



Open your mind. LUT.  
Lappeenranta University of Technology

**Kauppätieteellinen tiedekunta**

**Kandidaatintutkielma A250A5000**

**Talousjohtaminen**

**Rahoitus**

**PÄÄOMARAKENNETEORIOIDEN KEHITYS  
THE EVOLUTION OF CAPITAL STRUCTURE THEORIES  
21.12.2012**

**Tekijä: Ville Kutvonen**

## Sisällysluettelo

<b>1.</b>	<b>JOHDANTO .....</b>	<b>2</b>
1.1	TUTKIMUKSEN TAUSTA JA AIHE.....	2
1.2	TUTKIMUKSEN TAVOITTEET JA TUTKIMUSONGELMA.....	4
1.3	TUTKIMUKSEN RAJAUKSET .....	4
1.4	TUTKIMUSMENETELMÄ JA -AINEISTO .....	5
1.5	TUTKIMUKSEN RAKENNE .....	5
<b>2.</b>	<b>PÄÄOMARAKENNETEORIAT .....</b>	<b>6</b>
2.1	PÄÄOMARAKENNETEORIOIDEN TAUSTA .....	6
2.2	OPTIMAALISEN PÄÄOMARAKENTEEN TEORIAM	9
2.2.1	AGENTTITEORIA .....	10
2.2.2	TRADE-OFF-TEORIAM.....	12
2.3	ASYMMETRISEEN TIETOOON POHJAUTUVAT TEORIAM	14
2.3.1	SIGNALOINTITEORIA .....	15
2.3.2	PECKING ORDER-TEORIA .....	17
<b>3.</b>	<b>TUTKIMUSAINIISTO .....</b>	<b>20</b>
3.1	AGENTTITEORIAM KOSKEVAT TUTKIMUKSET .....	21
3.2	TRADE-OFF -TEORIAM KOSKEVAT TUTKIMUKSET .....	23
3.3	SIGNALOINTITEORIAM KOSKEVAT TUTKIMUKSET .....	26
3.4	PECKING ORDER-TEORIAM KOSKEVAT TUTKIMUKSET .....	28
<b>4.</b>	<b>TUTKIMUSTULOKSET .....</b>	<b>31</b>
4.1	KESKEISIMMÄT TULOKSET PÄÄOMARAKENNETEORIAM	31
4.2	EMPIIRISET TUTKIMUSTULOKSET JA PÄÄTELMÄT.....	34
<b>5.</b>	<b>YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET .....</b>	<b>40</b>
	<b>LÄHDELUETTELO .....</b>	<b>42</b>

# 1. Johdanto

## 1.1 Tutkimuksen tausta ja aihe

Puhuttaessa yritysrahoituksen tämän päivän ajankohtaisista suuntauksista väistämättä nousee esiin pääomarakenteen optimointi ja sen saavuttamiseen liittyvät haasteet. Pääoman kustannusten minimointi ja toisaalta yrityksen arvon maksimoiminen aiheuttavat yritysjohdolle moniulotteisia haasteita. Pääomarakenteen rooli yrityksen turvaisan tulevaisuuden kannalta on merkittävä, sillä oikeanlaisen pääomarakenteen avulla on mahdollista kasvattaa yrityksen arvoa sekä optimoida riskinsietokykyä. Oikeanlaiset pääomajärjestelyt ovat siis yrityksen pitkäaikaisen menestymisen ja hallitun kasvu kannalta erityisen tärkeitä.

Pääomarakenteella tarkoitetaan yrityksen rahoituksen rakennekokonaisuutta. Sen tehtävänä on kuvastaa, missä suhteessa ja minkälaisin ehdoin eri pääomavaihtoehdot ovat jakautuneet yrityksen sisällä. Eri sijoittajien kesken riskit eivät jakaudu tasan, sillä riskin määrä on riippuvainen siitä, onko rahoitus oman pääoman vai vieraan pääoman ehtoista. Näin ollen siis on luonnollista, että erisuuruisen riskin omaavat rahoitusvaihtoehdot vaativat erisuuruisia tuotto-odotuksia (Copeland, Weston, Shastri 2005).

Yhtenä yritysrahoituksen tärkeimmistä, mutta samalla moniulotteisimmista aiheista, voidaan pitää optimaalista pääomarakennetta. Optimaalinen pääomarakenne tarkoittaa ideaalista suhdetta yrityksen oman- ja vieraanpääoman välillä. Velan veroetu ja omapääomaa alhaisemmat liikkeellelaskukustannukset pyritään optimoimaan siten, että velasta saatavat hyödyt ovat mahdollisimman suuret ja velasta aiheutuvat haitat mahdollisimman pienet. (Niskanen, Niskanen 2010)

Vaikka yrityksiä pääomarakennevalintoja on pyritty jäsennellysti selittämään erilaisten teoriaviitekehysten turvin, monipuolista ja kattavaa teoriamallia ei ole edelleenkään kyetty luomaan. Modigliani ja Miller (1958) toimivat varhaisina suunnannäyttäjinä optimaalisen pääomarakenteen tutkimuksissa kuvaten ensimmäisessä teoreemassaan yksinkertaisen piirasesimerkin avulla yrityksen

pääomarakenteen ja arvon yhteyttä. Esimerkin mukaan piiraan, joka kuvasti yksittäisen yrityksen eri pääomalajeista kasattua rahoitusrakennetta, ”kokonaisarvo” ei riipu siitä, kuinka moneen osaan se on leikattu. Modigliani ja Miller tarkoittivat tällä sitä, että yrityksen pääomarakenne on irrelevantti yrityksen arvoon nähden täydellisten markkinoiden oloissa, jossa ei vallitse lainkaan markkinaepätäydellisyyksiä. Koska konkurssiriskit, verot sekä muut markkinaepätäydellisyydet kuormittavat markkinoita kaiken aikaa, voidaan Modiglianin ja Millerin teorioita pitää lähinnä vain hyvänä lähtökohtana optimaalisen pääomarakenteen jatkotutkimuksia ajatellen.

Pääomarakenneteoriat voidaan karkeasti jaotella kahteen eri osaryhmään. Ensimmäinen osaryhmä koostuu teorioista, jotka pyrkivät ratkaisemaan kunkin yrityksen kohdalla uniikin ja optimaalisen rahoitusrakennerratkaisun optimoimalla vieraan pääoman hyötyjä ja haittoja oman pääoman suhteen (Copeland et al. 2005). Näistä teorioista tässä työssä keskitytään agenttiteoriaan ja trade-off-teoriaan. Agenttiteorian kohdalla keskitytään lisäksi osakkeenomistajien ja johtajien välillä esiintyviin intressieroihin, jotka pääasiallisesti johtuvat näiden ryhmien välillä epätasaisesti jakautuneesta informaatiosta (Kochhar 1996).

Toinen osaryhmä koostuu sen sijaan teorioista, joiden tarkoituksena ei ole saavuttaa optimaalista pääomarakennetta, vaan ne pyrkivät selittämään tietynlaista pääomarakennehierarkiaa sekä tiedon siirtymistä ja jakautumista osapuolten välillä epätäydellisesti jakautuneen informaation tapauksessa. Näistä teorioista tässä työssä on esitelty signaalointi- ja pecking order-teoriat. Signaalointiteorian taustalla on ajatus, jonka mukaan yrityksen rahoitusratkaisut antavat merkkejä ja viestejä markkinoille yrityksen taloudellisesta tilasta. Pecking order-teoria pohjautuu sen sijaan varojen käyttöjärjestykseen alkaen sisäisestä pääomasta siirtyen pääomahierarkiassa epävarmempiin rahoitusmuotoihin. (Markopoulou, Papadopoulou 2009)

## 1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma

Pääomarakennetta ja siihen liittyviä teorioita on tutkittu paljon. Empiirisiä tutkimuksia on suoritettu monissa eri maissa ja tutkimustahti on viime vuosikymmeninä entisestään kiihtynyt. Valtaosa tutkimuksista on kuitenkin suoritettu lähinnä Yhdysvalloissa. Useista empiirisistä tutkimuksista ja teoreettisista malleista huolimatta pääomarakenneteoriat ovat edelleen epätäydellisiä ja niiden tulokset ovat usein hajanaisia, pirstaleisia ja ristiriitaisia. Tutkimuksia, joissa eri teorioiden ominaisuuksia olisi kattavasti vertailtu ja analysoitu, löytyy tutkimuskentästä edelleen hyvin vähän.

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selventää pääomarakenneteorioiden kenttää avaamalla niiden teoreettista sisältöä ja toisaalta kuvailemalla pääomarakenneteorioiden historiallista kehitystä. Sen lisäksi empiirisiä tutkimustuloksia tulkiten selvitetään eri pääomarakenneteorioiden yleisyyttä kansainvälisessä yritys kentässä sekä vertaillaan pääomarakenneteorioiden ja tutkimusten hyviä ja huonoja puolia. Tarkoitus on vetää tutkimustulosten pohjalta yhteenvetoa, onko tutkimusten tuloksissa eroja teoriakohtaisesti ja voidaanko toisaalta tutkimusten taustalla nähdä nykyistä tai tulevaa trendiä jonkin yksittäisen pääomarakenneteorian kohdalla.

## 1.3 Tutkimuksen rajaukset

Tutkimus on rajattu koskemaan neljää eri pääomarakenneteoriakokonaisuutta. Näistä agenttiteoria ja trade-off-teoriat kuvastavat optimaalista pääomarakennetta tavoittelevia teorioita, kun taas signaalointiteoria ja pecking order-teoria kuvastavat epätäydellisen informaation kautta selitettäviä teorioita.

Tutkimusrajaus on tehty koskemaan neljää teoriaa, koska työn rajallisen laajuuden vuoksi empiiristä aineistoa ei kyettäisi muuten käsittelemään tarpeeksi kattavasti ja monipuolisesti. Näin saadaan havainnollistettua mahdollisimman kattavasti käsitellyt teoriat ja niiden pohjalta tehdyt tutkimustulokset.

## 1.4 Tutkimusmenetelmä ja -aineisto

Tutkimus on tarkoitus suorittaa systemaattisena kirjallisuuskatsauksena, jossa käytetään deskriptiivistä otetta. Katsauksessa tiivistetään aiempien keskeisten empiiristen tutkimusten tuloksia ja seulotaan tieteellisessä mielessä tärkeitä ja mielenkiintoisia tutkimuksia.

Aineisto koostuu tieteellisistä julkaisuista, aiheeseen liittyvästä kirjallisuudesta ja aikaisemmista pääomateoriaa koskettavista tutkimuksista. Tutkimuksen teoriatausta rakentuu Modiglianin ja Millerin, kappaleessa 2.1 esiteltyihin pääomarakenneteoreemoihin ja niiden pohjalta luotuihin myöhempiin pääomarakennetarkaisuja selittäviin tutkimuksiin ja teorioihin.

## 1.5 Tutkimuksen rakenne

Työn toisessa luvussa perehdytään tarkemmin käsiteltäviin pääomarakenneteorioihin ja selvitetään niiden keskeisiä eroavaisuuksia. Kolmannessa luvussa pureudutaan erilaisiin empiirisiin tutkimusmenetelmiin ja eritellään, millä tavoin tutkimukset on suoritettu ja mikä on niiden keskeinen sisältö. Neljännessä luvussa keskitytään analysoimaan empiiristen tutkimusten tuloksia ja vertailemaan niiden yhdenmukaisuutta. Luku on jaoteltu siten, että ensimmäinen alaluku käsittelee keskeisimmät löydökset pääomarakenneteorioiden historiasta, kun taas toinen alaluku pureutuu analysoimaan empiiristen tutkimusten tuloksia. Viidennessä luvussa on koottu johtopäätökset ja jäsennelty yhteenveto aiheesta. Lisäksi viimeisessä luvussa esitellään tämän tutkimuksen pohjalta esiin nousseita mahdollisia jatkotutkimuskohteita.

## 2. Pääomarakenneteoriat

### 2.1 Pääomarakenneteorioiden tausta

Yrityksen pitkäaikaisen menestymisen ja kilpailukyvyn kannalta on erittäin tärkeää, että toiminta on organisoidusti rahoitettu. Terveen yrityksen tulee kyetä selviytymään myös velasta aiheutuvista velvoitteistaan, joten rahoituksen tulee luonnollisesti huomioida myös likvidien varojen tarpeet ja vaatimukset. Järkevällä tavalla rakennettu rahoitusrakenne vähentää liiketoimintaan liittyviä riskejä sekä luo edellytykset jatkuvalle ja pitkäjänteiselle kehitykselle.

Yrityksen pääomarakenne koostuu karkeasti ilmaistuna omasta ja vieraasta pääomasta. Pääomatyyppien keskeiset erot liittyvät niihin ehtoihin, joilla rahoitus on kyetty yritystoimintaan hankkimaan. Oma pääoma on sellaista pääomaa, jonka katsotaan olevan sidottuna yritykseen koko sen elinkaaren ajaksi. Oman pääoman panoksella on heikompi etuoikeusasema konkurssitilanteen realisoituessa, eikä sille ole velvollisuutta maksaa kiinteää tuottoa. Pääsääntöisesti kuitenkin korkeammasta riskistä johtuen oman pääoman ehtoiset rahoitusmuodot ovat myös korkeampi tuottoisia ja niihin sisältyy äänioikeus yhtiökokouksessa. Vieras pääoma sen sijaan ei pääsääntöisesti sisällä äänioikeutta yhtiökokouksessa ja sen tuotto on yleensä pienempi matalammasta riskistä johtuen. Lisäksi vieras pääoma ei ole sidottuna yritykseen kuin ainoastaan sen lainasopimuksen mukaiseksi ajaksi, siitä on luonnollisesti velvollisuus maksaa lainasopimuksen mukaista tuottoa ja sen etuoikeusasema konkurssitilanteessa on parempi kuin omalla pääomalla. (Knüpfer, Puttonen 2004)

Pääoma- ja rahoitusrakenteiden järjestelmällinen testaus ja tutkiminen juontavat juurensa Modiglianin ja Millerin (1958) varhaisista tutkimuksista. Havaintojensa pohjalta he loivat kaksi kuuluisaa propositiota, joilla selitetään pääomarakenteen muodostumista. Tutkimusviitekehyksen taustalla on oletus täydellisten pääomamarkkinoiden olemassaolosta, joiden ominaisuuksiin lukeutuu talouden verottomuus, informaation viiveetön ja vapaa liikkuvuus, pääomamarkkinoiden kitkattomuus, konkurssikustannusten olemattomuus, yritysjohton intressi maksimoida osakkeenomistajien varallisuus, yksilöiden ja yritysten

lainanottomahdollisuus riskittömällä korkokannalla sekä investointikohteiden riippumattomuus organisaation pääomarakenteesta.

