

VAASAN YLIOPISTO
KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA
LASKENTATOIMEN JA RAHOITUKSEN YKSIKKÖ

Otto Kovanen

PÄÄOMARAKENTEISIIN VAIKUTTAVAT TEKIJÄT
PERHEYRITYKSISSÄ

Laskentatoimen ja rahoituksen
pro gradu -tutkielma

Laskentatoimen ja tilintarkastuksen maisteriohjelma

VAASA 2018

SISÄLLYSLUETTELO	sivu
TIIVISTELMÄ	5
1. JOHDANTO	7
1.1. Aiheen merkitys	8
1.2. Tutkimusongelma ja tutkielman rakenne	9
2. PERHEYRITYSTEN PÄÄOMARAKENTEISIIN LIITTYVIÄ AIKAISEMPIA TUTKIMUKSIA	10
2.1 Yhteenveto	15
3. PÄÄOMARAKENNETEORIAT	16
3.1. Optimaaliset pääomarakenneteoriat	17
3.1.1 Tradeoff-teoria	17
3.1.2 Agenttiteoria	19
3.2. Asymmetriseen informaatioon perustuvat teoriat	20
3.2.1 Pecking order –teoria	20
3.2.2 Signaalointiteoria	22
3.3 Yhteenveto	23
4. PÄÄOMARAKENTEISIIN VAIKUTTAVIA TEKIJÖITÄ	25
4.1. Yrityksen koko	26
4.2. Kannattavuus	27
4.3. Aineellinen omaisuus	28
4.4. Market-to-book -luku	29
4.5. Toimialat	29
4.6. Odotettu inflaatio	30
4.7. Osingot	30
4.8. Yhteenveto ja hypoteesit	31
5. TUTKIMUSAINEISTO JA MENETELMÄT	35
5.1. Tutkimusmenetelmä	37

6. EMPIIRISET TULOKSET	41
6.1. Deskriptiivinen kuvaus muuttujista	41
6.2. Regressioanalyysi	44
6.2.4 Yhteenveto regressiomalleista	51
7. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	53
7.1. Tutkimuksen rajoitteet ja jatkotutkimusehdotukset	55
LÄHDELUETTELO	57
LIITTEET	64

KUVIOLUETTELO**sivu**

Kuvio 1: Optimaalinen pääomarakenne. (Shyam-Sunder ja Myers 1999: 220).	18
Kuvio 2: Rahoitushierarkia. (Brealey & Myers 1984).	21

TAULUKKOLUETTELO

Taulukko 1: Yhteenveto pääomarakenteisiin vaikuttavista tekijöistä.	32
Taulukko 2: Aineiston jakautuminen toimialoittain.	36
Taulukko 3: Aineiston jakautuminen kokoluokittain.	36
Taulukko 4: Velkaantumista selittävät muuttujat.	39
Taulukko 5: Deskriptiivinen kuvaus muuttujista.	42
Taulukko 6: Korrelaatiomatriisi, perheyrytykset.	43
Taulukko 7: Korrelaatiomatriisi, ei-perheyrytykset.	43
Taulukko 8: Perusmalli regressioanalyysille.	45
Taulukko 9: Perusmalli ilman inflaatiota.	49
Taulukko 10: Regressioanalyysin tulokset toimialat huomioon ottaen.	50

VAASAN YLIOPISTO**Kauppätieteellinen tiedekunta**

Tekijä:	Otto Kovanen	
Tutkielman nimi:	Pääomarakenteisiin vaikuttavat tekijät perheyryksissä	
Ohjaaja:	Teija Laitinen	
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri	
Yksikkö:	Laskentatoimi ja rahoitus	
Koulutusohjelma:	Laskentatoimi ja tilintarkastus	
Aloitusvuosi:	2011	
Valmistumisvuosi:	2018	Sivumäärä: 64

TIIVISTELMÄ

Tutkielman tarkoituksena oli tutkia mitkä tekijät vaikuttavat velkaantumiseen Helsingin pörssiin listatuissa perheyryksissä. Aihe on ollut kansainvälisen mielenkiinnon kohteena viimeisten vuosikymmenten aikana, mutta Suomessa tehdyt tutkimukset ovat olleet toistaiseksi vähäisiä. Tämän vuoksi suomalainen aineisto antoi ainutlaatuisen ja mielenkiintoisen lähtökohdan tutkimukselle. Tässä pro gradu -tutkielmassa luotiin teoriapohja yhteensä seitsemälle hypoteesille, joita tutkittiin empiirisesti.

Tutkimuksessa pyrittiin selvittämään, eroaako perheyrytysten pääomarakenne muista yrityksistä ja mitä pääomarakenneteoriaa perheyrytykset noudattavat. Tutkimuksessa selvitettiin myös, mihin suuntaan yrityksen koko, kannattavuus, aineellinen omaisuus, kasvuodotukset, toimiala, inflaatio ja osingot vaikuttavat velkaantumisessa.

Tutkimusaineisto koostuu Helsingin pörssin yrityksistä vuosilta 2010-2014 ja tutkimusmenetelmänä käytettiin lineaarista regressioanalyysia. Teoriassa käydään läpi aiheeseen liittyviä aikaisempia tutkimuksia, esitellään keskeiset pääomarakenneteoriat ja paneudutaan pääomarakenteisiin vaikuttaviin tekijöihin.

Tutkimustulosten mukaan perheyrytykset ovat olleet keskimäärin hieman velkaisempia kuin muut yritykset ja niiden pääomarakenteiden muodostumiseen on vaikuttanut eniten pecking order -teorian oletukset. Pääomarakenteisiin vaikuttavista tekijöistä yrityksen koko vaikutti lisäävästi velkaantumiseen, kun taas kannattavuus ja osingot vähentävästi.

AVAINSANAT: Pääomarakenne, perheyrytytys, tradeoff, pecking order

1. JOHDANTO

Yritysten pääomarakenteisiin vaikuttavat tekijät ovat kiinnostaneet tutkijoita jo pitkään ja syystäkin, sillä se on yksi keskeisimpiä yritysrahoituksen osa-alueita. Ensimmäiset pääomateoriat kehittivät Modigliani ja Miller (1958). Kyseiset tutkimukset osoittivat, että pääomarakenteella ei ole merkitystä yrityksen arvoon sen toimiessa täydellisillä markkinoilla. Myöhemmin tutkimusta on kuitenkin kritisoitu siitä, että käytännössä täydelliset markkinat eivät toteudu koskaan, joten pääomarakenteella voidaan sanoa olevan vaikutusta yrityksen arvoon ja kannattavuuteen. Sittemmin pääomarakenteen yhteyttä yrityksen eri lukuihin on tutkittu todella paljon ja erilaisin mittarein.

Krauss ja Litzenberger (1973) loivat staattisen tradeoff-teorian, jonka mukaan yritykset pyrkivät optimaaliseen pääomarakenteeseen, jossa tasapainottuvat omasta ja vieraasta pääomasta saatavat hyödyt ja aiheutuvat kustannukset. Jensen ja Meckling (1976) jalostivat perinteisestä tradeoff-teoriasta agenttiteorian, joka ottaa huomioon myös markkinoiden epätäydellisyydet. Nämä niin sanotut agenttikustannukset vaikuttavat heidän mukaansa täydellisillä markkinoilla siihen, kuinka optimaalinen pääomarakenne muodostuu eri yrityksissä. Sittemmin Ross (1977) ja Myers ja Majluf (1984) loivat signalointi- ja pecking order -teoriat, joiden mukaan velkaantuminen on riippuvuussuhteessa asymmetrisen informaation kanssa.

Suurin osa teoreettisista ja empiirisistä tutkimuksista koskee julkisten yritysten pääomarakenteita ja hajautetusti omistettuja listaamattomia yrityksiä. Vain murto-osa tutkii perheyritysten rahoituskäyttäytymistä. Perheyritysten pääomarakenteen selittämiseen ei voida suoraan soveltaa edellä mainittuja perinteisiä teorioita, sillä yritystä johtavalla perheellä, tai perheenjäsenellä voi olla kovin erilaiset intressit toteuttaa liiketoimintaa ei-perheyrityksiin verrattuna. Tällaisen yrityksen käyttäytyminen saattaa poiketa normista rahoitusmarkkinoilla.

Perheyritykset eroavat muista yrityksistä useista eri syistä. Ne pyrkivät välttämään liiallista velkaantumista konkurssin uhan alla, mutta toisaalta investointien ja muiden menojen rahoittaminen omaa osakeannilla ei ole mieluisin vaihtoehto. Tällöin yrityksen omistusosuus jakaantuu suuremmalle väkimäärälle, sisäpiirin ulkopuolisille tahoille, minkä seurauksena johtoportaan voi mahdollisesti liittyä perheen ulkopuolisia tahoja. Ulkopuolisten sijoittajien lisääntyessä oman yrityksen kontrollointi voi vaarantua ja liiketoimintaa ei välttämättä voida enää toteuttaa haluttuun suuntaan perheen arvoja ja

intressejä kunnioittaen. Pahimmassa tapauksessa yritystä ei voida jatkaa perheen seuraaville sukupolville. Tämä ajattelutapa ei toisaalta ole niin yksiselitteinen, sillä uusien ulkopuolisten omistajien ja johtajien tuoma tietotaito voi yhtä hyvin myös piristää vanhoihin kaavoihin kangistuneen perheyrittäjien liiketoimintaa.

Tutkielma pohjautuu Schmidin (2013), Ampenbergin, Schmidin, Achleitnerin ja Kasererin (2013) sekä Murrayn ja Goyalin (2009) tehtyihin tutkimuksiin. Tutkielman tarkoitus on selvittää miten keskitetty omistusrakenne sekä perustajaperheen kontrollointi vaikuttavat Helsingin pörssissä listattujen perheyrittäjien pääomarakenteisiin. Nämä tutkimukset tukevat toteutettavaa tutkielmaani hyvin, sillä tarkasteltavat lähtökohdat ovat samankaltaisia Suomessa ja Saksassa toimivilla yrityksillä. Molemmissa maissa vallitsee niin sanottu pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä, jolle on luonteenomaista, että suuremmissa lainoissa lainaaja osallistuu lainaa ottavan yrityksen toimintaan asettaen erilaisia vaatimuksia ja ehtoja lainansaajalle.

Pankkien vaikuttaminen lainojen saatavuuteen saattaa olla etenkin omistuskeskeisten perheyrittäjien intressien kanssa ristiriidassa. Ampenbergin ym. (2013) tutkimustulokset osoittavatkin, että institutionaalinen ympäristö vaikuttaa suurissa määrin perheyrittäjien velkaantuneisuuteen. Näillä lähtökohdilla onkin mielenkiintoista tutkia, toteutuvatko jäljempänä esiteltävät hypoteesit suomalaisella aineistolla.

1.1. Aiheen merkitys

Perheyrittäjien vaikutus kansantalouteen sekä määrällisesti että työllistäjänä on todella merkittävä, niin Suomessa kuin maailmalla. Siksi onkin yllättävää miksi perheyrittäjien on tutkittu toistaiseksi niin vähän. Reilut 40 % Suomen kaikista keskisuurista yrityksistä on perheyrittäjien ja suurten yritysten kohdalla osuus on 30 %. Suomen suurimmat listatut perheyrittäjät liikevaihdolla mitaten ovat Kone, Cargotec, Sanoma, Lemminkäinen ja Ahlstrom. Yritysostoilla ja -fuusioilla on myös vaikutus perheyrittäjien tietoihin. Vuoden 2012 syyskuussa Helsingin pörssin OMX- listalla oli 126 yritystä, joista 45 oli perheomisteisia (Perheyrittäjien liitto 2012).

Kansainvälisen tutkimuksen (IFERA 2003) mukaan perheyrittäjien osuus koko yrityskannasta esimerkiksi Yhdysvalloissa on peräti 90-95 prosenttia ja Euroopassa 60-90 prosenttia. Tutkielman maakohtaiset tulokset toisaalta eivät ole täysin vertailukelpoisia johtuen siitä, että perheyrittäjien määritelmästä, aineistosta ja

tutkimusmenetelmistä ei ole saavutettu kansainvälistä yksimielisyyttä. Perheyrityksiä koskevat tutkielmat ovatkin osoittautuneet pulmallisiksi, sillä ei ole olemassa tarkkaa rajanvetoa sille, mikä määrittelisi yrityksen perheyritykseksi. Tämä ongelma tulee käytännössä esiin etenkin julkisissa osakeyhtiöissä, joissa omistuksen hajautuminen on väistämätöntä.

1.2. Tutkimusongelma ja tutkielman rakenne

Tämän tutkimuksen tavoitteena on tutkia ovatko Helsingin pörssissä perheyrityksiksi luokiteltavat yritykset enemmän vai vähemmän velkaisia verrattuna muihin yrityksiin ja mitä keskeistä pääomarakenneteoriaa perheyritykset noudattavat, eli pyrkivätkö ne tavoitteelliseen velkaantumiseen vai eivät. Tutkielman pohjana toimivat nämä kaksi hypoteesia, jotka ovat johdettu aiheesta koskevista tieteellisistä tutkimuksista. Pääfokuksen lisäksi selvitetään mihin suuntaan pääomarakenteisiin vaikuttavat tekijät johtavat velkaantumisessa. Perheyrityksiksi luokiteltavien yritysten määritelmät ja rajanvedot esitellään myöhemmin tutkielman empiirisessä osiossa.

