yritysjohton reagointi osakekurssin liikkeeseen on teorioiden välillä päinvastainen. Ajoitusteorian mukaan yritysjohto reagoi osakekurssin nousuun laskemalla liikkeelle osakkeitaan hyötyäkseen osakkeen arvonnoususta. Kompromissiteorian mukaan osakekurssin nousuun tulisi reagoida ostamalla omia osakkeita takaisin, jotta optimaalinen

velkaantuneisuusaste säilyy. Osakekurssin laskiessa reaktiot ovat päinvastaisia (Luigi & Sorin, 2009).

4 PÄÄOMARAKENTEeseen VAIKUTTAVAT TEKIJÄT

On olemassa paljon muuttujia, joilla on vaikutusta yrityksen pääomarakenteeseen. Tutkielman monipuolisuuden takaamiseksi käsittelyyn on valittu kaksi yrityksen sisäistä tekijää: yrityskoko ja kannattavuus, sekä kaksi yrityksen ulkopuolista tekijää: toimiala ja makrotalous. Neljä mainittua tekijää myös Frank & Goyal (2009) listaavat merkittävimpien pääomarakenteeseen vaikuttavien tekijöiden joukkoon.

4.1 Yrityskoko

Tutkimuksissa on yleisesti havaittu, että yrityskoko on erittäin merkittävä yritysten pääomarakennetta selittävä tekijä. Yrityskoon ja velkaantuneisuuden välillä on tutkimuksissa havaittu positiivinen korrelaatio. Yrityskoon ja velkaantuneisuuden positiivista korrelaatiota selittää konkurssiriskin pieneminen yrityksen koon kasvaessa. Konkurssiriskiä pienentää suuryritysten hajautetumpi ja siten vähäriskisempi liiketoimintamalli (Titman & Roberto, 1988, s. 6). Lisäksi korkea velkaantuneisuus on tavallisempaa suurilla yrityksillä, sillä niillä on yleensä pienemmät agenttikustannukset verrattuna pieniin yrityksiin. (Frank & Goyal, 2009, s. 7).

Kuitenkin on myös poikkeavia tutkimustuloksia, joissa yrityskoko ei näytä olevan selittävässä roolissa velkaantuneisuuden suhteen. Esimerkiksi Saksassa suuryritykset ovat selvästi vähemmän velkaantuneita pieniin yrityksiin verrattuna (Rajan & Zingales, 1995, s. 1457). Lisäksi Ozkanin (2001, s. 193) mukaan ei ole vahvoja todisteita siitä, että yrityksen koko ja velkaantuneisuus korreloivat keskenään merkittävästi.

4.2 Kannattavuus

Yrityksen kannattavuus eli tuloksetekokyky on jatkuvan liiketoiminnan perusedellytys, jota mitataan sekä absoluuttisesti, että suhteellisesti. Absoluuttinen kannattavuus on tuottojen ja kulujen erotus eli voitto, ja suhteellinen kannattavuus kuvaa voiton suhdetta liikevaihtoon tai yritykseen sijoitettuun pääomaan nähden.

Suhteellinen kannattavuus on näistä selvästi käytetympi kannattavuuden mittaustapana vertailukelpoisuuden ansiosta. Keskeisimpiä suhteellisen kannattavuuden tunnuslukuja ovat muun muassa liiketulosprosentti, nettotulosprosentti ja sijoitetun pääoman tuotto prosentti (Heikinmatti ym. 2017).

Waldin (1999, s. 172) mukaan kannattavuus on kaikista merkittävin yrityksen velkaantuneisuutta selittävä tekijä. Hän löysi vahvaa näyttöä kannattavuuden ja velkaantuneisuuden väliselle negatiiviselle korrelaatiolle G5-maissa. Yhdysvalloissa tehdyssä tutkimuksessa (Rajan & Zingales, 1995, s. 1458) pienissä yrityksissä kannattavuuden kasvu johtaa velkaantumisen pienenemiseen neljä kertaa voimakkaammin kuin suuryrityksissä. Toisin sanoen, mitä suuremmasta yrityksestä on kyse, sitä pienempi korrelaatio kannattavuudella ja velkaantuneisuudella on.