Modiglianin ja Millerin (1958) propositio I:n mukaan yrityksen arvo on täysin riippumaton sen rahoitusrakenteesta eli toisin sanottuna oman pääoman ja vieraan pääoman keskinäisellä suhteella ei ole merkitystä yrityksen arvoon. Alkuperäisessä artikkelissa (1958) esiteltiin myös propositio I:n todistamiseen käytetty arbitraasi-prosessi. Arbitraasi-prosessi kuvastaa tilannetta, jossa ominaisuuksiltaan identtisiä sijoituskohteita on mahdollista ostaa ja myydä erisuuruisilla hinnoilla, eli tehdä epätäydellisestä hinnoittelusta johtuen voittoa ostamalla halvalla ja myymällä kalliilla (Niskanen, Niskanen 2010). Arbitraasi-tilan katsotaan siis hävinneen, kun voiton mahdollisuus häviää markkinoilta.

Artikkelissaan Modigliani ja Miller (1958) vertailivat kahta riskiltään ja odotetulta tuotoltaan toisiaan vastaa yritystä, joiden ainoana erona katsottiin olevan niiden rahoitusrakenne. Toisen yrityksen katsottiin olevan velaton ja toisen osittain velkarahoitteinen. Tutkimuksen mukaan osittain velkarahoitteisen yrityksen keskimääräinen pääoman kustannus on pienempi kuin velattoman, koska oman pääoman tuottovaatimus on korkeampi kuin velkarahoituksen korko. Näin ollen velattoman yrityksen arvo on tässä tapauksessa pienempi ennen arbitraasia, mikäli oman pääoman tuottovaatimus katsotaan molempien yritysten kohdalla samaksi.

Propositio II johdettiin propositio I:n pohjalta ja se esiteltiin myös Modiglianin ja Millerin toimesta (1963). Tutkimus osoitti selityksen osittain velalla rahoitetun yrityksen oman pääoman tuottovaatimuksen nousulle, kun sitä verrattiin velattoman yrityksen oman pääoman tuottovaatimukseen. Propositio II:n keskeisin viesti oli se, että velkarahoitusta käyttävän yrityksen on kompensoitava osakkeenomistajille rahoitusriskin kasvusta johtuvaa haittaa maksamalla korvaus, jota yleisesti kutsutaan riskipreemioksi. Näin ollen yrityksen velkaantumistasteen kasvu kasvattaa automaattisesti myös omistajien tuottovaatimusta. On kuitenkin hyvä huomata, että lisävelan ottaminen ei kasvata osakkeen arvoa, vaikkakin jokaista osaketta kohti laskettu osakekohtainen tuotto kasvaa. Osakkeen arvossa ei tapahdu muutosta, koska omistajien vaatima tuottovaatimuksen nosto on ainoastaan riskipreemion suuruinen.



Modiglianin ja Millerin tutkimustuloksia voidaan pitää vain hyvänä lähtökohtana myöhempiä pääomarakennetutkimuksia ajatellen lähinnä siitä syystä, että teoriat eivät ota huomioon tärkeitä, markkinoita koskevia epätäydellisyyksiä. Tästä syystä Modiglianin ja Millerin teoriat ovat saaneet osakseen kritiikkiä. Merkittävimmät epätäydellisyydet, jotka vaikuttavat alkuperäisiin tutkimustuloksiin, ovat yritysverotus ja konkurssikustannukset. (Ross, Westerfield, Jaffe 2005)

Yritysverotuksen rooli yrityksen arvonmäärityksessä on merkittävä, sillä osakkeenomistajille maksettavia voitto-osuuksia ei ole mahdollista vähentää verotuksessa, toisin kuin vieraan pääoman korkokulut. Näin ollen lisävelan ottamisesta tai toisin sanottuna velkaantuneisuusasteen noususta aiheutuva veroedun voidaan katsoa kasvattavan yrityksen arvoa. Modigliani ja Miller tulivat alun perin siihen johtopäätökseen, että yrityksen arvo on maksimoitu, kun se on maksimaalisesti hyödyntänyt veroetunsa. Tämä tarkoittaa siis käytännössä sitä, että yritys olisi mahdollisimman suurelta osin velkarahoitteinen. (Brealey, Myers, Allen 2008)

Puhuttaessa yrityksen konkurseista ja niihin johtavista tekijöistä, tulee väistämättä esiin velan suhteellisen määrän ja konkurssiriskin positiivinen yhteys. Erialaisten konkurssitilanteiden realisoituessa sekä omistajille että velkojille aiheutuu kustannuksia esimerkiksi omaisuuden arvonmuutoksista ja asianajokuluista johtuen. Odotetuilla konkurssikustannuksilla on väistämätön yrityksen arvoa laskeva vaikutus, sillä konkurssin todennäköisyys myös nousee. (Niskanen, Niskanen 2010)

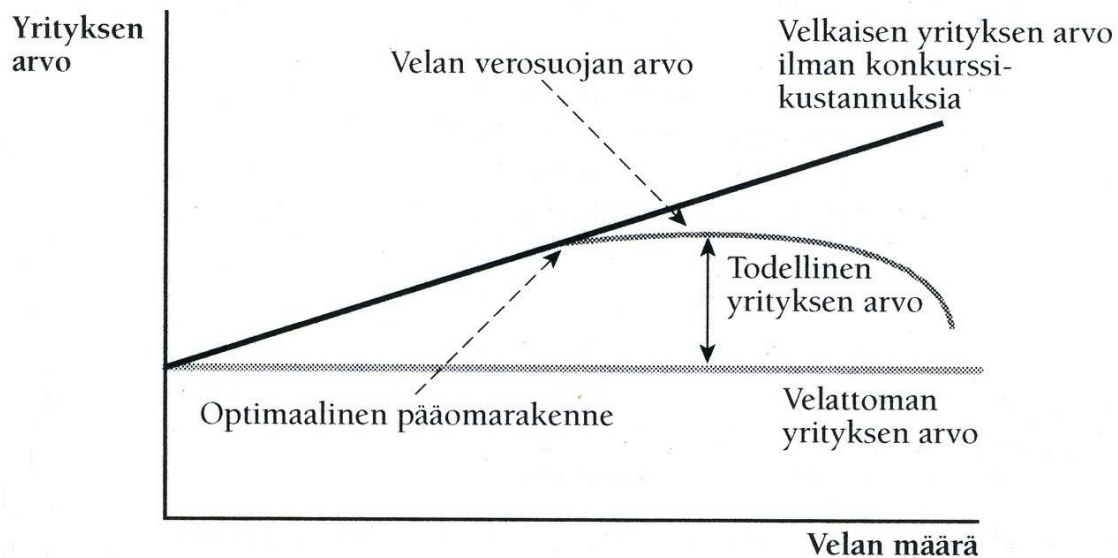
Modigliani ja Miller (1963) jatkoivat tutkimuksia ja huomasivat, että investointeja ei ole järkevää rahoittaa myöskään kokonaan omalla pääomalla, koska tällöin vieraan pääoman aiheuttama verohyöty jäisi tällöin kokonaan käyttämättä. Toisaalta tutkimukset osoittivat, että täysin velkarahoitteinen investointi ei olisi myöskään optimaalinen eikä mahdollinen, sillä reaali maailmassa luotonantajat estävät holtittoman velkaantumisen toteutumisen olemalla myöntämättä velkaa riskin kasvaessa. Optimaalinen pääomarakenne sen sijaan olisi mahdollista saavuttaa yhdistelemällä oman ja vieraan pääoman ehtoista rahoitusta järkevästi keskenään. Tärkeää yrityksen pitkäaikaisen menestymisen kannalta siis on, että kaikki yrityksen rahoituserät olisi rahoitettu oman ja vieraan pääoman yhdistelmällä.

Modiglianin ja Millerin teorioita ja niiden empiiristä sisältöä on tutkittu yritysrahoituksen maailmassa runsaasti. Heidän laatimien teorioiden pohjalta on jatkojalostettu uusia teorioita selittämään yritysten rahoitusrakennekäyttäytymistä entistä paremmin. Myöhemmät empiiriset tutkimukset ovat osoittaneet, että pääomarakenteella on vaikutusta yhtiön arvoon ja arvostustasoon, eikä optimaalista pääomarakennetta voida saavuttaa ainoastaan maksimoimalla velkarahoituksen verohyöty.

Työn seuraavassa osassa tarkastellaan tarkemmin optimaalista pääomarakennetta ja sen pohjalta luotuja teorioita. Tarkasteluun on otettu mukaan agenttiteoria sekä staattinen ja dynaaminen trade-off-teoria. Teorioiden tausta-ajatuksena on pyrkiä ratkaisemaan optimaalinen yritysکوhtainen rahoitusrakenne, jolla maksimoidaan vieraan pääoman verohyöty ja toisaalta osakkeenomistajien vaatima tuotto-odotus.

## **2.2 Optimaalisen pääomarakenteen teoriat**

Optimaalisen pääomarakenteen teoriat perustuvat nimensä mukaisesti optimaalisen pääomarakenteen selvittämiseen ja optimoimiseen. Pääomarakenteen optimoinnin kannalta oleellista on selvittää kunkin yrityksen keskimääräinen painotettu pääoman kustannus. Tämä johtuu siitä, että vallitsevan käsityksen mukaan keskimääräisen painotetun pääoman kustannuksen minimointi johtaa lopulta optimaalisimpaan mahdolliseen pääomarakenteeseen. Reaalimaailmassa esiintyy kuitenkin eri pääomalajien kustannuserojen optimoinnin lisäksi useita koko pääomarakenteen optimointiin vaikuttavia tekijöitä, jotka on otettava huomioon teorioita käsiteltäessä. Yritysverot ja konkurssikustannukset vaikuttavat pääomarakenteen optimointiin siten, että yrityksen on kyettävä tasapainoilemaan velan verohyödyn ja liikeriskin kasvun välillä. Liiallinen velkaantuminen johtaa väistämättä siis riskin kasvamiseen, kustannusten nousuun ja lopulta yrityksen arvon alentumiseen. (Knüpfer, Puttonen 2004) Kuvio 1. selventää asiaa:



Kuvio 1. Yrityksen arvon kehitys velkaantuneisuuden lisääntyessä (Knüpfel, Puttonen 2004)

### 2.2.1 Agenttiteoria

Agenttiteorian tausta-ajatuksen esittelivät ensimmäisinä Jensen ja Meckling (1976). Tutkimuksissaan he havaitsivat, että optimaalisen pääomarakenteen saavuttaminen on mahdollista optimoimalla vieraan pääoman agenttiristiriidoista johtuvien kustannusten suhdetta velan hyötyihin. Yrityksen eri pääomalajien erilaiset ominaisuudet ja toisaalta velkojien ja osakkeenomistajien erilaiset vaatimukset asettavat huomattavia haasteita eri toimijoiden etujen tasapuoliselle jakautumiselle. Yrityksen ottaessa velkaa, velkojat voivat kokea johdon toimivan enemmän osakkeenomistajien eduksi samalla heikentäen velkojien asemaa ja etuuksia. Näin toimiessaan yritysjohton voidaan ajatella siirtävän velkojille kuuluvaa varallisuutta itselleen ja osakkeenomistajilleen. Voidaan kuitenkin todeta, että yritysjohto useimmiten pyrkii parhaansa mukaan huolehtimaan yrityksensä selviytymisestä ja eduista, koska yrityksen holtiton johtaminen saattaa aiheuttaa myös johtajien työn menettämisriskin kasvua (Donaldson 1984).

Agenttiongelmien taustalla katsotaan olevan epätasaisesti jakautunut informaatio eri osapuolten välillä. Agenttiteoriaan pohjautuvat agenttiongelmät esiintyvät pääsääntöisesti joko yritysjohton ja osakkeenomistajien välillä tai oman ja

vieraanpääomien haltijoiden välillä. Agenttiteoriaa on myös mahdollista soveltaa esimerkiksi konkurssitilanteissa eri velkojaosapuolten välille. Kun epätietoisuus yritysjohdon toimista kasvaa, velkojien intressi valvoa johdon toimia myös kasvaa. Näin ollen ylimääräiset valvontakustannukset vaikuttavat yrityksen arvoon laskevasti. Käytännössä siis arvonalentuminen pohjautuu velkojien tuottovaatimuksen nousuun. (Niskanen, Niskanen 2010)

Agenttiongelmien on kirjallisuudessa jaettu pääasiallisesti neljään päätyyppiin. Tämä jaottelu esiteltiin ensimmäisen kerran Smithin ja Warnerin tutkimuksissa (1979). Investointiriskien kasvattamisongelmat johtuvat holtittomasta riskinotosta. Konkurssin partaalla olevassa yrityksessä johtoryhmän jäsenet saattavat tehdä täysin riskinottokykyään vastaamattomia päätöksiä kuvitellessaan voivansa käyttää muiden osapuolien varoja vastuutta. Ongelma kuvastuu hyvin investointipäätöksissä, joita puntaroidaan matalariskisen ja korkeariskisen investoinnin välillä. Valitessaan korkeariskisempiä projekteja, johdon on mahdollista saavuttaa korkeampia tuottoja, mutta toisaalta myös hävitä enemmän kuin matalariskisemmässä projektissa. Hyöty piilee siinä, että tappioita on mahdollista kattaa velkojien kustannuksella. Tällöin velkojien on luonnollisesti kannattavaa nostaa tuottovaatimustaan. (Rasiah, Kim 2011; Ross et al. 2005)

Ali-investointiongelma syntyy tilanteessa, jossa osakkeenomistajien asemaa tietoisesti heikennetään suhteessa velkoihin jättämällä kannattavia investointeja tai sijoituksia tekemättä. Osakkeenomistajat saattavat myös huomata konkurssia lähentelevässä yrityksessä tietyn investointipäätöksen hyödyttävän huomattavasti enemmän velkojia kuin heidän omia etuuksiaan. On kuitenkin huomattava, että pääomarakenteeltaan erilaiset yritykset noudattavat usein toisista eroavaa investointistrategiaa. Toisin kuin täysin velaton yritys, osittain velkarahoitteisella yrityksellä ei yleensä ole edes mahdollisuuksia hyväksyä automaattisesti kaikkia nettonykyarvoltaan positiivisia investointeja. (Myers 1977; Niskanen, Niskanen 2010; Ross et al. 2005)

Osinko-ongelma (myös lypsämisiongelma) tarkoittaa velkojien aseman heikentämistä jakamalla yrityksen varoja tai muita osuuksia osakkeenomistajille taloudellisesti epävakaa tilanteessa. Tällä tavoin velkojille jäävä osuus pienenee ja riski velkavelvoitteiden suorittamatta jättämisestä kasvaa. Vesitysongelma sen sijaan

asettaa velkojat keskenään erilaiseen asemaan. Yritys voi esimerkiksi ottaa uutta velkaa samanarvoisilla tai paremmilla ehdoilla kuin jo entuudestaan hankittu, vanha velka. Näin ollen vanhan velan arvo alenee. (Smith, Warner 1979)