Tutkielma rakentuu niin, että toisessa luvussa käydään läpi aikaisempien tutkimusten tuloksia, joita vertaillaan keskenään ja pyritään antamaan lukijalle osviittaa siitä, kuinka eri tekijät ovat vaikuttaneen yritysten pääomarakenteisiin. Kolmannessa luvussa esitellään keskeiset pääomarakenneteoriat. Neljännessä luvussa käydään läpi eri tekijöitä, jotka vaikuttavat kaikkien yritysten pääomarakenteisiin, joita on valittu tähän tutkielmaan yhteensä seitsemän aikaisempien tutkimusten mukaan merkittävintä tekijää. Näiden lisäksi; kappaleen lopussa esitellään tutkielman seitsemän hypoteesia. Viidennessä kappaleessa esitellään tutkimusaineisto ja pohjustetaan tutkimusmenetelmän valinta. Kuudennessa kappaleessa arvioidaan ja analysoidaan regressioanalyysin tuloksia. Lopuksi, viimeisessä, seitsemännessä kappaleessa käydään läpi tutkielman yhteenveto, johtopäätökset ja mahdolliset kehityskohteet sekä rajoitteet jatkotutkimuksia varten.

2. PERHEYRITYSTEN PÄÄOMARAKENTEISIIN LIITTYVIÄ AIKAISEMPIA TUTKIMUKSIA

Pääomarakenteen yhteyttä kannattavuuteen liittyviä tutkimuksia on lukuisia, mutta kirjallisuus on toistaiseksi ollut kykenemätön antamaan mitään yleispätevää teoriaa siitä, miten yritykset järjestävät pääomarakenteensa. Perheyrityksiä koskevat tutkimukset noudattavat samanlaista kaavaa. Tutkimustulokset ovat olleet erilaisia riippuen siitä, minkä maalaisella aineistolla niitä on tutkittu. Toistaiseksi tulokset ovat olleet ristiriitaisia selittäessään, ovatko perheyritykset enemmän vai vähemmän velkaisia ei-perheyrityksiin verrattuna (Ampenberger ym. 2013). Perheyritysten pääomarakenteita koskevat tutkimukset ovat olleet toistaiseksi suhteellisen harvinaisia, mutta yleistyneet viimeisen kahden vuosikymmenen aikana.

Ensimmäiset perheyritysten pääomarakenteita koskevat tutkimukset tulevat Yhdysvalloista. Mishra ja McConaughy (1999: 53) vertailivat listattujen perheyritysten ja ei-perheyritysten eroavaisuuksia ja tulivat siihen tulokseen, että velkaisuus on merkittävästi pienempää perheyrityksissä. Omistajien pelko määräysvallan menettämisestä ja velasta aiheutuva taloudellinen riski johtivat pienempään velan määrään. Vaikutus oli huomattava erityisesti niissä perheyrityksissä, joissa perustajaperheen jäsen oli toimitusjohtajana. Näissä tilanteissa huomattiin, että toimitusjohtajalla oli paljon enemmän hävittävää, kuin niillä joilla ei ollut sukulaissiteitä perustajaperheeseen. Henkisen pääoman merkitys yritykselle ja seuraavien sukupolvien huomioiminen olivat painavia syitä karttamaan lainaamista ja muita taloudellisia riskinottoja. Tutkimuksessa huomattiin, että erityisesti lyhytaikaisen velan ottaminen oli laina, jota pyrittiin välttämään.

Toisessa yhdysvaltalaisessa tutkimuksessa Andersson, Mansi ja Reeb (2003: 263) tutkivat keskittyneen omistuksen vaikutuksia velan agenttikustannuksiin S&P 500 -listan yrityksistä. Tutkimuksen mukaan perheyrityksien sitoutuminen yrityksen toimintaan, pitkä sijoitushorisontti ja perheen luoma paine kasvattivat luottamusta yrityksen ja lainaajan välille, jonka seurauksena omistuskeskeisyyden todettiin vähentävän velan kustannuksia. Parhain hyöty saavutettiin silloin, kun perheen omistusosuus oli noin 12 prosenttia ja perustajajäsen toimitusjohtajana. Alkuperäisen perustajan jälkeläinen toimitusjohtajana toisaalta hieman kasvatti kustannuksia, mutta yleensä ottaen kustannukset olivat perheomisteiselle yritykselle silti pienemmät. Tutkimuksessa ei

kuitenkaan löydetty merkittävää yhteyttä johdon tai perheen omistuksilla suurempaan velkaantuneisuuteen.

Yhdysvaltojen ulkopuolelle sijoittuvia tutkimuksia on sittemmin julkaistu enemmän ja niissä on tultu kovin erilaisiin tuloksiin. Setia-Atmaja, Tanewski ja Skully (2009: 863) tutkivat, kuinka perheyriyten perheen omistajuus ja sen valvonta vaikuttavat maksettavien osinkojen määrään, velankäyttöön ja hallituksen kokoonpanoon Australiassa. Tutkimuksen mukaan perheyriyket eivät suosi ulkopuolisen johdon palkkaamista, joten ne pyrkivät vähentämään enemmistö- ja piensijoittajien välisiä agenttiongelmia jakamalla suurempia osinkoja ja lainaamalla enemmän, ollen näin velkaisempia muihin yrityksiin verrattuna. Suurempien osinkojen maksun ja lainaamisen todettiin toimivan substituuttisena mekanismina välttää ulkopuolisen johdon palkkaamista.

King ja Santor (2008: 2431) taas selvittivät kanadalaisten perheyriyten omistusrakenteen vaikutusta yritysten kannattavuuteen ja pääomarakenteeseen päätyen samankaltaiseen tulokseen. Tutkimuksen mukaan velkaisuus oli paljolti riippuvainen siitä, tuottivatko yhtiön osakkeet keskenään samat vai eriävät oikeudet. Perheyriyten velkaisuus todettiin olevan korkeampaa ja toiminnan kannattavampaa muihin yrityksiin verrattuna silloin, kun liikkeelle lasketut osakkeet olivat samanarvoisia keskenään. Kun käytössä oli eri osakelajeja, velkaisuus ei poikennut merkittävästi muista yrityksistä, mutta yritysten arvo taas oli reilusti alle keskiarvon. Tutkimuksen mukaan perheomistajuus ei kuitenkaan ollut perimmäinen syy huonompaan kannattavuuteen, vaan siinä vaikuttavat pikimminkin yritysten kontrollinedistämiskeinot.

Euroopassa tehdyt tutkimukset perheyriyten pääomarakenteesta ovat saavuttaneet niin ikään erilaisia johtopäätelmiä. Margaritisin ja Psillakin (2010: 621) tutkimuksessa tutkittiin pääomarakenteen, keskittyneen omistuksen ja yrityksen suorituskyvyn välisiä yhteyksiä ranskalaisissa yrityksissä. Toisin kuin Kingin ja Santorin (2018) tutkimuksessa, tässä tutkimustulokset osoittivat, että perheyriyket ovat keskivertoa vähemmän velkaisia, mutta samalla kuitenkin kannattavampia kuin muut yritykset. Samankaltaisiin tuloksiin päätyivät Ampenberger ym. (2013) ja Schmid (2013). Molemmat tutkimukset toteutettiin saksalaisella aineistolla, jossa tutkittaviin yrityksiin vaikuttaa vahva pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä. Velkojan valvonnan merkitys ja perheiden riskinsiedon todettiin vaikuttavan merkittävästi siihen, miksi saksalaiset perheyriyket pyrkivät välttämään velkaantumista.

Blanco-Mazagatosin, Quevedo-Puente ja Castrillon (2007: 199) espanjalaisista yrityksistä tehty tutkimus osoitti empiirisesti perheyritysten seuraavan pecking order -strategiaa. Kun kontrollin menettämisen pelko oli suuri ja oma tulorahoitus ei riittänyt kattamaan tarvittavia menoja, heidän huomattiin käyttävän lainarahoitusta ensisijaisena vaihtoehtona ollen enemmän riippuvaisia velasta kuin ei-perheyritykset. Romanon, Tanewskin ja Smyrniosin (2001: 303) tutkimuksen mukaan varsinkin pienet perheyritykset noudattivat pecking order -strategiaa, koska heillä arvioidaan olevan suurempi riski joutua taloudelliseen ahdinkoon. Maheraultin (2000: 71) tutkimus taas vertaili pienten ja keskisuurten ranskalaisten perheyritysten rahoituskäyttäytymistä. Tutkimuksen aineisto oli jaettu julkisten ja listaamattomien perheyritysten ryhmiin. Tulosten mukaan vain listaamattomat yritykset noudattivat pecking order -teoriaa ja ne rahoittivat menonsa omilla tulovirroillaan ollen vähemmän velkaisia. Bauweraertsin ja Colotin (2012: 9) tutkimuksen mukaan perheyritykset näyttivät noudattavan tradeoff-teoriaa, koska heidän huomattiin pyrkivän tavoitteelliseen velkaisuuteen.

Tähän asti kattavamman kansainvälisen tutkimuksen on suorittanut Ellul (2009). Aineistona käytettiin 36 maassa yli 3000 tuhannen yrityksen havaintoja kahdeksan vuoden ajanjaksolta. Tutkimuksessa selvitettiin miten suuret osakkeenomistajat vaikuttavat yritysten pääomarakenteisiin. Enemmistöomistajat jaettiin perheenjäseniin, institutionaalisiin sijoittajiin (blockholders) sekä juurtuneisiin johtajiin (entrenched managers). Tulosten mukaan perheen omistajuus vaikutti merkittävän positiivisesti (lisäävästi) velan määrään, kun taas muut tekijät joko laskivat velan osuutta tai eivät vaikuttaneet ollenkaan. Perheyrityksillä todettiin olevan korkeampi velkaisuus muihin yrityksiin verrattuna johtuen siitä, että velkaa käytettiin muiden kontrollinedistämiskeinojen substituuttina. Perheyrityksillä oli velkaisempi pääomarakenne siitäkin huolimatta, vaikka muut yritykset olivat yleensä ottaen kooltaan suurempia ja heillä oli enemmän aineellista omaisuutta, joiden Frankin ja Goyalin (2009) mukaan tulisi johtaa suurempaan velkaantuneisuuteen. Lisäksi perheyritysten velkaisuus oli vielä suurempaa valtioissa, joissa piensijoittajien oikeudet olivat pienet.

Toisen laajan tutkimuksen toteuttivat Croci, Doukas ja Gonenc (2011: 860), joiden aineisto kattoi yli neljän tuhannen listatun eurooppalaisen perheyrityksen havainnot vuosina 1998-2008. Erot perheyritysten ja ei-perheyritysten välillä olivat merkittäviä. Tutkimuksen mukaan perheyritysten velkaantuminen oli niin ikään keskivertoa korkeampaa. Kontrollikäytännöt ja oman pääoman agenttikustannukset johtivat tässäkin tutkimuksessa suurempaan velkaisuuteen, mutta mieltymykset lainaamista kohtaan johtuivat myös siitä, että se oli halvempaa perheyrityksille. Perheyritysten todettiin

välttelevän suuria ja epävarmoja investointeja liiallisen riskin takia, minkä seurauksena luotonantajat näkivät heidän sijoituksensa pitkäjänteisinä ja luotettavina. Pitkäaikainen laina oli tästä syystä halvempaa ja sen ottaminen tarvittavien investointien rahoittamiseen oli luontevin vaihtoehto. Uniikki omistautuminen pitkäksi ajaksi yritykseen, perheomistajan suppea portfolio ja suvun luoma paine lujittavat suhdetta perheyrietyksen ja pankin välille. Lisäksi on huomattu, että perheyrietykset saavat enemmän pitkäaikaista lainaa senkin takia, koska niiden investoinnit nähdään usein vähemmän riskisempinä sijoituskohteina (Crocini ym. 2011: 860; Anderson ym. 2003: 263).

Velkaisuusasteen on todettu vaihtelevan perheyrietyksissä sen eri elämänvaiheiden aikana. Molly, Laveren ja Deloof (2010: 131) tutkivat sukupolvenvaihdoksen yhteyttä pääomarakenteeseen ja kannattavuuteen pienissä ja keskisuurissa yrityksissä. Tutkimuksen mukaan suurin muutos tapahtui yrityksen johdon vaihtuessa ensimmäisestä sukupolvesta toiseen. Ensimmäisen sukupolven alaisuudessa perheyrietykset olivat keskimäärin velkaisempia, kun taas sukupolvenvaihdoksen myötä tilanne muuttui päinvastaiseksi. Kaksi vuotta myöhemässä tutkimuksessa (Molly, Laveren ja Jorisen 2012: 703) tutkittiin sukupolvenvaihdoksen vaikutusta yrityksen kasvuun. Velka-asteen pienenemiseen ja kasvun hidastumiseen vaikuttivat uuden sukupolven halu vähentää velkaantumista aiheutuvaa riskiä, sillä liika velkaantuminen saattaisi vaarantaa yrityksen toiminnan. Oman suvun luoman yrityksen olemassaoloa pidettiin niin tärkeänä, että kasvua rajoitettiin turvataksaan tulevaisuuden liiketoiminta.