Korkeasti kannattavien yritysten tulisi kompromissiteorian mukaan kasvattaa velkaantuneisuuttaan verohyötyjen saavuttamiseksi, mutta todellisuudessa suurimmat ja kannattavimmat yritykset ovat vähiten velkaantuneita (Myers, 2001 s. 89). Mitä paremmin yritys pystyy rahoittamaan toimintaansa omalla kassavirralla, sitä vähemmän sen tarvitsee ottaa velkaa ja pääomarakenteessa sisäisen tulorahoituksen osuus kasvaa (Titman & Roberto, 1988, s. 6-8).

4.3 Toimiala

Keskimääräiset velkaantuneisuusasteet vaihtelevat suuresti eri toimialojen välillä. Toimialan pääomaintensiivisyys on merkittävä tekijä alan velkaantuneisuudessa. Paljon pääomaa ja investointeja vaativilla toimialoilla kuten raskaassa teollisuudessa korkean lainamäärän ottaminen on usein välttämätöntä liiketoiminnan käynnistämiseksi ja sen ylläpitämiseksi. Toisaalta paljon kiinteää omaisuutta omistavat yritykset kuten teollisuusyritykset ottavat helpommin lainaa, koska konkurssitilanteessa niillä on jotain mitä myydä (Berk ym., 2015). Myös Faulkenderin ja Petersenin (2006) mukaan suuri aineellinen omaisuus korreloi vahvasti korkean velkaantuneisuuden kanssa.

Myersin (1984) mukaan keskimääräiset velkaantumisasteet vaihtelevat toimialoittain, koska omaisuuden riski, omaisuuden tyyppi ja ulkopuolisten varojen tarve vaihtelevat myös toimialoittain. Pitkän aikavälin toimialan keskiarvo ei kuitenkaan Myersin mukaan ole merkityksellinen tavoite yksittäisille yrityksille kyseisellä toimialalla. Myöhemmin Fama ja French (2002) totesivat yritysten velkaantuneisuusasteiden hakeutuvan kohti toimialan keskiarvoa. Myös Frank ja Goyal (2009) uskovat toimialan keskimääräisen velkaantuneisuuden olevan erittäin merkittävä tekijä yritysten pääomarakennetta koskevissa päätöksissä. Saman toimialan yritysten yhteneväisiä rahoituspäätöksiä selittää myös yhteinen toimintaympäristö, jossa yritykset tarjoavat samantyyppisiä hyödykkeitä, käyttävät samaa teknologiaa, kilpailevat toisiaan vastaan ja noudattavat yhteisiä regulaatiomääräyksiä.

4.4 Makrotalous

Finanssikriisiä seurannut 2010-luvun negatiivinen korkoympäristö suosi yrityksen rahoittamista vieraalla pääomalla, koska rahoitusta sai halvalla. Tämä kasvatti yritysten velkaantuneisuutta. Vuonna 2022 alkanut korkotason nousu on johtanut yritysten lainanhoitokulujen kasvuun, ja samalla vieraan pääoman ehtoisesta rahoituksesta on tullut vähemmän houkutteleva rahoitusvaihtoehto yrityksissä. Tämä yritysten käyttäytyminen tukee markkinoiden ajoitusteorian ajatusta siitä, että yritykset perustavat rahoituspäätöksensä vallitsevaan markkinatilanteeseen. Barry ym. (2008) antoivat vahvaa näyttöä siitä, että yritykset hankkivat velkarahoitusta enemmän silloin kun korkotaso on matala historiaan verrattuna. Matala korkotaso lisää kannustimia myös oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimiselle. Matalan korkotason kokonaisvaikutus on kuitenkin yritysten velkaantumisen kasvu. Canarellan ym. (2014) mukaan viimeaikaisilla finanssikriiseillä ja talousympäristön muutoksilla on ollut merkittävästi vaikutusta yrityksen rahoituspäätöksiin ja sitä kautta pääomarakenteisiin.