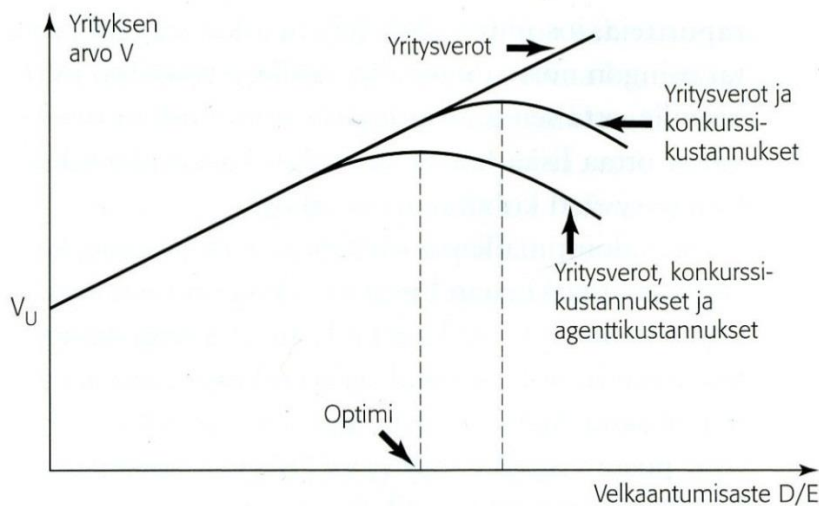
Agenttiongelmia pyritään rahoitusmaailmassa ehkäisemään ja lievittämään sisällyttämällä eri velkainstrumentteihin ennalta sovittuja erityisehtoja, kovenantteja. Kovenantti on erityisesti velkavelvoitteen suorittajaa rajoittava sopimus, jonka avulla pyritään varmistamaan velallisen velvoitteiden asianmukainen ja sovittu toteutuminen. Kovenantteja voidaan jaotella monin eri tavoin. Kieltävien kovenanttien tehtävänä on asettaa rajoitteita velallisyrittäjän toiminnalle, kun taas vahvistavat kovenantit asettavat tunnuslukukohtaisia raja-arvoja velallisen liiketoiminnalle. (Niskanen, Niskanen 2010)

### **2.2.2 Trade-off-teoriat**

Trade-off-teorioiden tausta juontaa juurensa Modiglianin ja Millerin tutkimuksista. Tutkimusten pohjalta tultiin siihen johtopäätökseen, että yrityksen optimaalinen pääomarakenne ei sisälläkään maksimaalista 99 prosentin velkaosuutta, vaan optimaalisen pääomarakenteen tavoittelu perustuu enemmänkin velan hyötyjen ja haittojen optimointiin. Velan hyödyksi voidaan mainita vieraan pääoman korkoihin liittyvä verovähennysoikeus sekä vapaisiin kassavirtoihin liittyvien haasteiden lieventyminen. Vieraan pääoman haittoja ovat sen sijaan esimerkiksi eri osapuolten välisen agenttiristiriidat ja konkurssiriskin kautta muodostuneet konkurssikustannukset. (Fama, French 2002; Myers 1984)

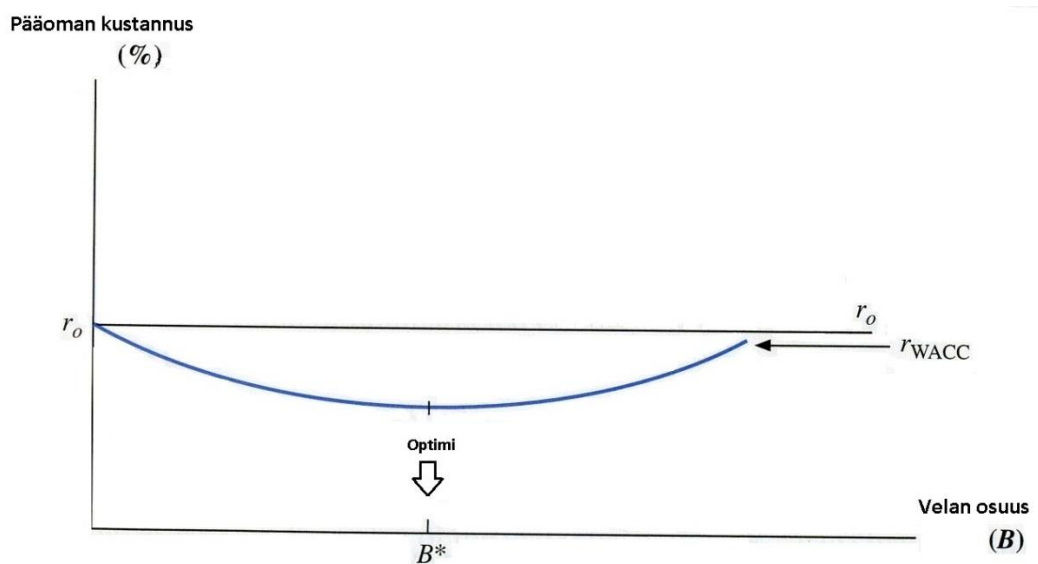
Trade-off-teorioiden mukaan yrityksen on mahdollista saavuttaa optimaalinen velkaantumisaste ja sitä kautta optimaalinen pääomarakenne maksimoimalla korkomaksujen verohyötyjen arvo samalla minimoiden lisävelkaantumisen seurauksena kasvavat konkurssi- ja agenttikustannukset. Verohyötyjen, materiaalien ja muiden konkurssikustannusten arvostaminen luo kuitenkin omat haasteensa optimaalisen velkaantuneisuussuhteen löytymiselle. (Myers 1984) Kuvio 2. havainnollistaa teoreettista velkaantuneisuusoptimia. Pelkät yritysverot huomioiva

käyrä on kuvassa ylimpänä ja käyrät laskevat sen mukaan, mitä enemmän kustannuksia otetaan tarkasteluun mukaan:



Kuvio 2. Yrityksen arvon muutos suhteessa velkaantuneisuusasteeseen (Niskanen, Niskanen 2010)

Trade-off-teoriat voidaan jakaa kahteen päätyyppiin. Ensimmäinen päätyyppi on nimeltään staattinen trade-off teoria. Sen mukaan pääoman painotettu keskimääräiskustannus ( $r_{WACC}$ ) aluksi laskee vieraan pääoman verohyötyjen seurauksena kohti velkaoptimia ( $B^*$ ). Mikäli yritys ottaa optimipistettä enemmän velkaa, pääoman painotettu keskimääräiskustannus alkaa nousta. Kuvio 3. selventää asiaa:



Kuvio 3. Pääoman painotetun keskimääräiskustannuksen käyttäytyminen velkaantuneisuuden kasvaessa (Ross et al. 2005)

Toinen trade-off-teorioiden päätyypeistä on dynaaminen trade-off-teoria. Sen voidaan katsoa olevan staattisen trade-off-teorian pohjalta jatkojalostettu teoria, jossa pyritään estimoimaan optimaalisen pääomarakenteen saavuttamisnopeutta. Dynaamisessa trade-off-teoriassa velkaantuneisuusaste määräytyy velan hyötyjen ja haittojen perusteella, samoin siis kuin staattisessa trade-off-teoriassa. Erona on kuitenkin se, että dynaamisessa mallissa yritykset pyrkivät osakkeiden takaisinostojen kautta saavuttamaan optimaalisen pääomarakenteen. Velkaantuneisuusasteen uudelleenjärjestelystä aiheutuvat kustannukset kuitenkin vaikuttavat merkittävästi tähän nimenomaiseen saavuttamisnopeuteen. Tästä johtuen dynaamisessa mallissa optimaalinen pääomarakenne ei ole tietty piste, vaan pikemminkin tietyn vaihteluvälin sisälle osuva arvo. (Fischer, Heinkel, Zechner 1989; Mukherjee, Mahakud 2012)

Sekä staattista että dynaamista trade-off-teoriaa on arvosteltu, koska ne eivät erottele sisäisen ja ulkoisen oman pääoman veroetuja. Veroetujen erottelu on tärkeää, koska muuten osinkojen verotuspohjan erilaisuus jäisi täysin huomiotta. Ongelman ratkaisemiseksi on suunniteltu uusia, veroedut erottavia malleja. (Boot, Thakor 2011)

### **2.3 Asymmetriseen tietoon pohjautuvat teoriat**

Asymmetriseen tietoon pohjautuvat teoriat rakentuvat nimensä mukaisesti asymmetrisen, epätasaisesti jakautuneen informaation pohjalta. On luonnollista, että yritysjohdon tietopohja yrityksen taloudellisesta tilasta, tulontuottokyvystä ja investointipotentialista on huomattavasti monipuolisempi verrattuna muihin liiketoimintaan kytkeytyneisiin sidosryhmiin. Mikäli informaatio ei kulje sidosryhmien välillä tarpeeksi kattavasti, on mahdollista, että oman pääoman hinnoittelu markkinoilla kangertelee. Näin ollen omalla pääomalla rahoitetut uudet investoinnit saattavat asettaa osan sijoittajista parempaan asemaan kuin toiset.

Seuraavaksi esiteltävät signaalointiteoria ja pecking order-teoria pitävät siis sisällään oletuksen yritysjohdon sisäisestä ja yksityisestä tiedosta koskien yrityksen toimintoja ja taloudellista tilaa. Tämä luo sitä vastoin pohjan olettaa, että Modiglianin ja Millerin

oletus pääomarakenteen vaikutuksesta yrityksen arvoon ei välttämättä pidäkään sinällään paikkaansa. Asymmetriseen informaatioon pohjautuvia teorioita on tutkittu rinta rinnan optimaalista pääomarakennetta tavoittelevien teorioiden kanssa ja toisinaan niitä pidetään empiirisissä tutkimuksissa keskenään kilpailevina teorioina. Luvun 2.3 on tarkoitus avata signalointi- ja pecking order-teorioiden lähtökohtia ja rakennetta.

### **2.3.1 Signalointiteoria**

Ensimmäisenä asymmetriseen informaatioon pohjautuvista teorioista voidaan pitää Rossin (1977) esittelemää signalointiteoriaa. Tausta-ajatus teoriassa on, että yritysjohton on mahdollista viestiä muuhun kuin yrityksen sisäpiiriin kuuluville tahoille yrityksen taloudesta ja toiminnasta. Signaloinnin avulla myös pyritään vaikuttamaan osakekohtaiseen markkinahintaan ja sitä kautta yrityksen arvoon. Arvonnousun taustalla on ajatus, että yritysjohto omaa huomattavasti tarkemman ja kattavamman tietopohjan yrityksen liiketoiminnasta kuin ulkopuoliset sijoittajat. Näin ollen aliarvostetun yrityksen on mahdollista kasvattaa arvoaan jakamalla tietoa markkinoille, jolloin tieto aliarvostuksesta heijastuu markkinoilla osakekurssia nostavasti (Barclay, Smith Jr., Watts 1995).

Rossin (1977) esittelemässä mallissa mahdollisimman paljon vieraan pääoman rahoitusta omaavaa yritystä pidetään laadukkaimpana ja kannattavimpana sijoituksena. Rossin mukaan yrityksen velkaantuneisuudella on positiivinen riippuvuus yrityksen arvoon nähden; heikosti kannattavilla yrityksillä ei ole korkeampien vieraan pääoman kustannusten vuoksi varaa matkia parempia yrityksiä lisälainoituksen kautta. Signalointiprosessi tapahtuu usein tavoitteellista gearing-lukua käyttäen, joka kuvastaa vieraan pääoman suhdetta omaan pääomaan sellaisessa tilanteessa, jossa kaikki likvidi omaisuus käytettäisiin korollisen vieraanpääoman lyhennyksiin (Davis, Pointon 1994). Toisin sanoen, kun tämä gearing-luku kasvaa, myös velkaantuneisuusaste kasvaa.

Signaloinnin tehokkuus tulee esiin selvimmin erilaisten raporttien ja julkistusten myötä. Lisälainan ottaminen viestii markkinoille, että yritysjohto ennustaa vakaiden



tulovirtojen jatkuvan. Toisaalta myös velkaantuneisuuden kasvu signaloi yrityksen kyvystä ottaa lisää velkaa maksimaalisen veroedun hyödyntämiseksi. Markkinat usein aistivat tämän selväksi merkiksi mahdollisesti kasvavista osingoista tai jopa lisäosingoista. (Niskanen, Niskanen 2010; Ross 1977)

Osinkoja voidaan pitää arvokkaana signaalina yrityksen menestyksen viestimisessä, sillä yrityksen todellinen arvo pyritään välittämään markkinoille usein nimenomaan korkeampien osinkojen avulla. Yritysjohdon on siis mahdollista pyrkiä kasvattamaan yrityksen arvoa järkevästi rakennetun osinkopolitiikan avulla. Tärkeä huomio on myös, että osinko antaa sijoittajille merkkejä sekä yrityksen taloudellisesta tilasta ja tuotoista myös tulevaisuuden osalta. (Barucci 2003)

Signalointiteoriassa tulee huomioida oman ja vieraan pääoman erilaiset velvoitteet. Vieras pääoma korkomaksuineen velvoittaa yritystä maksuihin koko laina-ajan, mutta oma pääoma ei sen sijaan sisällä lakisääteisiä takaisinmaksuja osinkojen muodossa. Mikäli lainamaksut syystä tai toisesta viivästyvät, aiheuttaa se konkurssiriskin kasvua ja sitä kautta kokonaiskustannusten kasvua. Voidaan siis ajatella, että oma pääoma antaa enemmän joustavuutta tuottovaatimusten suhteen.

Oma ja vieras pääoma myös vaikuttavat arvostusherkkyyteen eri tavoin. Koska vieraan pääoman maksut ovat luonteeltaan kiinteitä ja osinko määräytyy käytännössä kiinteiden menojen jälkeen jäävien varojen mukaan, voidaan todeta, että markkinoille kulkeutunut informaatio heijastuu herkemmin osakkeen hinnoitteluun kuin vieraan pääoman instrumenttien hinnoitteluun. Näin ollen voidaan ajatella, että informaation realisoituessa hintoihin osakkeen hinnannousu on suurempaa kuin vastaavan joukkovelkakirjan hinnannousu. Osakkeet ovat siis näissä tapauksissa johdon mielestä enemmän alihinnoiteltuja verrattuna vieraaseen pääomaan. Signalointiteorian mukaan alihinnoitelluksi katsotun yrityksen johtoportaan tulee pääsääntöisesti tukeutua siis velkarahoitukseen. (Barclay et al. 1995; Ross 1977)

### 2.3.2 Pecking order-teoria

Signalointiteorian tausta-ajatuksiin pohjautuen Myers ja Majluf (1984) loivat uuden mallin, jonka mukaan rahoitusrakenneratkaisut kyetään selittämään asymmetrisen informaation kulkua rajoittavilla toimilla, toisin sanottuna siis tiedonkulun tehostamiseen keskittyvien toimien kautta. Malli nimettiin pecking order-teoriaksi. Nimensä mukaisesti mallin tehtävänä on selittää yritysjohton rahoituslähteiden käyttöjärjestystä. Muiden asymmetriseen tietoon pohjautuvien teorioiden tapaan pecking order-teoria ei pyri optimoimaan yritykselle mitään tiettyä, hyödyt maksimoivaa ja haitat minimoivaa pääomarakennetta. Se antaa sen sijaan enemmänkin kuvaa kannattavuuden ja velkaantuneisuusasteen korrelaatiosta.