Santosin (2014: 1063) 12 eri Länsi-Euroopan maan ja vajaa 700 yrityksen kattavan tutkimuksen mukaan perheyrietysten velkaisuus vaihteli erimaalaisten yritysten välillä ja oli pitkälti riippuvainen valtioiden vallitsevasta lainsäädännöstä ja institutionaalisista käytännöistä. Tässä tutkimuksessa tarkastelun alla olevat perheyrietykset olivat pääosin vähemmän velkaisia ja siihen vaikuttivat merkittävästi velasta syntyvät agentti- ja konkurssikustannukset. Tämän tutkimuksen ohella Antonioun, Guneyn ja Paydyalin (2008: 59) tutkimus selventää hyvin, miksi perheyrietyksien velka-asteet poikkeavat eri valtioiden välillä ollen kuitenkin samankaltaisia yrityksissä saman valtion sisällä. Yrityksen pääomarakenteeseen vaikuttavat voimakkaasti valtion taloudellinen tila, yleiset käytännöt, verotus, lainaajan ja velkojan suhde sekä sijoittajan suojan taso maassa, jossa se operoi.

Andersonin ym. (2003: 263) S&P yrityksistä tehdyn tutkimuksen mukaan perheomistajuus vähensi velkarahoituksen kustannuksia johtuen pienemmistä agenttikustannuksista omistajien ja velkojien välillä. Omistuksen ja rahoituksen hinnan

todettiin myös olevan epälineaarinen. Laina oli halvinta omistuksen ollessa maksimissaan 12 prosenttia, mutta omistusosuuden kasvaessa myös lainan hinta nousi. Lainaamisen todettiin joka tapauksessa olevan halvempaa ei-perheyrytyksiin verrattuna. Pienemmät kustannukset johtuivat lähinnä siitä syystä, että velkojat näkivät perheyrytyksen omistusrakenteen ja sen johtajien sitoutumisen yritykseen sellaisena, mikä ajaa heidän intressejään hyvin.

Niskasen ja Niskasen (2010) tutkimuksen mukaan omistaja-johdollisen yrityksen lainansaantimahdollisuudet ovat kuitenkin heikommat verrattuna yritykseen, jossa on omistuksesta eriytynyt johto. Pienyrityksistä tehdyn tutkimuksen mukaan lainansaanti on sitä vaikeampaa, mitä suuremman osuuden johto omistaa. Lainan korot ovat korkeammat ja ne sisältävät enemmän vakuuksia ja ehtoja, koska pankki lisää lainaan velan agenttikustannukset. Myös Andersonin ja Reebin (2003a: 860) toteuttama tutkimus toimitusjohtajan vaikutuksista agenttikustannuksiin osoittaa, että perheenjäsenen ollessa toimitusjohtajana, ovat velan kustannukset korkeammat kuin ulkopuolisen toimitusjohtajan alaisuudessa. Kustannusten nähtiin joka tapauksessa olevan pienemmät verrattuna muihin yrityksiin toimitusjohtajan alkuperästä riippumatta.

Blanco-Mazagatos ym. (2007: 199) tutkivat sukupolvenvaihdoksien vaikutuksia agenttikustannuksiin. Ensimmäisen sukupolven aikana agenttikustannukset olivat suhteellisen alhaiset perustajaperheen johtaessa yritystä, mutta uusien sukupolvien astuessa mukaan yritykseen päättämään asioista kustannusten todettiin nousevan. Sukupolvenvaihdoksen tuomat haasteet huomattiin olevan tämän ilmiön takana. Schulze, Lubatkin ja Dino (2003a) havaitsivat perheyrytyksissä syntyvän agenttikustannuksia, joita ei muille synny. Tutkimuksen mukaan perheet ovat usein altruisteja sukulaisilleen, jolloin heillä on tapana suosia näiden etuja toimivan liiketoiminnan kustannuksella. Perheenjäsenten huonot ratkaisut ja vapaamatkustaminen saatettiin myös katsoa läpi sormien.

Gomez-Meija, Nunez-Nickel ja Gutierrez (2001) todistivat empiirisesti, että altruismilla on yhteys yrityksen huonoon kannattavuuteen. Perhe saattaa palkata epäpäteviä sukulaisiaan johtaviin aseisiin sekä tarjota näille erilaisia etuuksia, jonka seurauksena yrityksen tavoitteet eivät toteudu suunnitellulla tavalla. Tämä luo huonon taikka jännittyneen ilmapiirin muiden työntekijöiden keskuudessa ja vähentää heidän motivaatiotaan toimia yhteisen edun puolesta. Listattujen perheyrytysten hajautunut omistus ja pätemättömät perilliset luovat agenttiongelmia, joita voi syntyä etäällä toimivan omistuksen ja johtajien välille. Lisäksi enemmistö- ja vähemmistöomistajien

väliset tiedon epäsymmetriat on todettu olevan yleisiä etenkin perheyriityksissä (Schulze ym. 2003a: 473).

2.1 Yhteenveto

Tässä kappaleessa on käyty läpi erilaisia perheyriityksiin liittyviä tutkimuksia ympäri maailmaa. Kappaleeseen valitut tutkimukset pohjustavat tämän tutkielman menetelmäosuutta antaen hieman pintaraapaisua syvemmän käsityksen siitä, miten perheyriitykset ovat eronneet muista yrityksistä erilaisissa ympäristöissä ja erilaisin mittarein. Kuten huomataan, aikaisemmat tutkimukset voivat olla toistensa kanssa lähes täysin ristiriidassa, jonka takia tämänkin tutkimuksen hypoteeseihin tulee suhtautua varauksella.

3. PÄÄOMARAKENNETEORIAM

Pääomarakenneteorioiden arkkitehteinä toimivat Modigliani ja Miller (1958), jotka ensimmäisenä pyrkivät selvittämään, mikä merkitys pääomarakenteella on yrityksen arvoon. Heidän tutkimuksensa mukaan yrityksen toimiessa täydellisillä markkinoilla on saman tekevää, miten sen rahoitus on järjestetty, sillä pääomarakenne ei oletuksen mukaan vaikuta yrityksen arvoon ja kannattavuuteen. Myöhemmässä tutkimuksessa pääomarakenteen tarkastelussa otettiin huomioon yritysten verotus, jonka mukaan yrityksen tulisi rahoittaa investointinsa 100-prosenttisesti velalla. Teorian mukaan yrityksen arvo on sitä korkeampi, mitä suurempi on velan osuus pääomarakenteessa. Tämä perustellaan sillä, että velasta maksettava korko on pienempi, kuin oman pääoman käytöstä maksettava kustannus (Modigliani & Miller 1963). Tätäkin mallia kritisoitiin siitä, ettei siinä huomioitu velasta aiheutuvia kustannuksia.

Pääomarakenneteorioista kolme pääkuntaa ovat saavuttaneet laajimman suosion. Nämä ovat optimaaliset pääomarakenneteoriat, asymmetriseen informaatioon perustuvat teoriat sekä markkinoiden ajoitusteoria. Teorioiden selkein eroavaisuus toisistaan liittyy niiden käsitykseen oikeasta velkaantumistasesta. Optimaalisia pääomarakenneteorioita edustavat tradeoff-teoria ja siihen liittyvä agenttiteoria. Tradeoff-teoriassa optimaalinen pääomarakenne valitaan punnitsemalla vieraan pääoman hyötyjä ja kustannuksia. Agenttiteoria pohjautuu pitkälti tradeoff-teoriaan, mutta siinä huomioidaan myös velan agenttikustannukset. Molemmissa teorioissa pyritään löytämään ideaalinen pääomarakenne, missä tasapainottuvat eri rahoitusvaihtoehtojen hyödyt ja haitat.

Optimaalisten pääomateorioiden kilpailevina teorioina pidetään informaation epäsymmetrioihin perustuvia teorioita. Niissä ei pyritä löytämään vieraan ja oman pääoman tavoitteellista tasapainoa, vaan pääomarakenne pohjautuu epäsymmetrisen informaation vaikutuksiin. Nämä teoriat voidaan jakaa kahteen pääryhmään: pecking order- ja signaalointiteorioihin. Pecking order -teoriassa yritysjohdon oletetaan toimivan vanhojen osakkeenomistajien eduksi, missä yrityksen rahoitus järjestetään tietyn hierarkian mukaan. Signaalointiteorian mukaan yrityksen rahoitus valitaan siten, että se niin sanotusti signaloi sisäpiirin ulkopuolisille sijoittajille tietoa yrityksen laadusta.

Markkinoiden ajoitusteorian mukaan yritysjohdon tavoitteena on järjestää rahoitus sen perusteella, mikä on suotuisa vallitsevassa markkinatilanteessa. Rahoitustarpeen ollessa ajankohtainen, vertaillaan eri rahoitusvaihtoehtojen edullisuutta. Jos rahoitus ei ole

tarpeeksi edullista, investoinnit lykätään myöhemmäksi. Kun rahoitus on poikkeavan edullista, yrityksen kannattaa lainata jopa ilman välitöntä tarvetta (Frank & Goyal 2009: 15).

Perheyrityksien pääomarakenteiden tutkiminen ja soveltaminen näihin teorioihin pohjautuen voi olla pulmallista. Perinteiset pääomarakenneteoriat eivät sisällytä tutkimuksiinsa sitä, miten yritysten omistajien henkilökohtaiset ominaisuudet ja intressit vaikuttavat näiden teorioiden syntymiseen. Koska perheyritysten ei tarvitse toimia normaalin kaavan mukaan informaation epäsymmetrioiden ollessa vähäiset taikka olemattomat eri osapuolien välillä, ovat omistaja-johtajan mieltymykset ja tavoitteet merkittävässä osassa pääomarakennepäätöksissä (Romano ym. 2001: 285).

Seuraavaksi tarkastellaan syvällisemmin yrityksen pääomarakenteen muodostumista optimaalisten ja asymmetristen, eli epäsymmetristen teorioiden näkökulmien mukaan. Markkinoiden ajoitusteorian tutkiminen ei kuulu kuitenkaan tämän tutkielman piiriin.

3.1. Optimaaliset pääomarakenneteoriat

3.1.1 Tradeoff-teoria

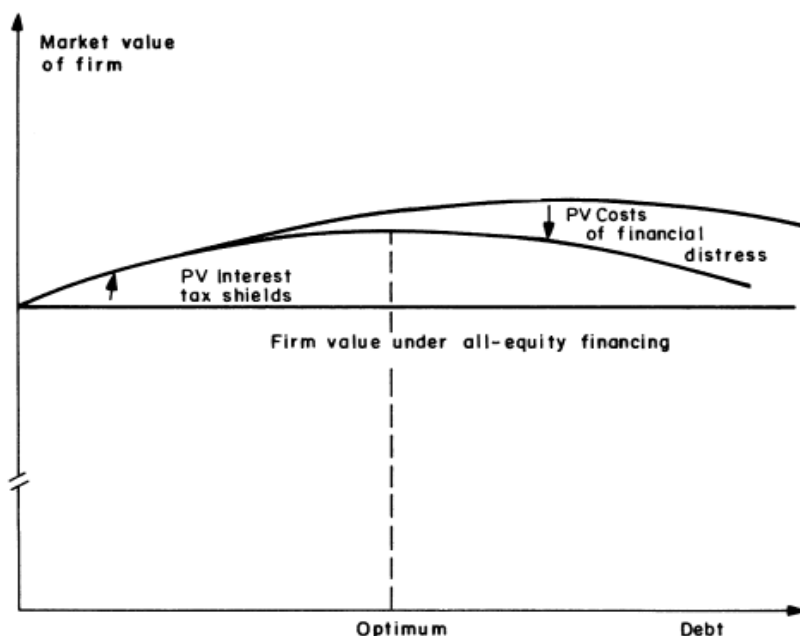
Tradeoff-teorialla kuvataan tilannetta, jossa yritykset valitsevat rahoituksensa kompromissina oman ja vieraan pääoman väliltä tasapainottaakseen velasta saatavat hyödyt ja kustannukset. Modiglianin ja Millerin (1958) mallin mukaan markkinoiden oletetaan toimivan tehokkaasti ja optimaalisin tilanne olisi käyttää vain velkarahoitusta, jolloin korkojen verovähennysoikeudesta saataisiin koko potentiaalinen hyöty käytettyä. Krasin ja Lizenbergin (1973) tradeoff-mallissa huomioidaan myös markkinoiden epätäydellisyydet, jolloin velasta aiheutuvat haitat vaikuttavat optimaalisen pääomarakenteen syntyyn. Suurimpia haittoja ovat suorat ja epäsuorat konkurssikustannukset. Tradeoff-mallin mukaan ideaalisin tilanne olisi järjestää rahoitus niin sanotusti kompromissina siten, että velan määrä olisi hyöty/haitta suhteeltaan optimaalinen.

Tradeoff-teoriasta on olemassa kaksi erilaista mallia, staattinen ja dynaaminen tradeoff-malli, jotka eroavat toisistaan siinä, miten ajan merkitys on huomioitu. Staattisen tradeoff-teorian mukaan yritys pyrkii löytämään optimaalisen pääomarakenteen vain tietyille

ajanjaksolle, kun taas dynaamisessa mallissa pääomarakenne on riippuvainen tulevaisuuden odotuksista (Frank & Goyal 2009).