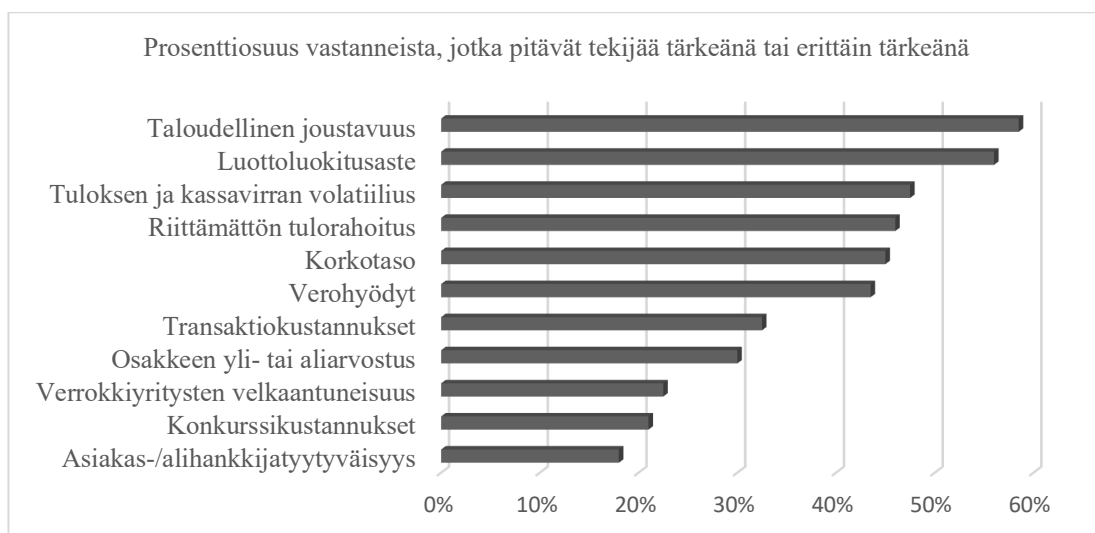
Matalan korkotason lisäksi korkeilla inflaatioennusteilla on nostattava vaikutus yritysten velkaantuneisuuteen (Frank & Goyal, 2009). Inflaatiolla on laskeva vaikutus velan reaaliarvoon, ja tällä tavalla velalliset yritykset hyötyvät inflaatiosta. Lisäksi

Taggart (1985) toteaa velkaantuneisuudesta saavutettujen verohyötyjen olevan korkeammat silloin kun inflaatio-odotukset ovat korkealla.