Myers ja Majluf (1984) havaitsivat rahoitusratkaisujen noudattavan tiettyä hierarkkista säännönmukaisuutta. Heidän mukaansa yritys pyrkii rahoitus rakenteessaan suosimaan sisäistä rahoitusta eli tulorahoitusta ulkoisen rahoituksen sijasta. Tämä tarkoittaa sitä, että rahoitusrakenneratkaisuissa pyritään valitsemaan ensin tulorahoituksen mukaiset vaihtoehdot. Sen jälkeen siirrytään järjestyksessä kohti riskisempiä rahoituslähteitä, eli tulorahoituksen jälkeen siirrytään velkarahoitukseen, sen jälkeen erilaisiin välirahoitusmuotoihin ja vasta viimeisenä suoritetaan osakeantipohjainen rahoitusvaihtoehto.

Pecking order-teorian taustalla näkyy vahvasti eri rahoituslähteiden hinnoittelueroavaisuudet. Kuten aikaisemmin mainittiin, informaation epätasainen jakautuminen eri sidosryhmien välille saattaa aiheuttaa oman pääoman hinnoitteluun ongelmia. Markkinat saattavat hinnoitella oman pääoman virheellisesti ja tuottojen jakautuminen voi tapahtua epäoikeudenmukaisesti. Tämän takia pecking order-teorian mukaan yritysjohton voidaan katsoa suosivan enemmän sisäistä rahoitusta, koska siihen ei liity samankaltaisia hinnoitteluongelmia. (Myers, Majluf 1984)

Optimaalista pääomarakennetta tai muutakaan tavoitteellista arvoa rahoitusrakenteelle on pecking order-teorian pohjalta hankala määrittää, koska oman pääoman ehtoiset vaihtoehdot ovat käyttöhierarkiassa rahoituslähteinä molemmissa ääripäissä; sisäinen tulorahoitus sijoittuu ensimmäiseksi käytettävään luokkaan, kun

taas osakeantipohjainen uusi oma pääoma on viimeisenä vaihtoehtona hierarkiassa. (Niskanen, Niskanen 2010)

Pecking order-teoriaan voidaan liittää valikoitumishaasteet ja erilaiset transaktiokustannukset. Tulorahoituksen voidaan katsoa olevan vapaa epäsuotuisan valikoitumisen ongelmista, jotka lisääntyvät, kun siirrytään lähemmäs oman pääoman ehtoista rahoitusta. Yritysjohdon kannalta voidaan todeta, että tulorahoitus on parempi vaihtoehto kuin vieraan pääoman vaihtoehdot ja vieras pääoma on toisaalta parempi ratkaisu kuin oma pääoma. Transaktiokustannukset sen sijaan liittyvät pecking order-teoriaan antikustannusten kautta. Mikäli osakeannin liikkeellelaskukustannukset ylittävät velasta aiheutuvat kustannukset, voidaan pääomarakenteen katsoa noudattavat pecking order-teoriaa. (Frank, Goyal 2003)

Pecking order-teoria selittää osaltaan siis myös, mistä velkaantuneisuusasteen ja kannattavuuden korrelaatio johtuu, eli toisin sanottuna miksi huonosti kannattavilla yrityksillä on enemmän velkaa verrattuna kannattavuudeltaan parempiin yrityksiin. Tämä ei Myersin (1984) mukaan johdu velkaantuneisuusastetavoitteesta, vaan siitä, että kannattavammat yritykset eivät riittävän tulorahoituksen turvin tarvitse niin paljon lainarahoitusta kuin heikommin menestyvät yritykset. Tulorahoituksen kautta määräytyvä ulkoisen rahoituksen yritysکوhtainen tarve siis määrittelee rahoitusrakennemuutoksia ja -ratkaisuja. (Shyam-Sunder, Myers 1999)

Kaiken kaikkiaan voidaan todeta, että pecking order-teoria sisältää myös paljon ongelmakohtia. Yksi haasteista on toimialakohtainen pääomarakenneanalyysi. Pecking order-teoria ei selitä kattavasti, mistä syystä ripeän kasvun toimialojen yritykset esimerkiksi korkean teknologian puolella omaavat suhteellisen korkeita omavaraisuusasteita, vaikka ulkoisen pääoman tarve onkin suuri. Toisaalta myös vakailta teollisuuden aloilla kassavirrat ohjautuvat ja palautuvat osinkoina omistajille velkavelvoitteiden hoitamisen sijaan.

Pecking order-teorian ongelmat kuvastuvat käytännössä jokaisessa tilanteessa, jossa yritys päätyy valitsemaan oman pääoman ehtoisen rahoitusvaihtoehdon velkarahoituksen sijasta. Tällaiset tilanteet ovat mahdollisia esimerkiksi silloin, kun nykyinen velkaantuneisuusaste tekee lisävelan ottamisen erityisen kalliiksi johtuen nousseista, taloudelliseen ahdinkoon liittyvistä kustannuksista. (Myers 1993)

Voidaan ajatella, että pecking order-teoria on ikään kuin strateginen suuntautumisvaihtoehto, jossa pyritään minimoimaan vain asymmetriseen tietoon liittyvät kustannukset ja näin ollen jättämään muut velkaan liittyvät edut ja haitat huomiotta. Vaikka yritysjohto ei pyrikään saavuttamaan optimaalista velkaantuneisuusastetta suoraan, se todennäköisesti ajautuu siihen lopulta valitessa kustannuksiltaan alhaisimmat rahoituslähteet. Yritysjohdon selviytymishorisontti on siis huomattavasti lyhyempi kuin muissa pääomarakenneteorioissa.

### 3. Tutkimusaineisto

Tutkimusaineisto on jaettu neljään osaan edellä esiteltyjen teorioiden mukaisesti yhdistämällä kuitenkin trade-off-teorioita koskevat tutkimukset yhdeksi kappaleeksi, koska dynaamisten trade-off-mallien osalta tutkimuskenttä on toistaiseksi huomattavasti suppeampi kuin staattisten mallien osalta. Tämän kolmannen kappaleen tarkoituksena on esitellä empiirisen tutkimuksen kenttää ja muodostaa selkeä kuva tutkimusotteesta kullakin tutkimussuuntauksella. Käsitellyt tutkimukset pohjautuvat pääasiassa kolmeen eri tutkimusotteeseen. Ensimmäisenä mainittakoon poikkileikkausaineistoon pohjautuvat tutkimukset. Poikkileikkausaineistoon pohjautuvat tutkimukset suoritetaan tutkimalla tiettyä yritystä tai toimialaa tietyllä ajan hetkellä. Tutkimus on mahdollista myös suorittaa yhdistämällä monta poikkileikkausaineistotutkimusta paneeliaineistoksi, jolloin on mahdollista ottaa mukaan usean yksittäisen ajanjakson aineistot vertailua ja analysointia varten.

Toinen tutkimusote käsittelee swapeihin ja vaihtokauppoihin pohjautuvia tutkimuksia. Nämä tutkimukset pohjautuvat arvopapereille, joita vaihdetaan toisiin arvopapereihin niiden kohde-etuuden mukaan jollain muulla instrumentilla kuin rahalla. Vaihtokauppaan pohjautuvat tutkimukset eivät perustu pääomarakenteen yhtäaikaisiin muutosvaiheisiin, vaan ne mahdollistavat muita tutkimuksia paremmin pääomarakenteen muutoksen vaikutusten eriyttämisen datasta. Tämän takia vaihtokaupat ovat yksi moderneimmista ja tutkituimmista suuntauksissa koskien pääomarakennemuutosten ilmiöitä rahoituksen saralla.

Kolmas tutkimusote perustuu aikasarja-aineistoon pohjautuviin tutkimuksiin. Aikasarjat ja aikasarja-aineistot kuvaavat tyypillisesti tiettyjen havaintoyksiköiden pohjalta tehtyjen mittausten tuloksia perättäisiltä ajanjaksoilta. Aikasarjaan pohjautuvien tutkimusten avulla on mahdollista tehdä johtopäätöksiä aineiston taustalla olevista ilmiöistä sekä toisaalta tehdä ennusteita tulevista tapahtumista. Nämä tutkimukset muodostuvat usein niin kutsutuista tapahtumatutkimuksista, joissa tutkitaan tiedotuksen tai tiedon välittämisen vaikutuksia eri rahoitustoimenpiteisiin ja toisaalta yrityksen arvoon.

Pääomarakenteen mittaamisessa tulee ottaa huomioon sen sisältämät ominaishaasteet. Investointipäätöksen vaikutusta yritykseen on lähes mahdotonta erottaa pääomarakenteen vaikutuksesta, sillä pääomarakennemuutokset toteutetaan usein samanaikaisesti uusien investointien kanssa. Lisäksi pääomarakennetta on hankala mitata, koska relevantin ja paikkaansa pitävän datan kerääminen ei ole yhtä helppoa yksityisiltä kuin julkisilta luottomarkkinoilta. (Copeland et al. 2005)

Jotta eri pääomarakenneteorioiden teoriasisällön ja kehittymisen hahmottaminen olisi helpompaa, on tutkimukset esitelty aikajärjestyksessä kuvaten keskeisimmät tutkimukset pääomarakennetutkimuksen historiasta. Tämä asettelu mahdollistaa siten tutkimusten laajemman analysoinnin selkeänä kokonaisuutena sekä luo suoraviivaiset ja selkeät lähtökohdat kasata tutkimustulokset viimeiseen, neljänteen kappaleeseen.

### **3.1 Agenttiteoriaa koskevat tutkimukset**

Agenttiteoriaan pohjautuvat tutkimukset lähtivät liikkeelle 1970-luvun puolivälistä, kun Jensen ja Meckling (1976) esittelivät tutkimustuloksensa. Tutkimuksissaan he esittelivät niin sanotun vapaan kassavirran kustannuksen käsitteen, jolla tarkoitettiin yrityksen kasvun ja toisaalta arvonluonnin yhteensovittamisen haasteita. He myös havaitsivat ensimmäisinä riskin jakamiseen ja kohdentamiseen sekä investointihaasteisiin liittyviä ongelmia. Coase (1937) tutkimuksineen toimi vahvana esikuvana Jensenin ja Mecklingin tutkimuksissa.

Myers (1977) jatkoi tutkimuksia tarjoamalla kattavan ja yksityiskohtaisen tutkimuksen ali-investointiongelmiin liittyen. Hän keskittyi tutkimaan yritysten lainanottokäyttäytymistä, kasvumahdollisuuksia sekä investointiongelmiä, joissa agenttiongelmien takia vieraanpääoman tuottovaatimukset muuttuivat. Smithin ja Warnerin (1979) tutkimuksessa tuotiin esiin agenttiongelmien jaottelu neljään päätyyppiin, jotka esiteltiin kappaleessa 2.2.1.

Amihud ja Lev (1981) suuntasivat tutkimusotteensa riskien analysoimiseen konsernifuusioissa. Tutkimus suoritettiin kahden eri testin avulla, joilla pyrittiin selkeyttämään erityisesti johdon roolia ja motiiveja edistää konsernifuusioita. Tämän tutkimuksen avulla kyettiin entistä paremmin selittämään johdon käyttäytymistä ja havaitsemaan myös johdon toiminnan riskit esimerkiksi työn menettämisen tai ammatillisen maineen rapistumisen kautta.

Jensen (1986) teki jatkotutkimuksia vapaista kassavirroista sekä osakkeenomistajien ja johdon välisistä agenttiristiriidoista. Tutkimuksen tarkoituksena oli esitellä velan hyötyjä nimenomaan vapaan kassavirtojen kustannusten hallinnassa, velan ja osinkojen substituutiovaikutusta sekä yritysostojen etuja ja epäsäännönmukaisuuksia.

Harris ja Raviv (1990) esittelivät teoriansa selittämään sijoittajien informaationkeruuta johdon toimista ja kyvystä tuottaa sijoittajille lisäarvoa. Tämä johtaa heidän mukaansa siihen, että johdolle on kyettävä asettamaan tietyt kurinpitotoimet ennaltaehkäisevänä ratkaisuna agenttiongelmiiin. Velka toimii tässä tehtävässä hyvin, sillä mahdollisissa vieraan pääoman velvoitemaksujen laiminlyöntitapauksissa velkojilla on mahdollista ikään kuin pakottaa yritys selvitystilaan.

Leland ja Toft (1996) tutkivat optimaalista pääomarakennetta ja sitä, kuinka lyhyen ja pitkäaikaisen velan eroavaisuudet vaikuttavat agenttikustannuksiin. Heidän mukaansa pitkäaikaisen velan mukana tullut, lyhytaikaista velkaa suurempi verohyöty tulee optimoida ja suhteuttaa muihin konkurssi- ja agenttikustannuksiin, jotta optimaalinen pääomarakenne on mahdollista saavuttaa. Tutkimus antoi myös merkittävää hyötyä muun muassa joukkovelkakirjaportfolioiden hallintaan ja sen jatkotutkimuksiin.

Wald (1999) suoritti kattavan empiirisen tutkimuksen koskien pääomarakenteeseen vaikuttavia tekijöitä Ranskassa, Saksassa, Japanissa, Iso-Britanniassa ja Yhdysvalloissa. Tarkoituksena oli havainnollistaa keskeisiä maakohtaisia eroja, joita hän havaitsi muun muassa yrityskohtaisissa omavaraisuusasteissa, yritysten riskisyydessä, tuottavuudessa, kannattavuudessa, koossa ja kasvussa. Eroja kyetään selittämään tässä tapauksessa nimenomaan erilaisten verotuskäytänteiden ja agenttiongelmien kautta.

Mao (2003) suoritti oman agenttiteorioita koskevan tutkimuksensa analysoiden velkaisuuden ja lisävelanoton kasvun vaikutuksia erilaisiin agenttiongelmiin. Tutkimus keskittyi erityisesti riskin siirtämisestä koituihin ongelmiin sekä ali-investointiongelmiin. Mao havaitsi empiirisen tutkimuksensa pohjalta, että optimaalisella velan määrällä ja investoinnin marginaalisella volatiliteetilla on selkeä yhteys, joka riippuu siitä, kuinka vakava ali-investointiongelma on kyseessä.

### **3.2 Trade-off -teorioita koskevat tutkimukset**

Trade-off-teorioiden tutkimuskenttä on hyvin laaja, sillä molempia trade-off-teorioita on pidetty merkittävämpinä haastajina pecking order-teorialle. Modiglianin ja Millerin teorioiden ja tutkimusten tultua julki, trade-off-teoriat olivat vasta syntymässä pääomarakennetta selittäviksi ilmiöiksi. Tutkimus lähti alkuvuosina hitaasti käyntiin, mutta etenkin 1980-luvulta eteenpäin tutkimustahti on kiihtynyt. Seuraavaksi on tarkoitus esitellä merkittävimpiä tutkimuksia aloittaen muutamista varhaisista, lähinnä 1960- ja 1970-luvuilla suoritetuista tutkimuksista ja siirtyen kohti entistä laajempaa tutkimuskenttää.