Tradeoff-teorian mukaan yritysten tulisi tasapainotella velan ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen kanssa siihen pisteeseen asti, missä velasta saatava verohyöty on yhtä suuri, kuin velkaantumisen seurauksesta aiheutuva mahdollinen taloudellinen ahdinko ja siitä johtuvat kustannukset. Teorian mukaan arvoaan maksimoivan yrityksen ei tulisi koskaan jättää lainarahoituksesta saatavia verohyötyjä käyttämättä, jos taloudellisen ahdingon todennäköisyys on pieni (Myers 2001).

Tradeoff-teoria huomioi eri toimialojen pääomarakenne-eroja. Usein korkeaa teknologiaa omistavat yritykset käyttävät enemmän oman pääoman ehtoista rahoitusta ja ottavat vähemmän velkaa. Näille yrityksille on ominaista, että niiden omaisuus koostuu pääosin aineettomasta ja riskillisestä omaisuudesta, jolla ei kuitenkaan ole arvoa yrityksen joutuessa konkurssiin. Yritykset, joiden pääomarakenteessa on enemmän aineellista ja riskitöntä omaisuutta, ovat taipuvaisia lainaamaan herkemmin. Vakuudellinen, kiinteä omaisuus toimii turvana velkojille, mikä helpommin realisoitavissa mahdollisen konkurssin jälkeen (Niskanen & Niskanen 2007: 285-286).



Kuvio 1. Optimaalinen pääomarakenne. Staattisen tradeoff-teorian mukaan yrityksen arvo maksimoituu pisteessä, jossa tasapainottuvat verosuojan hyödyt ja taloudellisen ahdingon kustannukset (Shyam-Sunder ja Myers, 1999: 220).

Empiiriset tutkimustulokset ovat olleet ristiriitaisia selittäessään sitä, pyrkivätkö yritykset tavoitteelliseen velkaantumisasteeseen. Tradeoff-teoria on ollut vallitseva selittäjä pääomarakenteiden yrityskirjallisuudessa, mutta samaan aikaan sen käytäntö on kyseenalaistettu useiden tutkijoiden keskuudessa. Teorian mukaan kannattavimpien yritysten tulisi käyttää enemmän velkaa, koska ne sietävät velasta aiheutuvia kustannuksia paremmin. Kuitenkin tutkimukset ovat samaan aikaan löytäneet kannattavuuden ja velkaisuuden välille negatiivisen riippuvuuden (Frank & Goyal 2009).

3.1.2 Agenttiteoria

Agenttiteorian loivat ensimmäistä kertaa Jensen ja Meckling (1976). Agenttiteoria on tradeoff-teoriasta laajennettu malli, joka keskittyy markkinoiden epätäydellisyyksiin: agenttikustannuksiin. He esittivät, että yrityksen pääomarakenteen määrää tasapainottelu velan hyötyjen ja velan agenttikustannusten välillä. Agenttikustannuksia syntyy osakkeenomistajien ja yhtiön johdon (päämies-agenttisuhte) sekä yrityksen omistajien ja velkojien välille (Jensen & Meckling 1976).

Johdon ja hajautuneen osakeomistajakunnan väliset agenttikustannukset johtuvat osapuolten asymmetrisestä informaatiosta ja erilaisista intresseistä toteuttaa yrityksen ansaintapolitiikkaa. Omistajien ja johtajien välille syntyvät agenttikustannukset voidaan jakaa kolmeen luokkaan. Ensimmäiseen luokkaan kuuluvat johdon sitouttamiseen liittyvät kustannukset, kuten bonukset ja optiot. Toinen koostuu valvonnasta aiheutuvista välittömistä kustannuksista, esimerkiksi tilintarkastajien palkkioista. Loput muodostuvat jäännöskustannuksista, jotka syntyvät, jos johto ei valvonnasta huolimatta pysty täydellisesti toimimaan omistajien eduksi (Niskanen & Niskanen 2007: 16).

Rahoituspäätöksissä asymmetrinen informaatio voi synnyttää erimielisyyksiä myös omistajien ja velkojien välille. Yrityksen kasvattaessa velan osuutta, nykyiset velkojat voivat kokea asemansa heikentyvän. Tämän seurauksena velkojien tarve kontrolloida yritystä kasvaa ja näin luo lisääntyneestä valvonnasta johtuen agenttikustannuksia yritykselle (Jensen & Meckling 1976). Velkojan valvonnan rooli korostuu etenkin pankkikeskeisillä rahoitusmarkkinoilla, kuten Suomessa ja Saksassa. Varsinkin perhey yrityksille velkojan valvonta laskee heidän intressejään pankkirahoitusta kohtaan. (Ampenberger ym. 2013).

Omistajien ja velkojien väliset agenttikustannukset voidaan luokitella seuraavasti neljän eri tyyppin mukaan. Ensimmäiset ongelmat liittyvät osinkoihin (dividend problem), jolloin omistajat jakavat varojaan osinkoina omistajilleen jättäen velkojat toissijaiseen asemaan. Vesitysongelmasta (claim dilution problem) on kyse, kun yritys solmii uuden lainan, jonka lainaehdot ovat paremmat kuin vanhoilla veloilla. Investointiriskin kasvattamisesta (asset substitution problem) aiheutuvat ongelmat johtuvat siitä, kun yritys saa lainaa investointikohteeseen, jonka riski on alhainen, mutta päättääkin sijoittaa rahat riskialttiiseen kohteeseen. Ali-investointiongelma (underinvestment problem) taas syntyy, kun yritys jättää toteuttamatta itselleen hyödyttömän investoinnin, joka olisi kuitenkin hyödyttänyt nykyisiä velkojia (Niskanen & Niskanen 2007: 16).

Omistajien ja yritysjohdon eriytymistä käsittelevät tutkimukset ovat liittyneet lähinnä hajautetusti omistettuihin yrityksiin, mutta agenttiongelmia voi esiintyä kaikenlaisissa ja -kokoisissa yrityksissä. Lähtökohtaisesti perheyriksien agenttikustannukset omistuksen ja johdon välillä oletetaan olevan pienemmät kuin muissa yrityksissä, koska omistus ja johto ovat usein keskittyneitä. Läheiset välit ja perhesiteet vahvistavat osapuolten yhteisiä tavoitteita ja arvoja. Toisaalta perheyriksissä saattaa ilmetä vain niille ominaisia agenttiongelmia, kuten perheen sisäpiirin suosimista muiden kustannuksella. Tämä saattaa johtaa perheenjäsenten vapaamatkustusongelmaan ja heikentää perheeseen kuulumattomien työntekijöiden sitoutumista yritykseen (Dyer 2006: 261).

Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan perheyriksen agenttikustannukset ja siitä seuraavat informaation epäsymmetriat ovat pienemmät varsinkin silloin kun, omistajat johtavat itse yhtiötään. Tätä näkökulmaa on toisaalta kritisoitu, koska myös muissa kuin perheyriksissä voidaan saavuttaa tiiviit välit ja samansuuntaiset tavoitteet omistajien ja johtajien välillä. Perheyriksissäkin on havaittavissa suurille ja hajautetusti omistetuille yrityksille ominaisia päämies-agentti -ongelmia. Mielipiteet yrityksen tavoitteista ja eduista voivat olla toisistaan eriäviä myös perheenjäsenten välillä.

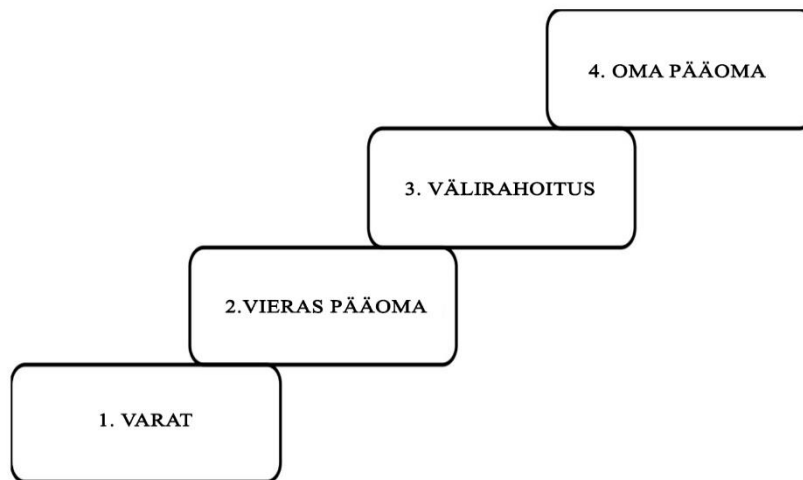
3.2. Asymmetriseen informaatioon perustuvat teoriat

3.2.1 Pecking order –teoria

Myers ja Majluf (1984) kehittivät pecking order -nimisen pääomarakenneteorian, mikä on tunnetuin asymmetriseen informaatioon perustava teoria ja sitä pidetään usein tradeoff-teorian vastakohtana. Pecking order -teoriassa yritykset noudattavat hierarkkista

rahoituspolitiikkaa, jossa yritykset pyrkivät minimoimaan asymmetrisen informaation tuomat haitat. Asymmetrisen informaation perustuvan näkemyksen mukaan yrityksen eri rahoitusmuodot ovat keskenään hiarkisia, jonka takia niitä suositaan tietyssä järjestyksessä. Teorian nimi viittaa rahoituslajien hierarkisuuteen, jonka mukaan eri rahoitusvaihtoehdot ovat keskenään eri hintaisia ja niitä suositaan ”nokkimis”-järjestyksessä niiden edullisuuden mukaan.

Ensisijaisena rahoitusmuotona käytetään sisäistä tulorahoitusta sen edullisuuden ja riskittömyyden takia, eikä siihen pelätä liittyvän arvostusongelmia. Tulorahoituksen riittämättömyyden jälkeen investoinnit pyritään rahoittamaan vähäriskisellä velalla, tämän jälkeen oman ja vieraan pääoman välimuotojen ehtoisilla rahoitusinstrumenteilla ja vasta viimeisenä vaihtoehtona myydään omaa pääomaa. Osakeannilla hankittu varallisuus on huonoin vaihtoehto, koska siihen vaikuttaa suurin väärinarvostuksen riski. Hierarkisen rahoituksen taustalla vaikuttavat informaation epäsymmetriat johtajien ja investoijien välillä (Myers & Majluf 1984).



Kuvio 2. Rahoitushierarkia pecking order -teorian mukaisesti (Brealey & Myers 1984).

Pecking order -teorialle on tunnusomaista informaation asymmetrisyydestä aiheutuva epäsuotuisa valikoituminen. Mallin mukaan yritysjohton oletetaan toimivan niin, että se ajaa vanhojen osakkeenomistajiensa etua. Malli kertoo toisin sanoen sen, missä järjestyksessä vanhojen omistajien etua ajava yritysjohto käyttää eri rahoituslähteitä (Niskanen & Niskanen 2007: 284).

Sijoittajien epävarmuus osakekannan oikeasta arvosta voi rajoittaa uusien osakkeiden liikkeellelaskua. Omien osakkeiden myyminen johtaa pääomarakenteen laskuun, kun osakkeen arvo alenee. Tämä johtuu siitä, että yrityksen sisäpiirillä voi olla enemmän informaatiota yrityksen omaisuuden arvosta, kuin sijoittajilla, jolloin oman pääoman hinnoittelu saattaa tapahtua markkinoilla väärin. Sijoittajat voivat olettaa, että yritys haluaa eroon huonolaatuisesta omaisuudestaan, jolloin osakkeiden merkintähinta jää alhaiseksi tai ääritapauksessa antia ei toteuteta ollenkaan. Tällä tavoin epäsymmetrinen informaatio saattaa vaikuttaa siihen, ettei yrityksen arvoa mitata markkinoilla oikein. Teorian mukaan varsinkin niiden yritysten, joilla on paljon informaation epäsymmetrioita, tulisi käyttää ensisijaisesti tulorahoitusta ja välttää myymästä mahdollisesti alihinnoiteltuja omia osakkeitaan (Myers & Majluf 1984).

Toisin kuin tradeoff-mallissa, pecking order -teoria selittää miksi kannattavimmat yritykset ovat vähemmän velkaantuneita. Tradeoff-tasapainottelulla pyritään tavoitteelliseen velkaantumisasteeseen, toisin kuin pecking order -mallissa, jossa ei pyritä löytämään tiettyä velkatasapainoa. Kuten Myers ja Majluf (1984) toteavat pecking order -teorian periaatteella on hankalaa määritellä jokin tietty tarve yrityksen rahoitusrakenteelle, koska sisäisesti hankittu tulorahoitus ja osakeannilla saatu pääoma ovat rahoituslähteinä käyttäjärjestyshierarkian vastakkaisissa päissä. Kannattavimmat yritykset ovat sen takia vähemmän velkaantuneita, koska niiden tulorahoitus riittää kustantamaan tarvittavat menot, eikä niiden tarvitse velkaantua. Pecking order -teoriaa voi sen teoreettisen viitekehyksen perusteella pitää luontevimpana vaihtoehtona juuri perhey yrityksille, koska osakeanti on usein se epämieluisin vaihtoehto.