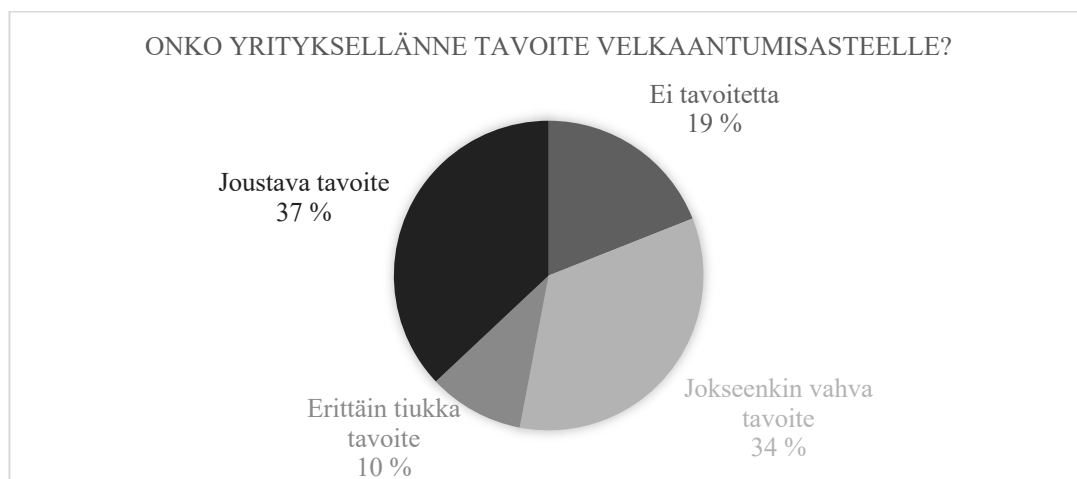
5 TUTKIMUSTULOKSIA

Graham ja Harvey (2001) tutkivat yhdysvaltalaisyriyten rahoituspäätösten motiiveja. Velkaantuneisuudesta saavutettujen verohyötyjen lisäksi he löysivät monia tärkeämpiä velanottopäätöksiin vaikuttavia tekijöitä. Kompromissiteorian toteutumista puoltaa se, että 81%:lla yrityksistä oli vähintään joustava velkaantumisastetavoite.

Taulukko 2. Kyselytutkimus yrityksen velanottopäätöksiin vaikuttavista tekijöistä. Kyselyyn vastasi 392 yhdysvaltalaisen suuryrityksen talousjohtajaa (mukailen Graham & Harvey, 2001, s. 210)



Kuvio 1: Kyselytutkimus yrityksen tavoitteista velkaantumisasteelle. Kyselyyn vastasi 392 yhdysvaltalaisen suuryrityksen talousjohtajaa (mukailen Graham & Harvey, 2001, s. 218).



Frank ja Goyal (2003) tutkivat nokkimisjärjestysteoriaa käyttäen tutkimuskohteena yhdysvaltalaisia pörssiyrityksiä aikavälillä 1971-1998. Tutkimuksen tulokset olivat ainakin nokkimisjärjestysteoriaan uskoville yllättäviä, sillä rahoitusmuodoilla ei esiintynyt selvää ensisijaisjärjestystä. Tämä johtui pitkälti siitä, että sisäinen tulo-rahoitus harvoin riitti investointitarpeiden rahoittamiseksi. Tutkimus osoitti erityisesti pienten yhtiöiden nojaavan vahvasti ulkoiseen rahoitukseen, mikä johtuu niiden rajallisesta tuloksentekevyydestä. Ulkoiseen rahoituksen kahdesta vaihtoehdosta vieras pääoma osoittautui kuitenkin omaa pääomaa yleisemmäksi rahoitusmuodoksi, mikä tukee nokkimisjärjestysteorian rahoitushierarkiaa.

Velkaantuneisuuden vaikutuksesta yrityksen menestykseen on tehty useita empiirisiä tutkimuksia. Tulokset ovat olleet hyvin ristiriitaisia, sillä jotkin tutkimukset ovat havainneet velkaantuneisuuden ja yritysarvon välillä positiivisen korrelaation (mm. Wipperfurth, 1966; Grossman & Hart, 1982; Jensen, 1986; Margaritis & Psillaki, 2010), ja toiset tutkimukset negatiivisen korrelaation (mm. Krishnan & Moyer, 1997; Abor, 2005; Soumadi & Hayajneh, 2012). Li, Niskanen ja Niskanen (2019) pyrkivät selittämään tätä ristiriitaa tutkimalla luottoriskiä osatekijänä pääomarakenteen ja pk-yritysten menestyksen välillä. He teettivät tutkimuksen kymmenessä Euroopan maassa, ja tutkimuksen tulokset osoittivat, että pk-yritysten velkaantuneisuuden ja menestyksen välinen suhde riippuu niiden luottoriskistä. Tämä tulos on samassa linjassa Grahamin ja Harveyn (2001) kyselytutkimuksen kanssa. Matalan luottoriskin pk-yrityksissä velkaantuneisuuden ja taloudellisen menestyksen välillä havaittiin selkeä negatiivinen korrelaatio. Toisin sanoen matalan luottoriskin pk-yrityksissä velkaantuneisuuden kasvaessa yrityksen taloudellinen menestys kärsii. Korkean luottoriskin pk-yrityksissä negatiivinen korrelaatio heikkenee tai kumoutuu lähes kokonaan.