Donaldson (1961) havaitsi selkeän puutteen yrityskentän pääomarakenneajattelussa. Hän keskittyi tutkimuksessaan arvioimaan silloisten näkemysten harhaanjohtavuutta ja riskialttiutta pääomapäätöksiä koskien. Hän otti myös vahvasti esiin johdon roolin pääomarakennepäätöksissä sekä pohti ja kritisoi ulkopuolisten sidosten haittavaikutuksia.

Kaksi vuotta myöhemmin Solomon (1963) otti esiin velkarahoituksen tärkeän roolin yritysrahoituksessa. Hän pureutui analysoimaan velkarahoituksen ominaisuuksia mallinsa avulla ja pyrki osoittamaan velkarahoituksen yhteyttä yrityksen pääoman kustannuksiin.

Taggart (1977) jatkoi optimaalisen pääomarakenteen tutkimusta luomalla integroidun mallin selittämään yrityksen rahoituspäätöksiä. Tutkimuksessa kuitenkin painotettiin, että täysin integroitua mallia ei ollut silloisessa yritysrahoituksessa nähty, ja näin ollen mallia ei voida käyttää minkään tietyn teorian relevanttiuden testaamiseen.



Tutkimuksella kuitenkin voidaan katsoa olleen merkittävä alkukipinä optimaalisen pääomarakenteen tutkimuksessa.

Bradley, Jarrell ja Kim (1984) loivat aikaansa nähden modernin mallin selittämään optimaalista pääomarakennetta. Tämän mallin kautta he pyrkivät luomaan entistä suuremman ja kattavamman polun selittämään optimaalista velan ja oman pääoman suhdetta. Titman ja Wessels (1988) kuitenkin loivat myöhemmin niin sanotun piilevien muuttujien mallin avulla oman tutkimuksensa, jonka kautta saatiin vain vaikeasti selitettäviä todisteita staattisen trade-off-teorian toimivuudesta.

Pinegar ja Wilbricht (1989) tutkivat erityisesti johdon käyttäytymistä. Heidän tutkimuksensa keskittyi selvittämään, käyttävätkö johtajat rahoitusrakennepäätöksissä omia oletuksia ja tietopohjaansa vai akateemisesti luotuja pääomarakennemalleja. Empiirinen tutkimus suoritettiin Donaldsonia (1961) laajempaan ja kattavampaan, sillä mukana oli Forbes 500-listalta 176 yritystä Donaldsonin 25 yrityksen sijaan. Mallin avulla arvioitiin trade-off-teorioiden ja pecking order-teorian vallitsevuutta 1980-luvun lopun yrityskentässä.

Mielenkiintoinen suomalaistutkimus on syytä ottaa myös esille. Virolainen (1990) tutki julkaisussaan vuosien 1981 - 1985 ajalta suomalaista metalli- ja konepajateollisuutta. Tutkimuksessaan hän keskittyi tutkimaan pääomarakennevalintoja erityisesti vieraan pääoman verohyödyn ja konkurssikustannusten kautta. Tutkimuksessa tuotiin vahvasti esille verotuksellisen aseman vaikutus velkaantuneisuuteen ja yleensä rahoitusratkaisuihin.

Jaggia ja Thakor (1994) tutkivat henkisen, aineettoman pääoman ja optimaalisen pääomarakenteen suhdetta. He laajensivat aikaisempaa tutkimuskenttää siten, että ensimmäistä kertaa moraalikato ja sen vaikutukset otettiin tarkasti huomioon tutkittaessa velan hyötyjä ja haittoja. Pyrkimyksenä oli havainnollistaa erityisesti moraalikadosta johtuvien kustannusten suhdetta verohyötyihin.

1990-lopulle siirryttäessä tutkimuskenttä alkoi selkeästi laajentua ja vertailevia tutkimuksia alkoi tulla merkittävästi lisää. Shyam-Sunder ja Myers (1999) vertailivat traditionaalisten mallien, erityisesti trade-off-teorioiden, ominaisuuksia pecking order-teoriaan. He muodostivat aikasarjadatan pyrkimyksenään selittää paremmin mallien selitysasteita uusissa vaihtoehtoisissa hypoteeseissa.

2000-luvun alun aikana suoritettiin monia merkittäviä tutkimuksia. Hovakimian, Opler ja Titman (2001) tutkivat aikaisempiin tutkimuksiin verraten kattavammin erityisesti optimaalisen pääomarakenteen saavuttamiseen liittyviä esteitä ja optimaalisen pääomarakenteen muutoksia kannattavuuden ja osakkeen hinnan muuttuessa. He ottivat tutkimuksessaan myös mukaan takaisinostojen vaikutukset optimaalisen pääomarakenteen kannalta.

Fama ja French (2002) jatkoivat siitä, mihin Shyam-Sunder ja Myers (1999) jäivät, mutta päättivät laajentaa vertailua ottamalla mukaan yrityksen osingonjakokäytänteet. Vaikka tutkimuksen voidaan katsoa vain lähinnä tukeneen aikaisempia tutkimustuloksia, heidän voidaan katsoa olleen ensimmäisiä tutkijoita, jotka yhteneväisessä mallissa kykenivät selittämään velkaantuneisuuden ja osingonjaon yhteyttä toisiinsa.

Frank ja Goyal (2004) päättivät suorittaa empiirisen tutkimuksen trade-off-teorioiden taustaoletuksista hyödyntäen Yhdysvalloista kerättyä dataa vuosilta 1952–2000. Tutkimuksessa käytettiin VAR-autoregressiomenetelmää, jonka tarkoituksena on erottaa oma ja vieras pääoma toisistaan, eikä käsitellä niitä yksinään omavaraisuusasteen kautta. Tämä asettelu suoritettiin siitä syystä, että muutoin omavaraisuusasteen muutoksessa ei kyettäisi selkeästi erottamaan oman ja vieraanpääoman vaikutuksia.

Uudemmissa tutkimuksista on syytä mainita Mukherjeen ja Mahakudin (2012) tutkimus, jossa keskityttiin tutkimaan trade-off-teorioiden ja pecking order-teorian roolia intialaisissa tuotantoyrityksissä vuosina 1993–1994 ja 2007–2008. Tavoitteena oli analysoida, ovatko teoriat toisensa poissulkevia vai voidaanko niitä pitää toisiaan täydentävinä. Tätä tutkimusta voidaan pitää hyvänä esimerkkinä toimialakohtaisesta analyysistä pääomarakenneteorioiden saralla.

### 3.3 Signaalointiteoriaa koskevat tutkimukset

Signaalointia ja markkinoille välitettävän informaation kulkua koskeva tutkimus alkoi Rossin (1977) toimesta. Hänen tutkimustensa lähtökohtana toimivat Modiglianin ja Millerin oletukset markkinoiden täydellisestä tiedosta yritysten tilasta. Mikäli kuitenkin oletetaan, että johdolla on hallussa sisäpiiritietoa, kannustimet ja rahoitusrakenne viestivät lisäinformaatiota markkinoille. Rossin poikkileikkaukseen pohjautuva empiirinen tutkimus osoitti, että velkaisuusasteen nousu kasvattaa yrityksen arvoa siksi, että kasvanut velanmäärä nostaa samalla markkinoiden käsitystä yrityksen arvosta.

Leland ja Pyle (1977) havaitsivat myös myyjien ja ostajien välillä vaikuttavan informaation välityksen ristiriidan. He loivat yksinkertaisen mallin, jossa yrittäjä etsii mahdollista investointikohdetta siten, että investointipäätöstä koskeva informaatio on vain päättävällä osapuolella ja toisin sanottuna siis epätasaisesti jakautunut. Mallin avulla kyettiin ensikertaa havainnoimaan signaaloinnin merkitys investointien eri pääomajiratkaisuissa.

Masulis (1980) tutki pääomarakenteen muutoksien ja toisaalta muutosilmoitusten vaikutusta osakkeen hintoihin. Tutkimus koski sekä tavallisia että etuosakkeita ja velkarahoitusta. Masulis dokumentoi erilaisia tapahtumia, joiden avulla markkinoille välittyi tietoa ja analysoi myös vaihtoehtoisia selityksiä hinnanmuutoksille. Lisäksi hän esitti uuden lähestymistavan julkisten ilmoitusten ja arvopaperien tuottojen tutkimiseen, jota kyettiin hyödyntämään myöhemmissä tutkimuksissa.

Campbell ja Kracaw (1980) tutkivat tarkemmin informaation tuottamista ja signaalointia rahoitusmarkkinoilla. He esittivät myös oman teoriansa rahoituksen välityksestä. Tutkimuksen avulla kyettiin selittämään erityisesti pankkien ja muiden rahoituksenvälittäjien roolia tiedon välittäjinä ja toisaalta sitä, kuinka esimerkiksi moraalikatosta johtuvaa epätäydellisen informaation ongelmaa kyetään ratkaisemaan.

Useat osinkojen signaalointivaikutuksia analysoivat tutkimukset olettavat, että yrityksen osingonjakopolitiikka muuttuu anteliaammaksi silloin, kun yritysjohto on vakuuttunut, että anteliaampaa osingonjakopolitiikkaa on mahdollista ylläpitää

varmoilla tulevaisuuden kassavirroilla. Tähän tulokseen tuli muun muassa Bhattacharya (1980), joka havaitsi korkeampien osinkojen viittaavan suurempiin tulevaisuuden kassavirtoihin.

Heinkel (1982) suoritti oman tutkimuksensa ja sen tulokset vastasivat osin Rossin (1977) tuloksia. Erona kuitenkin havaittiin se, että tuottojen jakautumisessa on merkittäviä yrityskohtaisia eroja. Heinkelin mukaan paremman laadun omaavat yritykset ovat keskimäärin kokonaisarvoltaan muita arvokkaampia, mutta joukkovelkakirjat ovat tässä tapauksessa heikompilaatuisia ja näin ollen oma pääoma on arvokkaampaa.

Norton (1991) keskittyi tutkimaan pääomarakenteisiin vaikuttavia tekijöitä faktori- ja klusterianalyysin avulla Fortune 500-listaa koskevaa kyselytutkimusta. Tutkimus suoritettiin haastatteleamalla yhdysvaltalaisia rahoitusjohtajia heidän pääomarakennevalintoja koskevia näkemyksiä analysoiden. Tutkimus osoitti, että johdon halulla vaikuttaa joustavuuteen ja markkinoiden tilalla on selvä korrelaatio pääomarakennepäätöksiin. Lisäksi signaloinnin ja asymmetrisen informaation tärkeyden merkitys rahoitusrakenneratkaisuissa otettiin selkeästi esille.

Myös Faman ja Frenchin (1998) poikkileikkausdataan pohjautuva tutkimus osinkojen verotuksen ja velan vaikutuksesta yrityksen arvoon voidaan myös liittää signaalointiteoriaan. Heidän tutkimuksistaan kävi ilmi, että velanotolla ja yleensä velkarahoitusratkaisuilla on selkeä korrelaatio myös yrityksen tulevaisuuden menestykseen ja kannattavuuteen. Velkaratkaisuista välittyvä informaatio sen sijaan vaikuttaa merkittävästi myös yrityksen verotuksellisiin seikkoihin.

Koch ja Shenoy (1999) analysoivat vapaan kassavirran hypoteesia signaalointi- ja agenttiteorioita hyödyntävien mallien avulla. Tutkimuksessa keskityttiin erityisesti osinkojen ja pääomarakenteen rooliin tulevien kassavirtojen selittäjinä. Arvonmaksimointiin sekä yli- ja ali-investointiin liittyvät haasteet yrityksissä eroteltiin ja niiden pohjalta luotiin aika-sarjadataan pohjautuva tutkimus. Tutkimuksen pohjalta saatiin evidenssiä erityisesti erilaisten pääomarakennevalintojen vaikutuksesta informaation kulkuun.

Tse ja Jia (2007) kartoittivat 327 yrityksen informaation signalointia markkinoille Iso-Britanniassa. Tutkimuksessa käytettiin muutamaa erilaista regressiomallia, joiden avulla pyrittiin selittämään omistajuussuhteiden, pääomarakennevalintojen ja toisaalta signalointipäätösten keskinäistä suhdetta. Tutkimusten pohjalta voitiin todeta, että pääomarakenneratkaisuilla ei voida aina vaikuttaa signaloinnin tehokkuuteen ja toisaalta omavaraisuusasteen laskiessa todella alas, signaloinnin merkitys sekä tehokkuus kasvavat.

Mielenkiintoinen ja ajankohtainen tutkimus 2000-luvun lopulta löytyy Kreikasta, jossa Markopolou ja Papadopoulos (2009) tutkivat Ateenan pörssiin listautuneiden yritysten osakeantivaikutuksia ja sitä, kuinka markkinat tulkitsivat uuden pääoman hankinnan. Tutkimus suoritettiin keräämällä pörssidataa ja suorittamalla erilaisia tilastollisen analyysin testejä. Tutkimuksen mielenkiintoa lisää se, että Kreikassa arvopaperien markkinat pörsseissä ovat vielä hyvin nuoret ja kypsyvät, joten tutkimuksen tuloksia ajatellen lopullisia havaintoja on hyvin vaikea ennalta arvioida.

### **3.4 Pecking order-teoriaa koskevat tutkimukset**

Pecking order-teorian ja siihen liittyvän viitekehyksen esittelivät ensimmäisinä Myers (1984) sekä Myers ja Majluf (1984), joiden tutkimukset perustuivat Donaldsonin (1961) havaintoihin. Heidän mukaansa optimaaliseen pääomarakenteeseen tähtäävät teoriat eivät kykene tarpeeksi hyvin palvelemaan rahoitusratkaisuja, sillä varsinaisista, konkreettisista toimenpiteistä ei vielä ole löytynyt paikkansapitävää ja käypää mallia. Myers (1984) osoitti, että pecking order-teorian avulla on mahdollista selittää yhtä hyvin, ellei jopa paremmin, yritysten pääomarakenneratkaisuja kuin trade-off-teorioiden hypoteesien kautta.

Myers (1984) karkeasti totesi, että velkaantuneisuuden pitkänajan keskiarvo kullakin toimialalla ei ole yksittäiselle yritykselle tarkoituksenmukainen taso, joka tulisi saavuttaa. Hän kuitenkin havaitsi, että keskimääräinen velkaantuneisuusaste vaihtelee merkittävästi eri toimialoilla niiden rahoitustarpeiden ja vaatimusten erilaisuudesta johtuen. Myers myös havaitsi osinkopolitiikan ”kankeuden”, joka

kuvastui siten, että yrityksen osingonjakopolitiikka pysyi suhteellisen vakaana huolimatta heilahtelevista markkinaolosuhteista.