Teoriaa on toisaalta kritisoitu siitä, ettei se huomioi institutionaalisia tekijöitä, jotka vaikuttavat velkarahoituksen houkuttelevuuteen (Adedeji 1998: 1129). Rahoitusvaihtoehtojen valinta pecking order -teorian suosimassa järjestyksessä ei myöskään ole aina ideaalinen ottaen huomioon yrityksen tilanteen ja rahoitustarpeen. Nopeaa kasvua tavoitteleva yritys on usein tilanteessa, missä osakeanti on ainut vaihtoehto. Niin ikään pahasti velkaantunut yritys ei välttämättä kestä lisävelkaantumisen tuomaa räsytystä, jonka takia se on saman tilanteen edessä.

3.2.2 Signaalointiteoria

Rossin (1977) mallin mukaan yrityksen korkea velkaantumisaste signaloi ulkopuolisia sijoittajia hyvästä kannattavuudesta ja laadukkaasta sijoituskohteesta. Mallin

perimmäinen tarkoitus on se, kuinka yritysjohto pystyy ilmaisemaan (signaloimaan) yrityksen tilanteen niin, että tieto tulkitaan oikein heidän haluamallaan tavalla. Ulkopuoliset rahoittajat pitävät sisäpiirin julkaisemaa tietoa (sanallisia raportteja) luotettavampana, kun siihen yhdistetään konkreettinen signaali, esimerkiksi lainaemissio tai osingon nosto. Signaalin avulla yrityksen sisäpiiri pyrkii viestimään rahoittajille, että sen tulevaisuuden näkymät ja kassavirtaodotukset ovat suotuisat, minkä turvin yrityksellä on varaa velkaantua veroedun kasvattamiseksi tai maksaa omistajille parempaa tuottoa omistukselleen. Rossin (1977) mukaan asymmetrisen informaation takia signaalien antaminen yritysjohtolta sijoittajille on jopa välttämätöntä menestyvälle yritykselle, jotta se saavuttaisi taloudelliset tavoitteet.

Signalointimalli ennustaa yrityksen arvon ja velkaantumistaseen olevan positiivisessa riippuvuussuhteessa. Mallin mukaan yrityksen velkaantuminen on tavoiteltavaa, koska velkaemissiota pidetään hyvänä uutisena (signaalina) markkinoilla, kun taas osakeanti on huono merkki, mikä johtaa osakkeen kurssin alenemiseen. Signaalien antaminen rahoitusmarkkinoilla on kannattavien yritysten keino erottua edukseen. Heikosti kannattavat yritykset eivät pysty matkimaan taloudellisesti vakaalla pohjalla olevia yrityksiä, koska lainan ottaminen on kallista pitkällä tähtäimellä (Niskanen & Niskanen 2007: 290-291).

3.3 Yhteenveto

Tässä kappaleessa on esitelty kaksi yleisintä pääomarakenneteorian koulukuntaa, jotka eroavat toisistaan siinä, miten yritysten omaisuusrakenteen velkaantumistaso on muodostettu. Optimaalisten pääomarakenneteorioiden mukaan yritykset pyrkivät löytämään yrityksen arvon maksimoivan, tavoitteellisen velkatasapainon, missä tasapainottuvat velkaantumisen verohyödyt ja haitat, eli konkurssi- ja agenttikustannukset. Optimaalisia pääomarakenneteorioita edustavat tradeoff- ja agenttiteoria.

Asymmetriseen informaatioon perustuvia teorioita, pecking order- ja signalointiteorioita, voidaan pitää edellä mainittujen teorioiden kilpailijoina. Pecking order -teorian mukaan rahoitus rakenne pyritään järjestämään niin, että se alentaa informaation epätasaisesti jakautumista eri osapuolten välillä. Eri rahoituslähteitä käytetään tämän teorian mukaan tietyssä suosiojärjestyksessä. Signalointiteorian mukaan yritysjohto pyrkii tietyn rahoitusmarkkinoilla tapahtuvien signaalien avulla viestimään ulkopuolisia tahoja

yrityksen tilasta. Signaalointiteorian mukaan rahoitusrakenne valitaan siten, että velkaantumisaste on positiivisessa riippuvuussuhteessa yrityksen arvon kanssa.

4. PÄÄOMARAKENTEISIIN VAIKUTTAVIA TEKIJÖITÄ

Yritysjohto ei ole täysin riippumaton toimija rahoitusmarkkinoilla, vaan omaisuusrakenteen muodostumiseen vaikuttavat myös yrityksen sisäiset ja ulkopuoliset tekijät. Se miten rahoitus yrityksissä järjestetään, on vahvasti riippuvainen etenkin lainojen kysyntään ja saatavuuteen vaikuttavista tekijöistä. Levy ja Sarnat (1994) ovat määritelleet ainakin seuraavalla neljällä tekijällä olevan vaikutusta lainojen kysyntään:

1. **Voiton todennäköisyysjakauman sijainti.** Jos yrityksen operatiivinen tulos on jatkuvasti hyvä, kannattaa heidän hyödyntää velkaantumisen vipuvaikutus. Vakaan tuloksen pohjalta velkaantumisen negatiiviset vaikutukset eivät ole niin todennäköisiä.
2. **Myynnin ja voiton stabiilius.** Mitä vakaampi on yrityksen myyntivolyymi, sitä stabiilimpi on myös sen operatiivinen tulos. Vakaa tulos mahdollistaa varmemman selviytymisen kiinteistä sitoumuksista ja korkeamman velkaantumisasteen.
3. **Osinkopolitiikka.** Huono osingonmaksukyky signaloi sijoittajia negatiivisesti rahoitusmarkkinoilla. Tämän takia yritysjohtajat eivät ole innokkaita vähentämään osinkojaan, jonka seurauksena yrityksen pääomarakenne voi muuttua enemmän velalliseksi.
4. **Kontrolli.** Usein perustaja-omistajat eivät halua luovuttaa yrityksen päätösvaltaa oman lähipiirinsä ulkopuolelle, jolloin osakeannilla ei ole mahdollista täyttää investointitarvetta. Tällöin rahoitustarpeisiin vastataan lainaamalla rahoitusmarkkinoilta.

Lainan saatavuudella tarkoitetaan sitä, onko yrityksellä ylipäätään mahdollista nostaa lainoja luottomarkkinoilta. Suomen pankkikeskeisillä rahoitusmarkkinoilla tämä tarkoittaa juurikin pankkilainojen saatavuutta. Jos taloudelliset edellytykset täyttyvät, lainojen saatavuutta säätelevät tapa, jolla yritykset hoitavat pankkisuhteitaan sekä pankkien keskinäinen kilpailu. Lainanantajat arvioivat myös, kuinka yrityksen omaisuus on realisoitavissa konkurssin edessä. Jos omaisuus on kiinteää, selviytyy yritys paremmin velkavelvoitteistaan, kuin pääosin aineetonta omaisuutta omistava yritys (Niskanen & Niskanen 2007: 292-293).

Frank ja Goyal (2009: 26) puolestaan esittivät tutkimuksessaan kuusi ydintekijää, mitkä selittävät listattujen yritysten velkaantumista: yrityksen koko, kannattavuus, kasvumahdollisuuksista kertova market-to-book -luku (MTB), aineellinen omaisuus, toimialat ja odotettu inflaatio. Lisäksi osingonjakopolitiikalla on huomattu olevan yhteys yritysten velkaantuneisuuteen. Näiden seitsemän tekijän vaikutusta tarkastellaan lähemmin tässä kappaleessa eri pääomarakenneteorioiden näkökulmista sekä sisällytetään tutkielman regressioanalyysiin yritysten velkaantumista selittäviksi tekijöiksi.

Frankin ja Goyalin (2009: 26) mukaan velkaisuuden määrään korreloi positiivisesti yrityksen koko, aineellinen omaisuus ja odotetun inflaation suuruus. Myös samalla toimialalla toimivien yritysten mediaanivelkaantuneisuus vaikuttaa lisäävästi yksittäisen yrityksen velan määrään. Mitä suuremmat arvot nämä saavat, sitä velkaisempia yritykset ovat. Hyvä kannattavuus ja kasvuodotuksista kertova market-to-book -luku vaikuttavat päinvastaisesti, vähentävästi velan määrää. Osinkoja maksavat yritykset ovat niin ikään vähemmän velkaisia.

Näiden tekijöiden vaikutus velkaantuneisuuteen ei ole yksiselitteinen, kuten kohta huomataan. Vaikutukset voivat olla toisistaan eriäviä, kun niitä tarkastellaan optimaalisten ja asymmetriseen informaation perustuvien pääomarakenneteorioiden näkökulmista. Velkaantuneisuutta selittävät pohdinnat ja tutkimustulokset saattavat olla ristiriidassa jopa eri pääomarakenneteorioiden sisällä. Eri tutkimukset toteutetaan eri aineistoilla, joihin vaikuttavat lukemattomat eri tekijät. Tämän takia nämä seitsemän tekijää antavat lähinnä viitearvon pääomarakennetutkimuksille.

4.1. Yrityksen koko

Useat tutkimukset ovat osoittaneen yrityksen koon vaikuttavan merkittävästi yrityksen velkaisuuteen. Tradeoff-teorian mukaan yritykset ovat sitä velkaisempia, mitä suurempia ne ovat, sillä lainaamisen verohyöty kasvattaa yrityksen arvoa. Saadakseen suurimman hyödyn verosuojasta, yritysten kannattaa velkaantua optimaaliseen pisteeseen asti, missä sen arvo maksimoituu. Lainaamisen on huomattu olevan halvempaa suurille yrityksille. Niille on ominaista yrityksen monimuotoisuus ja täten pienempi alttius konkurssiin kuin pienemmillä yrityksillä. Pitkään toimineet yritykset ovat lisäksi yleensä vanhempia ja kypsiä, mikä usein tarkoittaa hyvää mainetta ja johtaa pienempiin velan agenttikustannuksiin (Titman & Wessels 1988: 17).

Pecking order -teoriaa tulkittaessa ennustetaan käänteistä suhdetta yrityskoon ja velan välille. Suurilla yrityksillä on usein enemmän tuloja, joilla ensisijaisesti rahoitetaan menot. Isoilla ja vakailta yrityksillä on vähemmän käänteistä valikoitumista, joten lainaaminen on niille tälläkin perusteella vähäisempää kuin pienillä yrityksillä. Pienemmillä yrityksillä epävakaas ja informaation epäsymmetriat heijastuvat suurempaan lainanottoon (Chen 2004; Frank & Goyal 2008). Titmanin ja Wesselsin (1988: 17) mukaan oman pääoman liikkeellelaskukustannukset ja pitkäaikainen laina ovat kalliimpia pienille yrityksille, joten ne turvautuvat mieluummin lyhyen ajan pankkilainaan ja ovat täten velkaisempia kuin suuret yritykset.

Pecking order -teoriaa voidaan ajatella toisinkin päin. Chittendenin, Hallin ja Hutchinsonin (1996) tutkimuksen mukaan pecking order -lähestymistapa on relevantimpi, koska suurille yrityksille rahoituksen saaminen on halvempaa kuin pienemmille yrityksille. Tämän takia yrityksen koko voi vaikuttaa lisäävästi niiden velkaantuneisuuteen. Pecking order -teorian mukaan yrityksen koon ja velan välillä piilee näin ristiriita.

4.2. Kannattavuus

Kannattavuuden ja velkaisuuden välinen riippuvuus on erilainen tarkastelemalla tilannetta tavoitteellisen velkaantumisasteen ja asymmetrisen informaation teorioiden näkökulmista. Hyvinä aikoina velkaisuus parantaa yrityksen tulosta, mutta heikompina vuosina se vaarantaa yrityksen toiminnan. Tradeoff-teorian mukaan kannattavimmat yritykset sietävät enemmän velasta aiheutuvia kustannuksia ja näkevät velan koroista saatavan vähennysoikeuden entistä arvokkaampana. Hyvä kannattavuus on merkki pienestä riskistä, mikä johtaa halvempaan lainarahoitukseen. Täten verohyödyn ja konkurssikustannusten näkökulmasta teoria olettaa, että kannattavimmat yritykset käyttävät, ja kannattaa käyttää enemmän velkarahoitusta. Uusimmat tutkimukset toisaalta toteavat, että tradeoff-teorian ja kannattavuuden suhde ei ole niin yksiselitteinen. Empiiriset tutkimukset ovat osoittaneet, että kannattavat yritykset passiivisesti kerryttävät voittovarojaan, jolloin niiden velkaantuminen pienenee. (Frank & Goyal 2009).

Tarkastelemalla kannattavuuden merkitystä velkaisuuteen pecking order -teoriolla, tulokset osoittavat kannattavuuden vähentävän velkaisuutta. Pecking order -teorian mukaan yritykset pyrkivät rahoittamaan menonsa tulorahoituksella mieluummin kuin velalla. Jos investoinnit ja jaettava varallisuus pysyvät suhteellisen samoina ajan kuluessa, niin kannattavimpien yritysten pääomarakenne muuttuu vähemmän velkaiseksi.