Canarella ym. (2014) vertailivat kompromissi-, nokkimisjärjestys-, ja markkinoiden ajoitusteorian selityskykyä 2556 yhdysvaltalaisyrittäjien tutkimusjoukossa vuosina 1997-2010 ja havaitsivat, että yritykset toimivat rahoituspäätöksissään vahvimmin nokkimisjärjestys- ja markkinoiden ajoitusteorian mukaisesti. Kompromissiteorian selityskyky pääomarakenteelle on heidän mukaansa siis heikko. Heidän tutkimuksensa mukaan yrityksillä ei ole kompromissiteorian mukaisesti tavoitetta

velkaantuneisuusasteelle. Sen sijaan velkaantuneisuus perustuu yrityksen rahoitustarpeisiin perustuviin rahoituspäätöksiin, jotka kumuloituvat yli ajan. Velkaantuneisuus on positiivisesti yhteydessä yrityksen investointimahdollisuuksiin (González & González, 2012, s. 4753), ja tämä onkin tärkeä argumentti sen puolesta, että velalla on positiivinen vaikutus yrityksen menestykseen.

Tässä tutkielmassa käsitellyistä pääomarakenteeseen vaikuttavista tekijöistä yrityskoko, kannattavuus, toimiala ja makrotalous. Frank ja Goyal (2009, s. 26) tutkivat yhdysvaltalaisia pörssiyrityksiä aikavälillä 1950-2003 ja löysivät vahvaa näyttöä mainittujen tekijöiden vaikutuksesta pääomarakenteeseen. He kiteyttävät havaintonsa seuraavasti:

1. Yrityskoon kasvu kasvattaa velkaantuneisuutta
2. Kannattavuuden kasvu pienentää velkaantuneisuutta
3. Yritysten velkaantuneisuusasteet hakeutuvat kohti toimialan keskiarvoa
4. Korkeat inflaatio-odotukset kasvattavat yritysten velkaantuneisuutta

6 YHTEENVETO

Johdannon ja pääomarakenteen sisällön jälkeen tutkielmassa siirryttiin keskeisimpien pääomarakenneteorioiden käsittelyyn. Pääomarakenneteorioissa lähdettiin liikkeelle Modiglianin ja Millerin irrelevanttiusteoreemasta, jonka mukaan täydellisillä pääomamarkkinoilla yrityksen pääomarakenne on merkityksetön. Sen jälkeen käsittelyyn otettiin uudempia teorioita ja tutkimuksia, jotka ovat todistaneet sen, että pääomamarkkinat eivät ole täydelliset, ja että pääomarakenteella on vaikutusta muun muassa yritysarvoon ja yrityksen kannattavuuteen. Tilanteeseen voi hakea vertauskuvaa esimerkiksi painovoimasta ja ilmanvastuksesta. Tyhjiössä kaikki esineet putoavat identtisellä nopeudella kohti maapallon keskustaa, mutta todellisuudessa ilmanvastus saa osan esineistä putoamaan nopeammin kuin toiset. Samalla tavalla täydellisillä pääomamarkkinoilla yrityksen pääomarakenteella ei ole merkitystä yritysarvon kannalta. Todellisuudessa pääomamarkkinat eivät kuitenkaan ole täydelliset, ja markkinoiden epätäydellisyydet vaikuttavat yrityksen pääomarakenteeseen.