Aikaisemmin mainittu Pinegarin ja Wilbrichtin (1989) tutkimus on syytä ottaa uudelleen esille, sillä siinä havaitut tulokset tukevat pecking order-teoriaa trade-off-teorioita paremmin. He havaitsivat, että rahoitusjohtajien pääomarakennevalintoja koskeva käyttäytyminen noudattaa enemmän hierarkkista rakennetta kuin tiettyä optimaalisen velkaantuneisuusasteen tavoittelua. Heidän mukaansa kuitenkin taloudellisen suunnittelun yleiset periaatteet ovat huomattavasti pääomarakenneteorioita käyttökelpoisempia taloudelliseen päätöksentekoon.

Viswanath (1993) tutki syvemmin Myersin (1984) pecking order-hypoteeseja. Tutkimuksessa käytetyn poikkileikkausanalyysin kautta kyettiin saamaan parempi ymmärrys markkinoiden reaktioihin osakeantitilanteissa. Myersin tutkimustuloksiin verrattuna huomionarvoista kuitenkin on, että Viswanathin mukaan osakeanti-ilmoitusta ei välttämättä aina koeta markkinoilla huonoina uutisina, vaan tiettyjen olosuhteiden vallitessa pecking order-hypoteeseista poikkeaminen saattaa myös olla optimaalista ja hyväksyttävää.

Turun yliopistossa suoritettu tutkimus 1990-luvun puolesta välistä pyrki selittämään suomalaisten pörssiyritysten pääomarakenteen muodostumista. Kjellman ja Hansén (1995) pyrkivät selventämään, käyttäytyvätkö suomalaiset pörssiyritykset enemmän trade-off-mallien vai rahoitushierarkiaa kuvaavan pecking-order-teorian mukaan. Tutkimus havainnollisti suurten ja pienten yritysten pääomarakenteellisia eroja sekä sitä, millä tavalla pääomarakennesuuntaukset ovat Suomessa kehittyneet.

Uudenlaista tutkimussuuntausta edustivat Helwege ja Liang (1996), jotka tutkivat listautuvia, listautumisannin kautta rahoitusta hakevia yrityksiä ja niiden rahoitusrakennekäyttäytymistä vuonna 1983. Tutkimuksen tarkoituksena oli etsiä pecking order-teoriaan liittyvää todistusaineistoa vastikään listautuneista yrityksistä, sekä havainnoida listautumisannin jälkeisiä muutoksia pääoma- ja rahoitusrakenteissa.

Frank ja Goyal (2003) tekivät kattavan pecking order-teoriaa koskevan tutkimuksen, jossa yhdysvaltaisia yrityksiä tutkittiin vuosina 1971–1998. Tutkimuksessa käytettiin pörssiyrityksistä luotua poikkileikkausdataa ja sen avulla pystyttiin havainnoimaan

erikokoisten yritysten velkaantuneisuutta ja sitä, kuinka hyvin pääomarakennekäyttäytyminen noudatti pecking order-teoriaa.

Pinegarin ja Wilbrichtin (1989) tuloksia sivuava, pecking order-teoriaa tukeva tutkimus suoritettiin myös Cain ja Ghoshin (2003) toimesta, kun he tutkivat niin ikään Fortune 500-listan tuotantoyhtiöiden pääomarakenteita. He havaitsivat, että yritysten velkaantumistasteen muutokset eivät välttämättä liiku kohti toimialan keskiarvoa, vaan on yhtä todennäköistä, että muutos on poispäin keskiarvosta. Tutkimuksen mukaan velkaantuneisuudelle ei siten voida löytää tiettyä optimia, vaan optimaalinen velkaantuneisuus löytyy tietyistä arvojoukosta.

Yritysten pääomarakennevalintojen tutkinta on 2000-luvulle tultaessa entisestään kiihtynyt. Useita eri maita koskevia tutkimuksia on sittemmin suoritettu varsin kattavasti, esimerkkeinä mainittakoon Boothin, Aivazianin, Demirguc-Kuntin ja Maksimovicin (2001) tutkimus kymmenen kehitysmaan pääomarakennekentästä, Chenin tutkimus (2004) kiinalaisista pörssiyrityksistä, Vivianin tutkimus (2008) ranskalaisista viiniteollisuusyrityksistä ja Janbazin tutkimus (2010) iranilaisista yrityksistä.

## 4. Tutkimustulokset

Tämän neljännen kappaleen tarkoituksena on analysoida ja vetää yhteen edellisen kappaleen tutkimusten keskeiset tulokset. Koska tutkimuskatsaus suoritettiin edellisessä kappaleessa aikajärjestyksessä kuvaten pääomarakenneteorioiden historiaa, tutkimustulosten tulkintaa ja esitystapaa kyetään näin selkeyttämään ja yksinkertaistamaan. Tutkimuskatsaukseen valitut tutkimukset pyrittiin valitsemaan siten, että ne palvelevat mahdollisimman hyvin tämän työn tavoitteita. Kaiken kaikkiaan voidaan todeta, että tutkimuskenttä pääomarakenneteorioiden saralla on hyvin laaja ja tutkimuksista saadut tulokset osoittautuivat poikkeavan paljon toisistaan.

### 4.1 Keskeisimmät tulokset pääomarakenneteorioiden historiasta

Kuten aikaisemmin todettiin, pääomarakennetutkimus ja siihen pohjautuvien teorioiden kartoitus voidaan katsoa varsinaisesti alkaneen 1950-luvulla Modiglianin ja Millerin toimesta (1958). Heidän keskeisen havainnon voidaan katsoa olleen se, että tiettyjen ennalta määrättyjen ehtojen vallitessa on täysin yhdentekevää missä suhteessa rahoituksellinen rakenne yrityksessä on kasattu, sillä rahoitusrakenteella ei ole vaikutusta yrityksen arvoon, toisin sanoen oman ja vieraan pääoman yhteenlaskettuun summaan.

Modiglianin ja Millerin tulosten pohjalta nousi kuitenkin esiin erilaisia ongelmia. Ensinnäkin huomattiin, että velan verohyötyjen maksimointia ei voida toteuttaa ottamalla mahdollisimman paljon velkaa, sillä oman pääoman riski samalla nousee. Näin ollen osakkeenomistajat alkavat vaatimaan panokselleen korkeampaa tuottoa ja osakkeen hinnan suhde omaan pääomaan laskee. Kysymykseksi nousi myös, miksi reaali maailmassa yritykset eivät optimoineetkaan pääomarakennettaan kokonaan velkarahoituksella kuten Modigliani ja Miller olivat havainnoineet.



Miller (1977) esitti oman päätelmänsä epäonnistuneisiin tutkimuksiin. Hän havaitsi, että vieraan pääoman hyötyjä oli aiemmin yliarvioitu sekä velanhaltijoiden verojen maksua ei ollut huomioitu laskelmissa riittävästi. Kuitenkin esimerkiksi Graham (2011) on havainnoinut, että yritysten, joissa velkaantuneisuusaste ei ole lähelläkään Modiglianin ja Millerin ennustamaa, joskin teoreettista, 99 prosenttia, verohyötyjen osuus yrityksen arvosta voi hyvinkin olla 5, jopa 10 prosenttia; materiaalisia vieraan pääoman verohyötyjä on siis edelleen havaittavissa.

On siis selvää, että mikäli korkeiden velkaantuneisuusasteiden puuttuminen ei johdu vieraan pääoman veroeduista, asian täytyy liittyä velkarahoituksen kustannuksiin. Kustannusten luonteesta oli kuitenkin epäselvyyttä, koska ei tiedetty, miten eri kustannukset käyttäytyivät. Tästä voidaan katsoa alkaneen välillisten kustannusten tutkimus. Myersin (1977) tutkimusta voidaan pitää tässä suhteessa urauurtavana. Hän tutki yrityksiä jakamalla niiden arvonmäärityksen kahteen osaan: vakaaseen omaisuuteen ja kasvumahdollisuuksiin. Myers tuli siihen johtopäätökseen, että yritykset, joiden arvo perustuu enemmässä määrin kasvumahdollisuuksiin, rahoittavat toimintaansa vähemmän velkarahoituksen kautta verrattuna yrityksiin, joiden arvo on sidoksissa vakaaseen omaisuuteen.

1970-luvun lopun ja 1980-luvun alun suurimmat tutkimustulokset voidaan siis katsoa löytyneen vieraan pääoman verohyötyjen ja toisaalta vieraan pääoman erilaisten kustannusten tasapainottelusta. Vieraan pääoman hyödyille kaivattiin entistä kattavampaa selitystä, kun erilaiset oman ja vieraan pääoman kombinaatiot rahoitusmuotoina alkoivat lyödä itseään läpi 1980-luvulla. Jensen ja Meckling (1976) sekä Jensen (1986) loivat kappaleessa 2.2.1 esitellyn agenttiteorian, jonka keskeisenä tuloksena voidaan katsoa olleen eturistiriitojen havaitseminen sekä näiden ristiriitojen vaikutus yrityksen arvoon. Heidän mukaansa velkaantuneisuuden noustessa yrityksen arvo kasvaa, sillä agenttikustannukset laskevat oman pääoman määrän laskiessa.

1980-luvun puolessa välissä Jensen (1986) esitteli vapaan kassavirran käsitteen, joka kuvastaa sitä osaa operatiivisesta kassavirrasta, joka jää yli positiivisten nettonykyarvojen investointien jälkeen. Hänen mukaansa tämä osa kassavirrasta tuli maksaa osinkoina ulos yrityksestä, koska muussa tapauksessa johdon intressit suojella osakkeenomistajia heikkenevät. Edellä mainittujen seikkojen takia 1980-

luvun lopun käsitys tutkimusten valossa oli se, että yritykset, joilla vapaan kassavirran määrä on suuri ja rajalliset kasvumahdollisuudet, velan määrän kasvattaminen oli järkevää. Toisaalta yritykset, joiden arvo perustui lähinnä kasvumahdollisuuksiin, tuli välttää velkarahoitusta.

Toista koulukuntaa edustavat asymmetriseen informaatioon pohjautuvien teorioiden tukijat. Tähän ilmiöön pohjautuvat tutkimukset olettavat, että tiedon välitys johdon ja markkinoiden välillä ei ole tasaisesti jakautunutta. Näin ollen informaation välittäminen aiheuttaa erillisiä pääoman hankintaan ja arvostukseen liittyviä kustannuksia. Rossin (1977) tutkimusten pohjalta lähteneiden signaalointiteorioiden keskeisin viesti oli nimenomaan se, että osakeannin kautta suoritettu rahoitusvaihtoehto signaloi yrityksen taloudellista tilaa ja kannattavuutta siten, että yrityksen osakekurssi markkinoilla laskee johtuen heikentyneistä tulevaisuusarvioista.

Myersin (1984) luoma pecking order-teoria kehittyi vahvasti signaalointiajatuksen nojautuen. Teorian keskeisin näkemys ja toisaalta tutkimustulos oli se, että yrityksen rahoitusrakenne koostuukin yksittäisistä rahoitus- ja investointiratkaisuista, joiden kumulatiivinen yhteismäärä luo yksittäisen yrityksen pääomarakenteen. Koska rahoituksen näin ollen katsottiin velan avulla olevan halvempi rahoitusvaihtoehto, oman pääoman ehtoista rahoitusta tuli käyttää vasta viimeisenä mahdollisena vaihtoehtona. Lopputulemana voidaan siis katsoa olleen se, että pecking order-teoria on informaatioasymmetriasta johtuvat kustannukset minimoiva strategia, jolla ei pyritä mihinkään tiettyyn velan ja oman pääoman suhteeseen.

Seuraavan kappaleen tarkoitus on eritellä, mihin suuntaan empiiriset tulokset ovat suuntautumassa tai toisaalta voidaanko pääomarakennevalinnoissa edes nähdä minkäänlaista vallitsevaa trendiä. Kaiken kaikkiaan tutkimusten kirjo on hyvin laaja ja erilaisten tutkimusten taustalla voidaan nähdä hyvin monenlaisia uusia johtopäätöksiä. Tämä työn tarkoituksena oli havainnollistaa nykyistä käsitystä pääomarakennetarkaisuihin yritysmailmassa, joten seuraavan kappaleen havainnot ja päätelmät pääomarakenneteorioiden tilasta yritysmailmassa perustuvat teoriataustaan kappaleista 2. ja 4.1 sekä omiin päätelmiin teorian pohjalta.

## 4.2 Empiiriset tutkimustulokset ja päätelmät

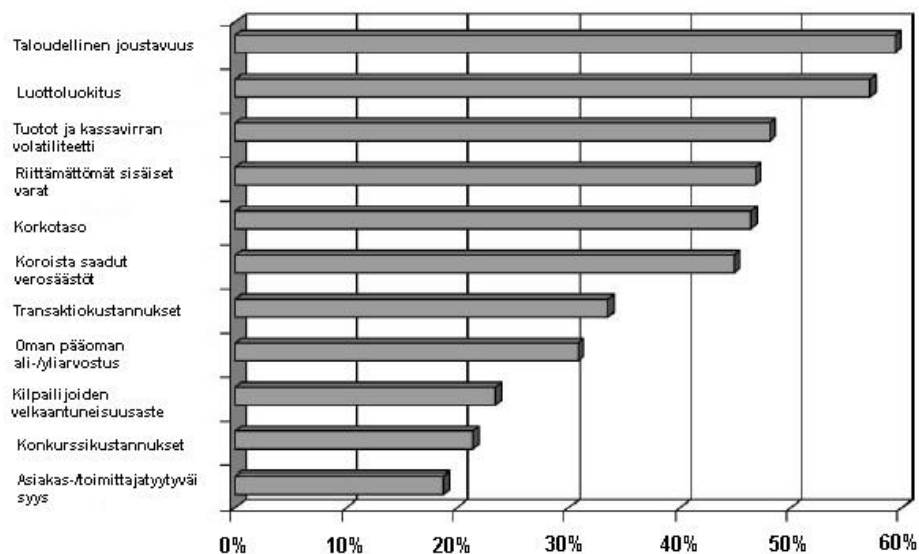
Ensinnäkin on todettava, että pääomarakenneteorioiden empiirinen tutkimuskenttä on tämän työn havaintojen perusteella kautta aikain ollut ja toisaalta on edelleen hyvin ristiriitainen ja sekava. Viimeisen viiden vuosikymmenen aikana tapahtunut kehitys on aikaansaanut useita malleja, joista useimmat pohjautuvat kyllä jokseenkin samoille lähtökohdille, mutta tulosten valossa ovat näkemyksen eroavat paljon toisistaan. Suurin haaste onkin ollut sovittaa erilaiset pääomarakennevalintoihin vaikuttavat tekijät, kuten verotukselliset seikat, sopimuksiin ja informaatioon liittyvät kustannustekijät sekä johdon kannustin- ja agenttihaasteet, siten, että niiden tärkeyttä rahoitusrakenteen selittäjinä on edes kyetty jotenkin mallintamaan ja selittämään.