Toisaalta suurempi omavaraisuus signaloi luotonantajia hyvästä riskinsietokyvystä, jonka seurauksena lainaaminen on heille halvempaa ja täten kannattavampaa (Titman & Wessels 1988: 15). Useimpien tutkimuksen mukaan kannattavimmat yritykset ovat vähemmän velkaisia, joten ne käyttäytyvät pecking order -teorian mukaan (Frank & Goyal 2009).

4.3. Aineellinen omaisuus

Kiinteän varallisuuden arvon realisoiminen on helpompaa kuin aineettoman omaisuuden. Tradeoff- ja agenttiteorioiden mukaan yrityksen aineellisen omaisuuden suurempi määrä johtaa kasvavaan velkaantumiseen. Kun yritysten hallussa on paljon rahaan vaihdettavaa vakuudellista, kiinteää omaisuutta, niin agenttikustannukset velkojan kanssa ovat pienemmät. Aineellinen omaisuus on arvokkaampaa kuin aineeton omaisuus konkurssissa. Tästä johtuen yrityksillä, joilla on paljon kiinteää varallisuutta voivat velkaantua enemmän. Realisoitavissa oleva omaisuus toimii lainan vakuutena (Frank & Goyal 2009).

Pecking order -teorian mukaan yrityksillä, joilla on enemmän vakuudellista omaisuutta, on myös suurempi käänteisen valikoitumisen riski tähän omaisuuteen. Tällöin voidaan sanoa, että velkaisuus on positiivisesti riippuvainen tästä omaisuudesta. Mitä enemmän aineellista omaisuutta, sitä enemmän velkaa (Frank ja Goyal 2009: 9). Pecking order -teoria saa myös päinvastaisen oletuksen. Informaation epäsymmetrioiden ollessa pientä, on omaisuuden ja velan välinen riippuvuus negatiivinen ja toisinpäin (Harris & Raviv 1991). Suuret määrät aineellista omaisuutta yhdistettynä vähäisiin informaation epäsymmetrioihin johtaa pääoman halvempaan osakkeiden liikkeellelaskuun, jolloin lainarahan suhteellinen hinta on kalliimpaa (Frank ja Goyal 2009: 9).

Pecking order -teorian periaatteen mukaan menot rahoitetaan ensin omilla varoilla ja vasta sen jälkeen velalla, joten vakaalla pohjalla toimivan yrityksen omaisuuden ja velan välillä on negatiivinen yhteys. Omaisuuden ja velallisuuden välillä piilee näin ollen ristiriita, mikä tosin voidaan selittää sillä, että omaisuutta kuvataan monilla eri tunnusluvuilla (Frank & Goyal 2009: 9).

4.4. Market-to-book -luku

Market-to-book -luvun ja velkaisuuden negatiivinen suhde on yksi eniten dokumentoitu säännönmukaisuus pääomarakennekirjallisuudessa. Sen tarkoituksena on selvittää yrityksen aineettomien erien arvo vähentämällä yrityksen markkina-arvosta sen kirjanpitoarvo. Market-to-book -luku yhdistetään kasvuodotuksiin ja sen on todettu vaikuttavan negatiivisesti yrityksen velkaisuuteen (Frank & Goyal 2009: 8).

Kasvuodotukset kasvattavat taloudellisen ahdingon kustannuksia, joka tradeoff-teorian mukaan johtaa siihen, että yritykset lainaavat vähemmän. Velkaantuneisuuden voidaan sanoa olevan negatiivisesti riippuvainen kasvusta (market-to-book -luvusta) (Frank & Goyal 2009: 8). Myös useat agenttiteoriat osoittavat velan ja kasvun negatiivisen suhteen. Esimerkiksi kasvavien yritysten ali-investointi -ongelmat ovat yleisiä. Riskillisellä velalla rahoitettu investointi ei ole osakkeenomistajien näkökulmasta houkutteleva vaihtoehto, joten lainanottoa pyritään välttämään (Frank & Goyal 2009).

Pecking order -teorian mukaan pienen market-to-book -luvun omaavilla yrityksillä on pienemmät kasvuodotukset ja tuotot, jolloin ne lainaavat herkemmin ja varsinkin silloin, kun laina on halpaa. Kannattavimmilla yrityksillä on päinvastoin suuremmat kasvumahdollisuudet. Kun omat varat riittävät, ei lainaaminen ole tarpeen vieraan pääoman käytön ollessa toissijainen rahoituksen lähde. Tämän perusteella myös pecking order -teoria olettaa suuremman market-to-book -luvun johtavan pienempään velkaantuneisuuteen (Frank & Goyal 2009: 8). Toisaalta Chenin ja Chaon (2006: 253) tutkimuksen mukaan suuremman kasvun yrityksille lainan kustannukset todetaan olevan pienemmät, jonka johdosta market-to-book -luvulla ja velkaantumisella nähdään olevan positiivinen yhteys.

4.5. Toimialat

Toimialaerot velan määrässä saavat kaksi mahdollisia selitystä. Yksi tulkinta on, että johtajat vertaavat toimialan mediaanivelkaisuutta omaansa ja pyrkivät samaistumaan siihen. Hovakimian ym. (2001) tutkimuksen mukaan he säätelevät aktiivisesti heidän velkaansa lähemmäksi toimialan mediaanilukua. Toisen tulkinnan mukaan saman toimialan yrityksiin kohdistuvat samat yhteiset voimat, mitkä saavat heidät toimimaan rahoituksellisesti samoin. Näitä toimialakohtaisia voimia ovat kilpailun luonne, omaisuuden heterogeenisyys, liikeriski, teknologia ja lainsäädäntö.

Tradeoff-teorian mukaan yritykset ovat velkaisempia, jos toimialan mediaanivelkaisuuskin on keskimäärin korkeampi. Mitä suurempi toimialan velkaantuneisuus, sitä enemmän se ohjaa yksittäisiä yrityksiä vieraan pääomaehtoisen rahoituksen puolelle. Pecking order -teorian mukaan toimialan pitäisi vaikuttaa vain siten, että se toimii yrityksen rahoitusaliijäämän mittarina (Frank & Goyal 2009: 8-9).

4.6. Odotettu inflaatio

Odotettu inflaatio ja vallitseva korkotaso vaikuttavat yritysten velanottohaluun. Tradeoff-teorian mukaan velallisuus on positiivisesti riippuvainen odotetusta inflaatiosta, koska velan verovähennysten on huomattu olevan arvokkaampia silloin kun odotettu inflaatio on korkea (Taggart 1985: 44).

Markkinoiden ajoitusteorian mukaan velkaa otetaan silloin enemmän, kun odotettu inflaatio on korkeampi kuin vallitseva korkotaso. Korkotason nousu suhteessa odotettuun inflaatioon taas laskee yrityksiä velanottohalua, sillä suuremmat velan kustannukset eivät houkuttele saman lailla (Frank & Goyal 2009: 10-11). Barry, Mann ja Mihov (2008) totesivat tutkimuksessaan lainaamisen olevan suurempaa silloin kun korkotaso on suotuista suhteessa aikaisempiin korkotasoihin.

4.7. Osingot

Tradeoff-mallista on kaksi eri tulkintaa siitä vaikuttaako osingonmaksu velallisuuteen. Staattisen tradeoff-teorian mukaan yritys on velallisempi, jos se maksaa omistajilleen osinkoja. Kun on varaa maksaa osinkoja, on yrityksen liiketoiminta myös lähtökohtaisesti vakaalla pohjalla. Tällöin velanotto on kannattavampaa pienempien konkurssikustannuksien takia. Teorian mukaan osinkoja maksavat yritykset ovat näin velallisempia kuin ne yritykset, jotka eivät maksa osinkoja (Frank & Goyal 2009).

Dynaamisen mallin mukaa teoria osoittaa päinvastaisesti kuin staattinen tradeoff-teoria. Yrityksillä joiden kassavirta ylittää investoinnit, maksavat ylimääräisen jäljelle jäävän osan osinkoina. Velan transaktiokustannusten takia yritysten ei ole järkevää lainata. Tässä tapauksessa osinkoa jakavilla yrityksillä oletetaan olevan vähemmän velkaa (Rozeff 1982; Frank & Goyal 2009). Easterbrookin (1984) teoria agenttikustannusten

vaikutuksesta päätyy samaan tulokseen osinkojen ja velan negatiivisesta suhteesta. Teorian mukaan osinkoja maksavilla yrityksillä on pienemmät oman pääoman agenttikustannukset, minkä takia näillä yrityksillä on vähemmän velkaa.

Pecking order -teoriasta on niin ikään useampia tulkintoja. Yksi näkökulma pecking order -teoriasta olettaa, että osinkoja maksavat yritykset ovat velkaisempia. Teorian mukaan maksettujen osinkojen ajatellaan tekevän kassaan alijäämävajeen, sillä osinkojen maksuun käytetyt varat olisi voitu sijoittaa muihin tarpeisiin. Syntynyt vaje täytetään ottamalla vastaava summa velkaa. Tämän teorian on tosin todettu olevan liian äärimmäinen. Vaihtoehtoisen teorian mukaan osinkoa maksamattomilla yrityksillä on enemmän informaation epäsymmetrioita, jonka seurauksena ne lainaavat mieluummin (Frank & Goyal 2009). Setia-Atmajan ym. (2009) tutkimuksen mukaan perheyrietykset maksavat osinkoja juuri lieventääkseen agenttiongelmia ollen enemmän velkaisia.

Frankin ja Goyalin (2009) toisen tulkinnan mukaan vakaalla pohjalla olevien yritysten tulorahoitus mahdollistaa osinkojen maksun, jonka takia teoria olettaa osinkojen vaikuttavan vähentävästi velan määrään. Pecking order -teoria suosii sisäistä rahoitusta ennen velanottoa, joten investointien ja osinkojen ollessa vakaat, kannattavat yritykset muuttuvat omavaraisemmiksi pitkällä tähtäimellä. Tutkijat toisaalta toteavat, että tähänastiset osinkoja koskevat pääomarakennetutkimukset ovat olleet vähän liiankin tulkinnanvaraisia, joten kirjallisuus vaatii syvempää tarkastelua osinkojen ja velallisuuden suhteelle.

4.8. Yhteenveto ja hypoteesit

Tässä kappaleessa on esitelty seitsemän eri tekijää, joilla on tutkimusten mukaan ollut vaikutusta listattujen yritysten pääomarakenteisiin. Tekijöitä on tarkasteltu eri pääomarakenneteorioiden näkökulmista ja näiden vaikutusta velkaantumiseen tarkastellaan tutkielman empiirisessä osiossa. Taulukkoon 1 on tiivistetty eri tekijöiden vaikutus velkaantumiseen eri teorioiden mukaan. Plusmerkki tarkoittaa velkaantumista lisäävää ja miinusmerkki vähentävää vaikutusta.

Taulukko 1. Yhteenveto pääomarakenteisiin vaikuttavista tekijöistä.

Tekijä	Tradeoff- teoria	Agentti- teoria	Pecking order - teoria	Signalointi- teoria
Yrityksen koko	+	+	-	
Kannattavuus	+	+	-	+
Aineellinen omaisuus	+	+	+/-	
Market-to-book -luku	-	-		
Toimialat	+		+/-	
Odotettu inflaatio	+			
Osingot	+/-	+/-		-

Tutkielman hypoteesit koostuvat kahdesta päähypoteesista ja viidestä alahypoteesista. Ensimmäiset kaksi hypoteesia ovat johdettu tutkielman kahdesta ensimmäisestä pääkappaleesta. Alahypoteesit on johdettu erikseen tässä kappaleessa esiteltyjen muuttujien mukaan. Inflaation vaikutusten ennustaminen on kuitenkin jätetty hypoteesien ulkopuolelle, koska se on indikaattorina ollut suhteellisen uusi muuttuja. Myös toimialojen ennustettu suunta on jätetty pois havaintojen vähäisyyden takia.

Pankkikeskeisen rahoituksen valta-asema lainamarkkinoilla merkitsee sitä, että pankeilla on voimakkaammat intressit kerätä tietoa lainaamistaan yrityksistä. Lisäksi lainasopimukset yleisesti sisältävät lisäehtoja ja vakuuksia (Boot 2000: 16). Nämä asiat osoittavat sen, että pankit mahdollisesti pyrkivät ohjaamaan lainaamiensa yritysten toimintaa, mikä taas vaikuttaa omistuskeskeisten yritysten harkintaan lainata pankeilta. Tämä voi johtaa tulevaisuudessa siihen, että aiemmin otettu laina haittaa pääsyä muiden rahoituslähteiden luo. Tästä johtuen pankkikeskeisillä rahoitusmarkkinoilla varsinkin perheyrietykset, joilla on suuremmat mieltymykset säilyttää määräysvalta itsellään, saattaa olla erilainen asenne lainankäyttöä kohtaan kuin markkinoilla, joissa on sijoittajaorientoitunut järjestelmä (Ampenberg ym. 2013: 251).

Perheyrietykset haluavat usein säilyttää päätäntävällän sisäpiirin käsissä, minkä seurauksesta ne pyrkivät rajaamaan velanottonsa maltilliselle tasolle. Tämä tutkielma toteutetaan suomalaisella aineistolla, joten on odotettavaa, että perheyrietysten velkatasot

ovat myös Suomessa pienemmät verrattuna muihin suomalaisiin pörssiyrityksiin. Näistä oletuksista johdan tutkielman ensimmäisen hypoteesin:

H1: Helsingin pörssin perheyrietykset ovat vähemmän velkaisia muihin yrityksiin verrattuna.