Grahamin ja Harveyn (2001) kyselytutkimus osoittaa, että yritysjohto ottaa todella monet asiat huomioon rahoituspäätöksiä tehdessään. Tässä tutkielmassa käsiteltiin niistä neljä: yrityskoko, kannattavuus, toimiala ja makrotalous. Näiden tekijöiden vaikutukset pääomarakenteeseen tiivistettiin luvun viisi lopussa. Luvussa viisi käsiteltiin muutamia tutkimustuloksia, jotka tuottivat osittain ristiriitaisia tuloksia pääomarakenneteorioiden osalta. Paras keino niiden selityskykyyn on tehdä kyselytutkimuksia ja kysyä suoraan yrityksiltä niiden rahoituspäätöskäytänteistä. Vahvinta selityskykyä näyttivät tutkimuksien perusteella saavan nokkimisjärjestys- ja markkinoiden ajoitusteoria. Pääomarakenneteorioista ei yhtä voittajaa löydy, mutta ne toimivat jokainen omalla lähestymiskulmallaan tärkeinä yrityksen pääomarakenteen selittäjinä.

Pääomarakenteeseen vaikuttavien tekijöiden osalta tutkimustulokset ovat yksiselitteisempiä. Lin, Niskasen ja Niskasen (2009) pk-yrityksiin kohdistettu tutkimus edustaa vähemmistöä aihealueen tutkimuksessa, sillä valtaosassa tutkimuksista keskitytään Yhdysvaltoihin ja suuryrityksiin. Siinä mielessä tutkielman

havainnot ovat yksipuolisia ja eivätkä välttämättä toteudu kaikkialla maailmassa ja eri kokoisissa yrityksissä. Tulevaisuutta ajatellen tässä olisi mahdollisuus jatkotutkimukselle esimerkiksi suomalaisten pk-yritysten pääomarakenteisiin.

Tutkimuskysymykseni oli: Mitä vaikutusta pääomarakenteella on yrityksen menestykseen? Tiivistäen yrityksen menestys perustuu pitkällä aikavälillä sen valitsemiin hankkeisiin, ja niistä saataviin kassavirtoihin. Pääomarakenteen optimoinnilla voidaan kuitenkin kasvattaa yritysarvoa ja yrityksen kannattavuutta verohyötyjen kautta. Tasapainoisella ja yritykselle sopivalla oman ja vieraan pääoman suhteella annetaan yritykselle paras mahdollisuus kasvattaa liiketoimintaa ja menestyä tulevaisuudessa. Yrityksen hyvin hoidettu talous antaa myös sijoittajille vahvan kuvan yrityksen taloudellisesta tilanteesta.

Tutkielman tärkeimmät opit on hyvä tiivistää loppuun. Oman ja vieraan pääoman suhde pääomarakenteessa on erittäin tärkeää olla tasapainossa. Liiallinen velka ajaa yrityksen rahoitusongelmiin ja lopulta konkurssiin. Toisaalta velan hyödyntämättä jättäminen laskee yrityksen kannattavuutta ja yritysarvoa. Pääomarakenneteoriat mallintavat hyvin yrityksen rahoituspäätöksiä, mutta ne eivät itsessään ole riittäviä selittämään koko pääomarakenteen dynamiikkaa. Rahoituspäätöksissä otetaan huomioon todella monia yrityksen sisäisiä ja yrityksen ulkopuolisia asioita, ja pääomarakenteeseen vaikuttavat monet tekijät. Tämän laajan kokonaisuuden ymmärtäminen on välttämätöntä yritysten johtohenkilöille laadukkaiden rahoituspäätösten toteuttamiseksi. Tieto on arvokasta myös kaikille talouden parissa työskenteleville ihmisille.