Puhuttakoon ensiksi optimaaliseen pääomarakenteeseen tähtäävistä teorioista. Taustaoletuksena on luonnollisesti oltava se, että yrityksen johto todella pyrkii saavuttamaan tietyn, optimaalisen pääomarakenteen. Pääsääntöisesti näin onkin. Grahamin ja Harveyn (2001) mukaan valtaosa suuryrityksistä omaa selvälinjaisen ja jopa tiukan, tavoitteellisen velkasuhteen, kun taas pienistä yrityksistä vain yksi kolmasosa noudattaa tällaista käyttäytymistä. Pinegarin ja Wilbrichtin (1989) tutkimusten mukaan 40 prosenttia yrityksistä omaa tavoitteellisen velkaantuneisuusasteen.

Grahamin ja Harveyn tutkimuksessa (2001) tuli esille myös toinen tärkeä seikka. Tutkimuksessa koottiin kattavasti yhteen, mitkä erilaiset tekijät vaikuttavat yleisesti yritysten velkaratkaisuihin. Taloudellisen joustavuuden ja luottoluokituksen vaikutusta pidettiin tärkeimpänä velan määrään vaikuttavina tekijöinä. Sen sijaan konkurssikustannuksia tai asiakas- ja toimittajayhteistyötä ei pidetty niinkään tärkeinä tekijöinä. Haastattelu suoritettiin 392 yhdysvaltalaisen yrityksen rahoitusjohtajalle. Mielenkiintoinen seikka on, että koroista saadut verosäästöt saavat todellisuudessa vain noin 45 prosentin kannatuksen, vaikka traditionaalisten trade-off-mallien mukaan velkarahoituksen suurimmat hyödyt liittyvät nimenomaan vieraan pääoman verotuksellisiin etuihin. Tässä mielessä siis kärjessä olevat, velan määrään vaikuttavat tekijät ovat osaltaan hieman yllättäviä. Toinen huomioitava seikka on, että veroetuja pidetään tärkeämpinä suurissa ja hyviä osinkoja maksavissa yrityksissä,

joissa verohyötykannustimet ovat myös luonnollisesti suuremmat. Kuvioon 4. on kasattu kaikki tutkimuksessa esitetyt velan määrään vaikuttavat tekijät:

**Velan määrään vaikuttavat tekijät**



*Kuvio 4. Rahoitusjohtajien osuus, jotka pitävät seuraavia velan määrään vaikuttavia tekijöitä tärkeinä tai erittäin tärkeinä (Graham, Harvey 2001)*

Kysymys on pitkälti siitä, pystytäänkö trade-off-teorioiden avulla selittämään yritysten käyttäytymistä. Tuloksia löytyy tästäkin väitteestä, niin ikään, puolesta ja vastaan. Solomon (1963) tuli siihen tulokseen, että yritykselle on mahdollista määrittää tietty velan ja oman pääoman optimi. Hän havaitsi tutkimuksissaan, että tietyssä pisteessä marginaalisen lisävelanoton kustannus on yhtä suuri tai suurempi kuin yrityksen pääoman keskimääräiskustannus ja näin ollen optimi mahdollista havainnoida. Bradley et al. (1984) myös huomasivat, että toimialakohtaisia eroja velkaantuneisuuden kohdalla on mahdollista löytää. He havaitsivat, että velkaantuneisuusasteella ja tuottojen volatiliteetilla on käänteinen yhteys, joka selittää toimialakohtaisia eroja. Näiden tulosten valossa siis pitää paikkaansa, että kasvuyhtiöillä, joissa panostus tuotekehitykseen ja esimerkiksi mainontaan on suurempaa, myös tuotot ovat hajaantuneempia ja konkurssikustannukset suurempia. Korkean kasvun yrityksillä kuitenkin velan määrä on usein matalampi.

Barclay et al. (1995) havaitsivat, että yritykset, joissa markkina-arvon suhde tasearvoon oli suurempi, velkaantuneisuusaste oli huomattavasti alhaisempi kuin matalammilla markkina-tasearvosuhteilla toimivilla yrityksillä. Toinen keskeinen

havainto oli, että pääsääntöisesti mitä rajoitetumpaa ja lakisääteisempää yritystoiminta on, sitä enemmän velkarahoitusta käytetään. Jaggian ja Thakorin (1994) mukaan optimaalinen pääomarakenne voidaan saavuttaa velan verohyötyjen ja nousseiden konkurssikustannusten suhteuttamisen kautta. Shyam-Sunder ja Myers (1999) havaitsivat myös, että velkaantumisasasteen muutokset ovat väliaikaisia ja pyrkivät palautumaan takaisin optimaaliseen velkaantuneisuuden pisteeseen. Näin ollen trade-off-teorialle löytyy sitä tukevaa näyttöä.

Hovakimian et al. (2001) tulivat myös trade-off-teorioita tukevaan lopputulokseen, sillä heidän mukaansa pääomarakenneratkaisuissa näkyy selkeitä trade-off-teorioiden piirteitä, vaikka lyhyellä tähtäimellä rahoitusrakenneratkaisut nojautuvatkin enemmissä määrin hierarkkiseen pecking order-teoriaan. Trade-off-teorian havainnoimisessa on hyvä ottaa huomioon siis myös aikahorisontti.

Tutkimuksissa tulee myös esiin paljon tekijöitä ja havaintoja, joita trade-off-teoriat eivät kykene selittämään. Yksi mielenkiintoinen seikka on se, että kannattavimmilla yrityksillä on usein vähiten velkaa. Tämä on ristiriitaista, sillä trade-off-teoria nimenomaan ennustaa päinvastaista lopputulemaa. Tämä tutkimustulos tuli esille Waldin (1999) tutkimuksessa. Fama ja French (1998) myös huomasivat, että verohyötyjen osuutta yrityksen arvostuksessa on erittäin hankalaa havainnoida.

Trade-off-teoriaa voidaan siis katsoa olevan havaittavissa yrityskehityksessä tutkimusten mukaan jonkin verran, vaikkakin empiiristen tutkimustulosten signaalit ovat ristiriitaisia. Todennäköistä on, että reaali maailman trade-off-teorian kytkökset nojaavat enemmänkin dynaamisiin malleihin, sillä niiden mukaan yrityksillä on tietty velkaantuneisuuden optimi, mutta lyhyellä aikavälillä on nähtävissä viitteitä pecking order-käyttäytymisestä. Optimaalinen pääomarakenne löytyy siis tiettyjen raja-arvojen sisältä. Tätä näkemystä tukivat esimerkiksi Fischer et al. (1989).

Agenttiteorian saralla empiirisiä tutkimuksia on lähes yhtä paljon kuin on siitä saatuja erilaisia tutkimustuloksiakin. Jensenin ja Mecklingin (1976), Myersin (1977) ja Jensenin (1986) tutkimusten pohjalta löytyy useita empiirisiä tutkimuksia. Agenttiteorian keskeinen ajatus on, että vieraan pääoman tehtävänä on rajoittaa johdon toimia ja näin neutraloida intressi- ja informaatoristiriitoja. Haasteellista näissä tutkimuksissa on eri agenttiongelmien yhteensovittaminen samaan malliin, jonka takia useimmat agenttiongelmia koskevat empiiriset tutkimukset on suoritettu

tutkien ainoastaan yhtä ongelmaa. Maon (2003) tutkimusta voidaan pitää tässä suhteessa poikkeuksellisenä, sillä hänen luomassa mallissaan otetaan kaksi agenttiteorian pääongelmista, ali-investointiongelma ja riskin siirtämisongelma. Mao havaitsi, että ongelmien välillä on havaittavissa selkeä trade-off-vaikutus; toisen agenttiongelman kasvaessa toinen vähenee ja päinvastoin. Agenttiongelmillä voidaan katsoa olevan siis erilainen vaikutus investointi- ja velkapääätöksiin yrityksen sisällä.

Waldin (1999) tutkimuksessa suoritettu viiden suurvaltion kattava tutkimus osoitti, että eroavaisuuksia velkaantuneisuudessa on relevanttia selittää nimenomaan agenttiongelmiin ja erilaisten verotuskäytänteiden kautta. Tutkimustuloksista voidaan löytää mielenkiintoinen, maakohtainen eroavaisuus. Mitä tulee korkean kasvun yrityksiin tutkimusaineistossa, Wald havaitsi, että muissa otannan maissa kasvuyritysten velkaantuneisuus on korkeampaa kuin Yhdysvalloissa. Selitys on hieman kaksijakoinen, sillä osa voidaan varmasti selittää erilaisilla agenttiristiriidoilla, mutta osaselitys löytyy todennäköisesti Yhdysvaltojen halvemmasta pääomasijoitusrahoituksesta.

Sen sijaan esimerkiksi Grahamin ja Harveyn (2001) sekä Virolaisen (1990) tutkimukset osoittivat vain vähän empiiristä tukea agenttiteorialle. Joitain seikkoja on kuitenkin syytä ottaa esille. Vaikka agenttikustannusten vaikutus pääomarakennevalintoihin on tutkimusten valossa vähäinen, pankkijärjestelmän roolissa ja kehittämisessä on tapahtunut muutoksia. Virolaisen tutkimuksessa havaittu luotonantomarkkinoiden avautuminen ja laajentuminen Suomessa 1980-luvulla on ollut omiaan nostamaan agenttiongelmiin todennäköisyyttä suomalaisessa yrityskentässä.

Signalointiteoriaa koskevien tutkimusten osalta voidaan todeta, että empiirisessä tutkimuksessa on viitteitä sekä agenttiongelmiin ja pecking order-käyttäytymiseen. Johdon on tasapainoteltava omalta osaltaan velan hyötyjen ja haittojen välillä, sillä yrityksen korkea arvostustaso kasvattaa johdon etuja, mutta toisaalta luonnollisesti myös rankaisee, mikäli yhtiö ajautuu konkurssiin. Tähän on lisättävä myös johdon ja omistajien väliset agenttiristiriidat. Signalointiin liittyvä empiirinen evidenssi kulminoituu erilaisten pääomarakennejärjestelyjen vaikutuksia koskevissa tutkimuksissa. Masulis (1980) havaitsi, että noteeratuilla yrityksillä lisävelanotto ja

toisaalta osakkeiden takaisinosto nostavat yrityksen pörssikurssia. Tutkimusten pohjalta voidaan myös todeta, että vastaavasti osakekurssi laskee osakeanti-ilmoitusten tultua markkinoiden tietoon. Tähän tulokseen tulivat myös Cornett ja Travlos (1989) sekä Mikkelson ja Partch (1986).

Tse ja Jia (2007) havaitsivat, että pääomarakennetekniikoita ei voida juurikaan käyttää signaalintyökaluna. He kuitenkin huomasivat, että yritykset, joissa sisäisen omistuksen osuus on korkeintaan 1,14 prosenttia, ovat muita todennäköisemmin pääomarakenteen kautta signaloivia. Myöskään Markopoulou ja Papadopoulou (2009) eivät havainneet signaalointiin viittaavia taipumuksia pörssiyrityksissä. Rossin (1977) tutkimustuloksia ei kuitenkaan tule täysin sivuuttaa, sillä signaalinteorian elementtejä on havaittavissa markkinoilla jatkuvasti, vaikkakin empiiristen tutkimusten valossa ne harvemmin yksistään selittävät pääomarakennetekniikoita yritystasolla.

Pecking order-teorian osalta mielenkiintoisia havaintoja ja johtopäätöksiä löytyy paljon, sillä sitä on tutkittu varsin runsaasti. Ensinnäkin voidaan mainita, että pecking order-teoria kykenee selventämään tulorahoituksen ja ulkoisen rahoituksen tarpeen kautta, miksi kannattavimmat ja korkeimman tuoton omaavat yritykset lainaavat muita yrityksiä vähemmän. Tähän esimerkiksi trade-off-teorioissa ei ole havaittavissa selitystä. Toinen keskeinen havainto on se, että pecking order-teoria sopii hyvin toimialan sisäiseen pääomarakenneteorian analyysiin, mutta toimialojen välisten erojen tulkinta on hankalampaa.

Pecking order-teoriaa koskevaa analyysia on havaittavissa empiirisissä tutkimuksissa paljon. Pinegarin ja Wilbrichtin (1989) tutkimuksessa kävi ilmi, että pääomarakenneteorian noudattaminen on rahoitusjohtajien keskuudessa todennäköisempää kuin tietyn optimaalisen pääomarakenteen tavoite. Cai ja Ghosh (2003) havaitsivat, että ulkoisen rahoitustarpeen tapauksessa yritykset pääasiallisesti käyttävät vierasta pääomaa oman pääoman sijasta. Tärkein havainto kuitenkin oli se, että yritykset, joissa velkaa oli toimialakeskiarvoa enemmän, pyrkivät palaamaan toimialan keskiarvoon. Sen sijaan toimialakeskiarvon alapuolella olevat yritykset eivät pyrkineet muuttamaan pääomarakenteitaan, etenäkään vieraan pääoman osuuttaan.

Myös pecking order-teoriaa kritisoivia tutkimuksia löytyy. Viswanath (1993) havaitsi, että pecking order-teorian oletushypoteesit eivät välttämättä pidä paikkaansa. Hänen

mukaansa yritysmaailmassa on havaittavissa sellaista johtoportaan käyttäytymistä, joissa rahoitushierarkkinen järjestys toteudu, vaan johto saattaa käyttää tarjolla olevan, vähäriskisemmän rahoituksen sijaan korkeampi riskisiä instrumentteja. Näin ollen markkinat eivät pidä kaikki osakeanti-ilmoituksia välttämättä signaaleina yrityksen yliarvostuksesta.

Helwege ja Liang (1996) analysoivat listautuvia yrityksiä tutkimuksessaan, ja havaitsivat, että yritykset, joissa on paljon ”ylimääräistä” rahaa, pyrkivät välttämään julkisia pääomamarkkinoita. Tutkimuksen mukaan kuitenkin ulkoisen rahoituksen käyttö on suurta ja pääomamarkkinoille nojautuminen ei liity varsinaisesti sisäisten varojen puuttumiseen. Muutoinkin pecking order-käyttäytymiselle löytyy hyvin vähän viitteitä.

Frankin ja Goyalin (2003) laaja tutkimus yhdysvaltalaisista pörssiyrityksistä osoitti, että vastoin pecking order-teorian oletuksia velkarahoitus ei olekaan dominoiva rahoitusmuoto markkinoilla. Myöskään pitkän ajan velkaa ei pidetty relevanttina rahoituksellisen vajeen hoidossa. Suurien yritysten rahoitusrakennekäyttäytymisessä on havaittavissa joitain pecking order-teoriaan viittaavia käytänteitä, mutta pienyrityksillä vastaavaa ei ollut havaittavissa.