Perheyrietyksillä pääomarakenteen tavoitteellinen velkaantuneisuus tradeoff-mallin perusteella ei toimi täysin teorian oppien mukaisesti. Normaalisti tradeoff-hypoteesien mukaan konkurssikustannukset ja velkaantumisen verohyödyt ovat avaintekijät, jotka määrittelevät optimaalisen velkaantumistasen, mutta perheyrietyksissä omistajien omat tavoitteet ovat usein ristiriidassa perinteisten tradeoff-mallin sääntöjen kanssa. Tästä johtuen velkaantumisesta aiheutuvat haitat painavat perheyrietyksiä enemmän omavaraisen rahoituksen puolelle.

Pecking order -mallin informaation epäsymmetrioihin perustuva teorian voidaan ajatella soveltuvan käytännössä paremmin perheyrietysten toimintalogiikkaan. Sisäistä tulorahoitusta käytetään ensisijaisena ja parhaana vaihtoehtona, sen jälkeen otetaan velkaa ja vasta viimeisenä vaihtoehtona myydään omia osuuksia yrityksestä. Perheyrietykset harvoin haluavat luovuttaa yritystään ulkopuolisille, joten tulorahoitus on luonnollisesti paras vaihtoehto. Omaisuuden jakamattomuus turvaa perheen omistuksen ja sitä kautta määräysvallan itsellään. Tällä oletuksella ja aikaisempien ulkomailla tehtyjen tutkimusten perusteella johdan tutkielman toisen hypoteesin:

H2: Perheyrietykset noudattavat pecking order -teoriaa.

Tutkielman loput, niin sanotut viisi alahypoteesia, on johdettu tässä kappaleessa läpi käytyjen muuttujien mukaan. Hypoteesien ennustetut suunnat perustuvat aikaisempien pääomarakennetta tutkivien tutkimusten mukaisiin tuloksiin. Koska perheyrietyksiä koskevia tutkimuksia on toteutettu niin vähän, on hypoteesit johdettu tutkimuksista, joissa tarkastelun kohteena ovat olleet kaikki yritykset. Aikaisempien perheyrietysten pääomarakenne -tutkimusten mukaan regressiokertoimien suunnat ovat kuitenkin pääosin vastanneen samaa riippumatta tarkasteltavan yrityksen omistuspohjasta. Koska tämän tutkimuksen tarkasteltavat yritykset ovat kaikki julkisia pörssiyrityksiä, on vaikutus

suuremmalla todennäköisyydellä yhdenmukainen näiden tutkimusten kanssa. Pääomarakenteisiin vaikuttavista tekijöistä on jätetty ulkopuolelle kuitenkin toimialojen sekä inflaation vaikutukset, sillä niiden tekijöiden kohdalla ei ollut mahdollista saada havainnollisesti yhtä laadukasta aineistoa kuin muiden tekijöiden kohdalla. Tutkielman loput viisi hypoteesia ovat seuraavat:

H3: Yrityksen koko lisää velkaisuutta.

H4: Kannattavuus vähentää velkaisuutta.

H5: Aineellinen omaisuus lisää velkaisuutta.

H6: Kasvuodotukset vähentävät velkaisuutta.

H7: Osingot vähentävät velkaisuutta.

5. TUTKIMUSAINEISTO JA MENETELMÄT

Tutkielman aineisto koostuu Helsingin pörssissä eli NASDAQ OMX Helsingissä listatuista suomalaisista pörssiyhtiöistä. Tutkimuksessa käytetään paneelidataa, jossa yhdistyvät havaintojen aikasarja- ja poikkileikkausdata. Havainnot koostuvat yritysten tilinpäätöstiedoista vuosilta 2010-2014. Aineistosta on jätetty pois pankit, koska niiden tilinpäätös ja toimintaperiaate eroavat liian paljon muista yrityksistä. Tästä johtuen niiden läsnäolo saattaisi vääristää tutkimustuloksia. Aineistosta puuttuu lisäksi yrityksiä, joista ei ollut saatavana tarpeeksi tietoa. Esimerkiksi tarkasteluajanjakson aikana listautuneet yritykset on jätetty kokonaan tarkastelun ulkopuolelle. Mukana olevien yritysten kokonaislukumäärä on 100. Suurin osa aineistosta on kerätty Orbis-tietokannasta ja loput puuttuvista luvuista manuaalisesti parhaan mukaan. Omistusosuuksien ja osinkojen määrät on selvitetty yritysten vuosikertomuksista ja internet –sivuilta.

Perheyriksen määritelmänä on käytetty Kauppa- ja teollisuusministeriön perheyriystyöryhmän käsitettä, jonka mukaan listatut yhtiöt täyttävät perheyriömääritelmän, mikäli yrityksen perustajalla tai yrityksen (osakekannan) ostaneella henkilöllä tai heidän perheellään tai jälkeläisillään on 25 prosentin osuus yhtiön osakkeiden tuottamasta äänivallasta. Tämän luokituksen mukaan 100 tarkasteltavan yrityksen joukossa perheyriöitä on kaikkiaan 32.

Taulukossa 2 on esitelty yritysten jakauma aakkosjärjestyksessä toimialoittain. Perheyriykset ovat myös esitetty omassa sarakkeessaan. Toimialat on jaettu seitsemään luokkaan. Luokittelun perustana toimii Nasdaq OMX:n käyttämä ICB – luokittelustandardi, joka jakaa yritykset kymmeneen toimialaan. Osaan toimialaan kuuluu vain yksi yritys, minkä takia kyseiset yritykset on yhdistetty toiseen toimialaan kuuluvaksi. Tämän johdosta toimialojen vertailu on jatkossa mielekkäämpää. Kuten taulukosta 2 nähdään, yleisin toimiala on teollisuustuotteet ja -palvelut, jota myös edustaa 65 % aineiston perheyriyksistä.

Taulukko 2. Aineiston jakautuminen toimialoittain.

Toimiala	Kaikki yritykset		Perheyrietykset		Ei-perheyrietykset	
	Lkm	Osuus %	Lkm	Osuus %	Lkm	Osuus %
Kulutuspalvelut	9	9	0	0	9	13
Kulutustavarat	14	14	5	16	9	13
Perusteollisuus	9	9	1	3	8	11
Rahoitus	7	7	2	0	6	0
Teknologia	17	17	3	0	14	19
Teollisuustuotteet ja - palvelut	43	42	20	65	23	32
Terveystenhoito	4	4	1	3	3	4
Yhteensä	103	100	32	100	71	100

Taulukossa 3 kuvataan tarkasteltavien yritysten jakauma kokoluokittain. Lähes kaikki perheyrietykset ovat kokonsa puolesta pieniä tai keskisuuria yrityksiä. Jakauma kuvastaa hyvin sitä, kuinka yritysten omistus jakaantuu laajemmalle omistuspohjalle mitä isommaksi se kasvaa.

Taulukko 3. Aineiston jakautuminen kokoluokittain.

Koko	Kaikki yritykset		Perheyrietykset		Ei-perheyrietykset	
	Lkm	Osuus%	Lkm	Osuus %	Lkm	Osuus %
Suuret	26	25	2	6	24	34
Keskisuuret	30	29	11	34	19	27
Pienet	47	46	19	59	28	39
Yhteensä	103	100	32	100	71	100

5.1. Tutkimusmenetelmä

Tässä tutkielmassa tehdään paneeliaineiston pohjalta lineaarinen regressionanalyysi, jossa velkaantumista selitetään teoriaosuudessa esiteltyjen tekijöiden avulla. Selittäviä tekijöitä ovat yrityksen koko, kannattavuus, aineellinen omaisuus, market-to-book -luku, toimialan vaikutus, odotettu inflaatio sekä yritysten maksamat osingot. Aineiston käsittelyssä ja regressioanalyysien läpiviemisessä käytetään apuna SAS -ohjelmistoa.

Regressioyhtälö on muotoa:

$$(1) \quad y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_k x_k + \varepsilon,$$

jossa velkaantumisaste määräytyy vakiotermin, regressiokertoimen ja virhetermin mukaan.

Lineaarille mallille asetetaan yleensä tietyt perusrajoitteet. Näitä ovat lineaarisuusoletus, poikkeavat havainnot, multikollineaarisuus ja heteroskedastisuus. Lineaarisuusoletus täyttyy, kun voidaan todistaa, että selitettävällä ja selittävillä muuttujilla on tilastollisesti merkitsevä yhteys. Regressioanalyysien poikkeavien havaintojen tulisi olla mahdollisimman normaalijakaantuneita. Joskus yksittäisillä havainnoilla voi olla suuri merkitys tuloksiin, jolloin pitää ottaa selvää, mistä poikkeama johtuu ja voiko sille mahdollisesti tehdä jotain. Multikollineaarisuudella tarkoitetaan tilannetta, missä regressioanalyysin selittävät muuttujat korreloivat liikaa keskenään, mikä aiheuttaa ongelmia tulosten luotettavuuden kannalta. Esimerkiksi VIF-mittarilla voidaan mitata muuttujien välisiä korrelaatioita. Heteroskedastisuus viittaa tilanteeseen, jossa regressiomallin ennustearvojen hajonta vaihtelee suuresti ja systemaattisesti x-muuttujien arvojen kohdalla. Tällä ei ole haitallista vaikutusta regressiokertoimen arvoon, mutta sen sijaan sillä voi olla vaikutusta niiden tilastolliseen merkitsevyyteen.

Regressiomallin luotettavuutta tai hyvyyttä tulkitaan tässä tutkielmassa korjatun selitysasteen avulla. Korjattu selitysaste on hyödyllinen mittari silloin, kuin tavoitteena on vertailla kahden tai useamman regressioanalyysin tuloksia keskenään. Korjattu selitysaste huomioi mallin sisältämien selitettävien muuttujien lukumäärän, mikä on arvoltaan aina pienempi tai yhtä suuri kuin varsinainen selitysaste.

F-testi kertoo, pystytäänkö regressioanalyysin muuttujilla selittämään selitettävän muuttujan vaihtelua. Mikäli F-testin tulos sijoittuu valittuun merkitsevyystason sisään, on tulos tilastollisesti merkitsevä. Tämä tarkoittaa sitä, että regressioanalyysin muuttujat pystyvät yhdessä selittämään tarkasteltavan muuttujan, eli tässä tapauksessa velkaantuneisuuden vaihtelua.

Regressiomallin onnistuneisuutta mitataan näiden lisäksi estimaatin keskivirheellä. Keskivirheen ilmoittama luku kertoo virhetermien keskihajonnan regressiomallille. Mitä pienemmän luvun virhetermien keskihajonta saa, sitä suurempi on mallin selitysvoima.

Taulukossa 4 kuvataan selittävien muuttujien lyhenteet ja niiden selitykset. Lisäksi taulukon oikeaan laitaan on merkitty ennustettu suunta, mikä arvioi kumpaan suuntaan kyseinen tekijä todennäköisesti vaikuttaa. Nämä merkit ovat johdettu aiemmista tieteellisistä tutkimuksista. Toimialojen vaikutus velkaantumiseen on jätetty kunkin alan kohdalla kysymysmerkiksi. Toimialojen kohdalla käytetään dummy-muuttujaa, joka saa arvon 1 tai 0 riippuen siitä, kuuluuko kyseinen yritys oikeaan toimialaan. Seitsemän toimialan luokittelu on esitetty edellä. Selitettävää tekijää, eli velkaantumista (LEV) mitataan jakamalla yritysten kokonaisvelka yrityksen markkina-arvon ja kokonaisvelan summalla.

Taulukko 4. Velkaantumista selittävät muuttujat.

Muuttuja	Selitys	Vaikutus
SIZE	Yrityksen koko	+
PROFIT	Kannattavuus	-
TANG	Aineellinen omaisuus	+
MTB	Market-to-book -luku	-
INF	Inflaatio	+
DIV	Osingot	-
IND1	Kulutuspalvelut	?
IND2	Kulutustavarat	?
IND3	Perusteollisuus	?
IND4	Rahoitus	?
IND5	Teknologia	?
IND6	Teollisuustuotteet ja -palvelut	?
IND7	Terveystuotteet	?

Yrityksen kokoa (SIZE) mitataan luonnollisella logaritmilla taseen loppusummasta. Yrityksen kokoa voidaan mitata myös usealla muulla mittarilla. Taseen loppusumma sopii kuitenkin hyvin tähän tutkielmaan, koska regressioyhtälön muita muuttujia suhteutetaan myös tähän samaan lukuun. Taseen loppusummasta otetaan logaritmi aikaisempien tutkimusten tapaan, sillä se korjaa sen mahdollisia vinoumia. Useat pääomarakennetutkimukset ovat osoittaneet yrityksen koon ja velkaisuuden välillä positiivisen riippuvuuden. Lähes kaikki perheyrietykset ovat kokonsa puolesta pieniä tai keskisuuria, mikä tarkoittaisi näin keskivertoa pienempiä velkaantumisasteita.