LÄHTEET

- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 6(5), 438–445.
- Adrienn, H. (2014). Summary of theories in capital structure decisions. *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series*, 23(1), 912–918.
- Baker, H., & Martin, G. (2011). *Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice* (1st ed.). John Wiley and Sons.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*.
- Barry, C. B., Mann, S. C., Mihov, V. T., & Rodríguez, M. (2008). Corporate debt issuance and the historical level of interest rates. *Financial Management*, 37, 413–430.
- Berk, J. B., DeMarzo, P. M., & Harford, J. (2015). *Fundamentals of Corporate Finance* (3rd ed., global ed). Pearson.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483–527.
- Canarella, G., Nourayi, M., & Sullivan, M. J. (2014). An alternative test of the trade-off theory of capital structure. *Contemporary Economics*, 8(4), 365–386.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2005). Financing decisions: Who issues stock? *Journal of Financial Economics*, 76(3), 549–582.

- Faulkender, M., & Petersen, M. A. (2006). Does the source of capital affect capital structure? *Review of Financial Studies*, 19(1), 45–79.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1–37.
- Frank, M. Z., Goyal, V. K., Bechmann, K., Chirinko, R., Dasgupta, S., Hadlock, C., Head, K., Maksimovic, V., Titman, S., & Wruck, K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217–248.
- González, V. M., & González, F. (2012). Firm size and capital structure: Evidence using dynamic panel data. *Applied Economics*, 44(36), 4745–4754.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2–3), 187–243.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. Teoksessa J. J. McCall (toim.), *The Economics of Information and Uncertainty* (s. 107–140). University of Chicago Press.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355.
- Heikinmatti, K., Jahkonen, E., Kanervisto, M., Kekki, S., Marjomaa, J., Ruusulaakso, J., & Toivio, A. (2017). *Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi*.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Kallunki, J.-P. (2014). *Tilinpäätösanalyysi*. Talentum.
- Knüpfer, S., & Puttonen, V. (2018). *Moderni rahoitus*. Alma Talent.

- Krishnan, V. S., & Moyer, R. C. (1997). Performance, capital structure and home country: An analysis of Asian corporations. *Global Finance Journal*, 8(1), 129–143.
- Li, K., Niskanen, J., & Niskanen, M. (2019). Capital structure and firm performance in European SMEs: Does credit risk make a difference? *Managerial Finance*, 45(5), 582–601.
- Luigi, P., & Sorin, V. (2009). A review of the capital structure theories. *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series*, 18(3), 315–320.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking and Finance*, 34(3), 621–632.
- Miller, M. H. (1988). The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years. *The Journal of Economic Perspectives*, 2(4), 99–120.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592.
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1983). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 187–221.
- Niskanen, J. (2013). *Yritysrahoitus* (7. uud. p.). Edita.

- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1), 175–198.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
- Salmi Ilari. (2020). *Mitä tilinpäätös kertoo?* EDITA.
- Sobczak, P. (2018). FIN 401 - Modigliani-Miller (M&M) Proposition 1 and 2 (with tax) - Part 1. <https://www.youtube.com/watch?v=DoLc5CCqd3g&t=20s>
- Soumadi Osama Suhail Hayajneh, M. M. (2012). Capital structure and corporate performance empirical study on the public Jordanian shareholdings firms listed in the Amman stock market. *European Scientific Journal, October Edition*, 8(22), 173–189.
- Stiglitz, J. E. (1988). Why financial structure matters. *The Journal of Economic Perspectives*, 2(4), 121–126.
- Taggart, Jr. (1985). Secular patterns in the financing of U.S. corporations. Teoksessa B. M. Friedman (toim.), *Corporate Capital Structures in the United States* (s. 13–80). University of Chicago Press.
- Titman, S., & Roberto, W. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.
- Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *The Journal of Financial Research*, 22(2), 161–187.
- Wipperfurth, R. F. (1966). Financial structure and the value of the firm. *Journal of Finance*, 21(4), 615–633.