Kuten aikaisempien teorioiden kohdalla, on empiiristen tulosten valossa selvää, että tulokset poikkeavat hyvin paljon toisistaan. Kjellmanin ja Hansénin (1995) tutkimuksesta on syytä ottaa kuitenkin vielä eräs seikka esille. Heidän mukaansa suomalaiset yritykset noudattavat enemmän traditionaalisia, trade-off-teorioihin ja optimaaliseen velkaantuneisuusasteeseen pohjautuvia teorioita kun taas Yhdysvalloissa yritykset noudattavat selkeämmin rahoituksellista hierarkiaa, toisin sanottuna pecking order-teoriaa. Lisäksi tutkimuksesta kävi ilmi, että rahoitushierarkkisella käyttäytymisellä pyritään välttämään kontrollin heikkenemistä organisaatiotasolla. Havaintojen perusteella Yhdysvalloissa panostus yrityksen sisäisiin kontrollitoimenpiteisiin on siis jonkin verran suurempaa kuin esimerkiksi Suomessa.



## 5. Yhteenveto ja johtopäätökset

Kannattava ja pitkäjänteinen yritystoiminta vaatii järkevän pääomarakenteen toimiakseen saumattomasti. Haasteeksi muodostuu luonnollisesti se, missä suhteessa omaa ja vierasta pääomaa tulee optimaalisen rahoitusrakenteen kasaamiseksi hankkia. Ideaalitalanne on siis sellainen, jossa molempien pääomalajien hyödyt maksimoituvat ja haitat minimoituvat. Käytännön tasolla tehtävä on usein haasteellinen ja siitä syystä pääomarakennekäyttäytymistä on pyritty erilaisten teorioiden pohjalta mallintamaan ja tutkimaan.

Pääomarakenneteorioiden sisältö ja lähtökohdat ovat kiinnostaneet tutkijoita jo pitkään. Empiirisiä tutkimuksia analysoimalla voidaan helposti tulla siihen johtopäätökseen, että erilaisia tuloksia ja näkemyksiä on lähes yhtä paljon kuin on erilaisia julkaisujakin. Pääomarakenneteorioiden tutkimuksen pioneereista ei kuitenkaan liene juurikaan eripuraisia näkemyksiä. Modigliani ja Miller esittivät 1950-luvun lopulla näkemyksensä yrityksen pääomarakenteen ja arvon yhteydestä. Tutkimustulokset herättivät paljon mielenkiintoa ja tutkimuskenttä onkin laajentunut vuosi vuodelta entistä kattavammaksi.

Tutkimuskentän voidaan katsoa jakautuneen kahteen eri koulukuntaan. Ensimmäinen koulukunta tukeutui käsitykseen, jonka mukaan pääomarakenteelle on mahdollista löytää yrityskohtainen optimi. Tässä tilassa yrityksen on eri pääomalajien hyödyt ja haitat mukaan lukien optimaalisinta olla. Mikäli yritys ei ole tässä tilassa, sen on mahdollisuuksien mukaan pyrittävä siihen erilaisten pääomarakennejärjestelyiden kautta. Näitä näkemyksiä edustavat tässä työssä agenttiteoria ja trade-off-teoriat. Toinen koulukunta sen sijaan ei näe pääomarakenteella tiettyä optimia, vaan pääomarakenteen selittäjinä käytetään epätasaisesti jakautuneeseen tietoon liittyviä tekijöitä. Näistä teorioista esimerkkeinä tässä työssä ovat signaalointiteoria ja pecking order-teoria.

Empiirisissä tutkimuksissa on havaittavissa selvää ristiriitaisuutta eri tutkimusten kesken. Koska tutkimuskenttä on hyvin laaja, haasteeksi muodostuu väistämättä relevanttien tutkimusten haarukointi ja toisaalta juuri tämän työn tavoitteisiin sopivien julkaisujen etsintä. Tässä työssä käsitellyt tutkimukset ja empiiriset havainnot on

pyrityt järjestämään mahdollisuuksien mukaan siten, että ne palvelevat mahdollisimman hyvin kirjallisuuskatsauspohjaista näkökulmaa. Toisaalta myös tutkimukset on valikoitu siten, että empiiristen tulosten kapeakatseisuutta on pyritty lieventämään.

Työn yhtenä päätarkoituksista oli selvittää, onko yritys kentässä havaittavissa jonkun yksittäisen teorian dominanssia pääomarakennetekniikassa. Tähän kysymykseen löytyi lopulta harvinaisen yksiselitteinen vastaus. Kaikista työssä käsitellyistä teorioista on löydettävissä sekä hyviä että huonoja puolia. Jokaisesta teoriasta on havaittavissa sellaisia elementtejä, joilla kyetään selittämään pieni osa pääomarakenteisiin vaikuttavista tekijöistä, mutta yhtään täydellistä teoriaa ei ole vielä tähänkään päivään mennessä luotu. Näin ollen minkään yksittäisen teorian osalta ei voida todeta, että dominanssia olisi havaittavissa

Vallitsevat pääomarakenneteoriat luovat kuitenkin oivan pohjan jatkotutkimuksille. Koska empiiristen tutkimusten valossa näyttää toistaiseksi mahdottomalta selittää pääomarakennetekniikkaa vallitsevien teorioiden kautta, uusien teorioiden sisääntuloa on syytä lähitulevaisuudessa odottaa. On oletettavissa, että erilaisten dynaamisten, eri teorioiden hyviä puolia yhdistävien mallien mukaantulo voisi entisestään järjeistää tuloksia ja yhtenäistää tutkijoiden näkemyksiä. Joitakin uusia malleja on jo muutamissa akateemisissa julkaisuissa esitetty, mutta niiden paikkansapitävyydestä ei ole tehty empiirisiä tutkimuksia. Selvää kuitenkin on, että entistä globaalimmassa ja kilpailullisemmassa yritysmaailmassa rahoitusrakenteen ja yleensäkin pääomarakennetekniikoiden rooli tulee korostumaan entisestään.

## Lähdeluettelo

**Amihud**, Y. Lev, B. 1981. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, *Bell Journal of Economics*, vol.12, no.2, 605-617

**Barclay**, M. J. Smith Jr., C. W. Watts, R. L. 1995. The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.7, no.4, 4-19

**Barucci**, E. 2003. *Financial Markets Theory: Equilibrium, Efficiency and Information*, Springer Finance Series, London: Springer-Verlag London Limited

**Bhattacharya**, S. 1980. Nondissipative Signaling Structures and Dividend Policy, *Quarterly Journal of Economics*, vol.95, no.1, 1-24

**Booth**, L. Aivazian, V. Demirguc-Kunt, A. Maksimovic, V. 2001. Capital Structures in Developing Countries, *The Journal of Finance*, vol.21, no.1, 77-91

**Boot**, A. W. A. Thakor, A. V. 2011. Managerial Autonomy, Allocation of Control Rights, and Optimal Capital Structure, Oxford University Press, 3434-3485

**Bradley**, M. Jarrell, G. A. Kim, E. H. 1984. On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence, *The Journal of Finance*, vol.39, no.3, 857-878

**Brealey**, R. Myers, S. Allen, F. 2008. *Principles of Corporate Finance*, 9. painos, Ney York: McGraw-Hill companies

**Cai**, F. Ghosh, A. 2003. Tests of Capital Structure Theory: A Binomial Approach, *Journal of Business & Economic Studies*, vol.9, no.2, 20-32

**Campbell**, T. S. Kracaw, W. A. 1980. Information Production, Market Signalling, and the Theory of Financial Intermediation, *The Journal of Finance*, vol.35, no.4, 863-882

**Chen**, J. J. 2004. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies, *Journal of Business Research*, vol.57, no.12, 1341-1351

**Coase**, R. H. 1937. The Nature of the Firm, *Economica*, vol.4, no.16, 386-405

**Copeland**, T. E. Weston, J. F. Shastri, K. 2005. *Financial Theory and Corporate Policy*, 4. painos, Pearson Addison Wesley

**Cornett**, M. M. Travlos, N. G. 1989. Information Effects Associated with Debt-for-Equity and Equity-for-Debt Exchange Offers, *The Journal of Finance*, vol.44, no.2, 451-468

**Davis**, E. Pointon, J. 1994. *Finance and the Firm*, 2. painos, Ney York: Oxford University Press

**Donaldson**, G. 1961. *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Harvard Business School, Division of Research, Harvard University

**Donaldson**, G. 1984. *Managing Corporate Wealth: The Operation of a Comprehensive Financial Goals System*, New York: Praeger

**Fama**, E. French, K. 2002. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt, *The Review of Financial Studies*, vol.15, no.1, 1-33

**Fama**, E. French, K. 1998. Taxes, Financing Decisions and Firm Value, *The Journal of Finance*. vol. 53, no.3, 819-843

**Fischer**, E. O. Heinkel, R. Zechner, J. 1989. Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests, *The Journal of Finance*, vol.44, no.1, 19-40

**Frank**, M. Z. Goyal, V. K. 2004. The effect of market conditions on capital structure adjustment, *Finance Research Letters*, vol.1, no.1, 47-55

**Frank**, M. Z. Goyal, V. K. 2003. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, vol.67, no.2, 217-248

**Graham**, J. R. 2011. A Summary of Recent Corporate Tax Research, *NBER Reporter*, vol.2011, no.4, 5-7

**Graham**, J. R. Harvey, C. R. 2001. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, *Journal of Financial Economics*, vol.60, no. 2/3, 187-243

**Harris**, M. Raviv, A. 1990. Capital Structure and the Informational Role of Debt, *The Journal of Finance*, vol.45, no.2, 321-349

**Heinkel**, R. 1982. A Theory of Capital Structure Relevance under Imperfect Information, *The Journal of Finance*, vol.37, no.5, 1141-1150

**Helwege**, J. Liang, N. 1996. Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms, *Journal of Financial Economics*, vol.40, no.3, 429-458

**Hovakimian**, A. Opler, T. Titman, S. 2001. The Debt-Equity Choice, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.36, no.1, 1-24

**Jaggia**, P. B. Thakor, A. V. 1994. Firm-specific human capital and optimal capital structure, *International Economic Review*, vol.35, no.2, 283-308

**Janbaz**, M. 2010. Capital Structure Decisions in the Iranian Corporate Sector, *International Research Journal of Finance and Economics*, vol.2010, no.58, 24-31

**Jensen**, M. 1986. Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, vol.76, no.3, 323-329

**Jensen**, M. C. Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol.3, no.4, 305-360

**Kjellman**, A. Hansén, S. 1995. Determinants of Capital Structure: Theory vs. Practice, *Scandinavian Journal of Management*, vol.11, no.2, 91-102

**Koch**, P. D. Shenoy, C. 1999. The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies, *The Journal of the Financial Management Association*, vol.28, no.4, 16-35

**Kochhar**, R. 1996. Explaining firm capital structure: The role of Agency Theory vs. Transaction cost Economics, *Strategic Management Journal*, vol.17, no.9, 713-728

**Knüpfer**, S. Puttonen, V. 2004. *Moderni rahoitus*. Helsinki: WS Bookwell Oy

**Leland**, H. E. Pyle, D. H. 1977. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *The Journal of Finance*, vol.32, no.2, 371-387

**Leland**, H. E. Toft, K. B. 1996. Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads, *The Journal of Finance*, vol.51, no.3, 987-1019

**Mao**, C. X. 2003. Interaction of Debt Agency Problems and Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, vol.38, no.2, 399-423

**Markopoulou**, M. K. Papadopoulos, D. L. 2009. Capital Structure Signaling Theory: Evidence from Greek Stock Exchange, *Portuguese Journal of Management Studies*, vol.14, no.3, 217-238

**Masulis**, R. W. 1980. The Effects of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers, *Journal of Financial Economics*, vol.8, no.2, 139-178

**Mikkelson**, W. H. Partch, M. M. 1986. Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process, *Journal of Financial Economics*, vol.15, no. 1/2, 31-60

**Miller**, M. H. 1977. Debt and Taxes, *The Journal of Finance*, vol.32, no.2, 261-275

**Modigliani**, F. Miller, M. 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, vol.53, no.3, 433-443

**Modigliani**, F. Miller, M. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, *American Economic Review*, vol.48, no.3, 261-297

**Mukherjee**, S. Mahakud J. 2012 Are Trade-off and Pecking Order Theories of Capital Structure Mutually Exclusive?, *Journal of Management Research*, vol.12, no.1, 41-55

**Myers**, S. C. 1993. Still Searching for Optimal Capital Structure, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.6, no.1, 4-14

**Myers**, S. C. 1984. The capital structure puzzle, *The Journal of Finance*, vol.39, no.3, 575-592

**Myers**, S. C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, vol.5, no.2, 147-175

**Myers**, S. C. Majluf, N. S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have, *Journal of Financial Economics*, vol.13, no.2, 187-221

**Niskanen**, J. & Niskanen, M. 2010. Yritysrahoitus, 5.-6. painos, Helsinki: Edita Prima Oy

**Norton**, E. 1991. Factors Affecting Capital Structure Decisions, Financial Review, vol.26, no.3, 431-446

**Pinegar**, J. M. Wilbricht, L. 1989. What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey, The Journal of the Financial Management Association, vol.18, no.4, 82-91

**Rasiah**, D. Kim, P. K. 2011. A Theoretical Review on the use of the Static Trade off Theory, the Pecking Order Theory and the Agency Cost Theory of Capital Structure, International Research Journal of Finance and Economics, vol.2011, no.63, 150-159

**Ross**, S. 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, Bell Journal of Economics, vol.8, no.1, 23-40

**Ross**, S. Westerfield, R. W. Jaffe, J. 2005. Corporate Finance, 7. painos, McGraw-Hill companies

**Shyam-Sunder**, L. Myers, S. 1999. Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure, Journal of Financial Economics, vol.51, no.2, 219-244

**Smith**, C. Warner, J. 1979. On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants, Journal of Financial Economics, vol.7, no.2, 117-161

**Solomon**, E. 1963. Leverage and the Cost of Capital, The Journal of Finance, vol.18, no.2, 273-279

**Taggart**, R. A. Jr. 1977. A Model of Corporate Financing Decisions, The Journal of Finance, vol.32, no.5, 1467-1484

**Titman**, S. Wessels, R. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice, The Journal of Finance, vol.43, no.1, 1-19

**Tse**, C.-B. Jia, J. Y. 2007. The Impacts of Corporate Ownership Structure on the Incentive of using Capital Structure to signal, Studies in Economics and Finance, vol.24, no.2, 156-181

**Virolainen, K.** 1990. Determinants of Corporate Financial Policy: Theory and Evidence on Finnish Data, Helsingin kauppakorkeakoulun julkaisu B-103, Helsinki: Helsingin kauppakorkeakoulun kuvalaitos

**Viswanath, P. V.** 1993. Strategic Considerations, the Pecking Order Hypothesis, and Market Reactions to Equity Financing, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.28, no.2, 213-234

**Viviani, J-L.** 2008. Capital structure determinants: an empirical study of French companies in the wine industry, *International Journal of Wine Business Research*, vol.20, no.2, 171-194

**Wald, J.** 1999. How firm characteristics affect capital structure: an international comparison, *Journal of Financial Research*, vol.22, no.2, 161-187