Kannattavuutta (PROFIT) mitataan kokonaispääoman tuotto prosentilla. Tunnusluku kertoo yrityksen kyvystä huolehtia sen käytössä olevasta kokonaispääomasta. Useiden tutkimusten mukaan kannattavat yritykset ovat vähemmän velkaisia. Aineellista omaisuutta (TANG) mitataan käyttöomaisuuden suhteella taseen loppusummaan. Tutkimukset ovat osoittaneet käyttöomaisuuden määrän korreloivan positiivisesti velkaisuuden kanssa. Kasvuodotuksia kuvaa market-to-book -luku (MTB), jossa osakkeiden markkinahintaa verrataan sen kirjanpitoarvoon. Tämä on hyvin yleinen mittari useissa tutkimuksissa ja sen suuruuden ennustetaan vaikuttavan vähentävästi

velan määrään. Inflaatiota (INF) mitataan toteutuneilla inflaatioarvoilla seuraavaan tarkasteluvuoteen. Inflaation suuruuden odotetaan vaikuttavan positiivisesti velan määrään. Osinkoja (DIV) mitataan luvulla, jossa vuosittaiset osingot suhteutetaan saman vuoden tulokseen.

6. EMPIIRISET TULOKSET

6.1. Deskriptiivinen kuvaus muuttujista

Taulukossa 5 on kuvattu selitettävän ja selittävien muuttujien havaintojen määrä, keskiarvo, keskihajonta, minimi ja maksimi jokaisen yrityksen kohdalla. Taulukkoon on eritelty peräkkäin kaikkien yritysten (K), ei-perheyritysten (EP) ja perheyritysten (P) havainnot. Myöhemmin vertailut tullaan kuitenkin toteuttamaan vain kahdessa ryhmässä, perheyritysten ja ei-perheyritysten välillä.

Taulukosta voidaan suoraan todeta, että perheyritykset ovat tarkasteluajanjaksona olleet keskimääräisesti velkaisempia ei-perheyrityksiin verrattuna, jonka johdosta voidaan hylätä tutkimuksen ensimmäinen hypoteesi. Perheyritysten velkaantuneisuus on ollut keskimäärin 0,585 prosenttia ja muiden yritysten 0,555 prosenttia, joten molempien yritysryhmien pääomarakente muodostuu suuremmalta osin velasta. Osinkojen kohdalla tietoja oli saatavilla muita muuttujia vähemmän, jonka johdosta havaintojen kokonaismäärä kaikkien yritysten kohdalla on 371-500 välillä. Perheyrityksissä havaintoja on 105-160.

Taulukon 5 mukaan perheyritykset ovat velallisemmän pääomarakenteen lisäksi olleet keskimääräistä pienempiä, vähemmän kannattavia ja ne ovat maksaneet pienempää osinkoa. Niiden omaisuusrakenteen aineellisen omaisuuden osuus on ollut niin ikään hieman pienempi, mutta kasvuodotukset sen sijaan korkeammat. Yritysryhmien eroavaisuuksia voidaan pitää suhteellisen pieninä, poikkeuksena kannattavuutta, mikä on perheyritysten kohdalla keskimäärin huomattavasti pienempi.

Taulukko 5. Deskriptiivinen kuvaus muuttujista

Muuttuja	Yritys	Havainnot	Keskiarvo	Keskihajonta	Minimi	Maksimi
LEV	K	497	0,565	0,153	0,113	1,265
	EP	339	0,555	0,144	0,172	1,103
	P	158	0,585	0,169	0,113	1,265
SIZE	K	500	12,66	1,931	8,757	17,482
	EP	340	13,057	1,926	8,831	17,482
	P	160	11,816	1,655	8,757	15,666
PROFIT	K	478	2,806	12,054	-97,16	77,31
	EP	328	3,701	10,121	-97,16	30,82
	P	150	0,849	15,32	-88,21	77,31
TANG	K	471	0,223	0,184	0,006	0,812
	EP	318	0,229	0,191	0,006	0,729
	P	153	0,208	0,165	0,006	0,812
MTB	K	498	1,882	1,876	-3,273	22,435
	EP	340	1,862	1,712	-2,986	22,435
	P	158	1,925	2,193	-3,273	12,05
DIV	K	371	0,046	0,054	0	0,32
	EP	266	0,052	0,057	0,001	0,319
	P	105	0,031	0,042	0	0,32

Taulukoissa 6 ja 7 kuvataan muuttujien väliset ristikorrelaatiot perheyriyten ja ei-perheyriyten havainnoilla. Taulukossa 5 huomataan, että kannattavuus korreloi erittäin voimakkaasti osinkojen kanssa (0,799) perheyriyksien kohdalla. Tämä arvo on kuitenkin poikkeuksellinen muiden joukossa, eikä korrelaation voimakkuus ole yhtään niin suurta ei-perheyriyksien matriisissa (0,296), joten havaintoja ei tarvitse tämän takia karsia. Muuttujien välisissä ristikorrelaatioissa on myös otettava huomioon havaintojen määrä. Havaintojen vähyys perheyriyksissä voi osaltaan vaikuttaa ristikorrelaatioiden luotettavuuteen.

Mielenkiintoista on huomata, kuinka yrityksen koko korreloi huomattavasti vähemmän muiden muuttujien kanssa, ja jopa toiseen suuntaan, kuin ei-perheyriyten kohdalla. Esimerkiksi ei-perheyriyksissä yrityksen koko korreloi kohtuullisen voimakkaan positiivisesti (0,402) aineellisen omaisuuden kanssa, kun taas perheyriyksissä vastaava korrelaatio on hieman negatiivista (-0,096).

Taulukko 6. Korrelaatiomatriisi. Perheyrytykset.

	LEV	SIZE	PROF	TANG	MTB	INF	DIV
LEV	1						
SIZE	-0,02	1					
PROF	-0,384	0,437	1				
TANG	0,095	-0,096	-0,086	1			
MTB	-0,022	0,038	0,105	-0,253	1		
INF	-0,051	0,04	0,063	-0,005	0,004	1	
DIV	-0,426	0,345	0,799	-0,144	0,41	-0,099	1

Taulukko 7. Korrelaatiomatriisi. Ei-perheyrytykset.

	LEV	SIZE	PROF	TANG	MTB	INF	DIV
LEV	1						
SIZE	0,253	1					
PROF	-0,267	0,129	1				
TANG	0,008	0,402	0,099	1			
MTB	0,078	-0,189	0,1	-0,21	1		
INF	-0,006	-0,006	0,027	0,017	-0,054	1	
DIV	-0,211	0,024	0,296	-0,004	0,17	-0,007	1

6.2. Regressioanalyysi

Lineaarinen regressioanalyysi toteutetaan mittaamalla selittävien muuttujien vaikutusta selitettävään muuttujaan, eli velkaantumiseen. Havainnoista tehdään yhteensä kolme eri mittausta, joiden perusteella suoritetaan päätelmät edellä esiteltyihin hypoteeseihin. Perheyriytysten ja ei-perheyriytysten havaintojen vaikutukset velkaantumiseen esitellään rinnakkain seuraavissa taulukoissa. Analyysin perusmallissa on mukana kaikki muuttujat. Toisessa analyysissä perusmallista jätetään inflaatio pois, koska sen vaikutusten tutkiminen on ollut aikaisempien tutkimusten mukaan vähäisempää ja tulokset ovat olleet epäselviä. Kolmannessa analyysissä tutkitaan toimialojen vaikutusta velkaantumiseen.

6.2.1. Perusmalli

Taulukossa 8 on kuvattu regressioanalyysin tulokset perusmallille, josta puuttuvat toimialojen vaikutukset. Taulukon vasen sarake kuvaa analyysin tuottamia tuloksia perheyriyksille ja oikeaan sarakkeeseen on vertailun vuoksi lisätty ei-perheyriytysten havaintojen tuottamat tulokset. Perusmallin havaintojen niukempi määrä johtuu osinkojen puutteellisista tiedoista usean yrityksen kohdalla.

Perheyriykset sisältävät yhteensä 96 havaintoa, jossa selitysaste on 0,458 ja korjattu selitysaste 0,421. Selitysasteen mukaan 45,8 prosenttia velkaantumisesta voidaan selittää analyysin selittävien muuttujien perusteella. Tulosten mukaan mallin muuttujat selittävät vahvemmin velkaantumista perheyriytysten, kuin ei-perheyriytysten kohdalla. Korjattu selitysaste on hyvä vertausluku, jos malliin lisätään tai poistetaan muuttujia. Korjattu selitysaste on sen takia jatkossa mielekkäämpi vertailuluku eri mallien välillä. F-testin perusteella perusmallia voidaan pitää tilastollisesti erittäin merkitsevänä. Regressiokertoimen voimakkuus kertoo esimerkiksi aineellisen omaisuuden kohdalla sen, kun aineellisen omaisuuden suhteellinen osuus kasvaa yhden prosenttiyksikön, vähenee kokonaisvelan suhteellinen osuus 0,059 prosenttiyksikköä.

Taulukko 8. Perusmalli regressioanalyysille.

Selittävä muuttuja	Perheyrietykset	Ei-perheyrietykset
	Regressiokerroin (t-arvo)	Regressiokerroin (t-arvo)
(VAKIO)	0,274*** (-2,860)	0,088 (-1,280)
SIZE	0,01* (-1,610)	0,029*** (-7,020)
PROF	-0,009*** (-4,500)	-0,005** (-3,220)
TANG	-0,059* (-2,090)	-0,145*** (-3,550)
MTB	0,025** (-3,360)	0,017* -2,38
INF	0,004 (-0,640)	-0,002 (-0,360)
DIV	-0,046*** (-4,230)	-0,029*** (-3,470)
Selitysaste	0,458	0,293
Korjattu selitysaste	0,421	0,274
F-testi	0,000	0,000
Havainnot	96	232

Muuttujien merkitsevyytasot on merkitty t-testin p-arvojen mukaan seuraavasti:

***p<0,001, **p<0,01 ja *p<0,05.

Tutkimuksen toisen hypoteesin mukaan perheyrietykset noudattavat pecking order -teoriaa, mikäli selittävät tekijät ovat teorian esiteltyjen olettamuksien mukaisia. Selittävät tekijät käydään seuraavaksi järjestyksessä läpi, joiden perusteella päätellään, toteutuuko tutkimuksen toinen hypoteesi. Tutkimuksen muut hypoteesit johdetaan suoraan valittujen selittävien tekijöiden regressiokertoimien perusteella.

Hypoteesin 3 mukaan yrityksen koko lisää velkaisuutta. Yrityksen koon ja velkaantumisen välinen riippuvuus on melko heikko, mutta kuitenkin tukee hypoteesia.

Regressiokerroin on voimakkuudeltaan 0,01 ja on tilastollisesti merkitsevä 5 prosentin merkitsevyystasolla. Kertoimen etumerkki on tradeoff- ja pecking order -teorian mukainen. Aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneen yrityksen koon ja velkaisuuden välille voimakkaampaa vaikutusta. Ei-perheyritysten kohdalla regressiokerroin on hieman suurempi. Yrityksen koon yhteyttä velkaantumiseen on aikaisemmissa tutkimuksissa perusteltu velan kustannuksilla ja informaation epäsymmetrioilla. Isoille yrityksille lainaaminen on niiden kypsyyden ja muiden ominaisuuksien ansiosta halvempaa, jolloin niiden kannattaa velkaantua, varsinkin tradeoff-teorian perusteella. Pecking order -teorian mukaan pienten yritysten epävakaas ja informaation epäsymmetriat heijastuvat suurempaan lainanottoon. Yrityskoon, velkaantumisen ja pecking order -teorian yhteyden perusteella tutkimuksen kolmas hypoteesi hyväksytään näiden lukujen myötä.

Tutkimuksen neljäs hypoteesi odottaa kannattavuuden vähentävän velkaisuutta. Regressiokerroin saa luvun -0,009, mikä näin ollen tukee hypoteesia. Kannattavuuden regressiokerroin on hieman voimakkaampi perheyrityksillä, kuin muilla yrityksillä (-0,005). Molempien tarkasteltujen ryhmien kohdalla kertoimet ovat tilastollisesti merkitseviä. Pecking order -teorian mukaan kannattavien yritysten kannattaa rahoittaa menonsa omilla tuloillaan, vaikka rahoituksen saaminen olisikin halvempaa. Tradeoff-teoria taas olettaa kannattavien yritysten velkaantuvan, koska halvemmän vieraan pääoman lisäksi ne sietävät velasta aiheutuvan kustannuksen ja näkevät koroista saatavan vähennysoikeuden entistä arvokkaampana. Hypoteesi tukee pecking order -näkökulmaa ja on ristiriidassa tradeoff-teorian kanssa. Myös tutkimuksen neljäs hypoteesi voidaan perusmallin perusteella hyväksyä.

Viidennen hypoteesin mukaan aineellinen omaisuus lisää velkaisuutta. Aineellinen omaisuus (TANG) vaikuttaa perusmallin mukaan negatiivisesti velkaantumiseen ja sen voimakkuus perheyritysten kohdalla on -0,059. Tulos on tilastollisesti merkitsevä 5% merkitsevyystasolla. Aineellisen omaisuuden vaikutus ei-perheyritysten velkaantumiseen on voimakkuudeltaan suurin perusmallissa, -0,145. Tämän perusteella voidaan sanoa, että aineellinen omaisuus vaikuttaa vähemmän perheyritysten velkaantumiseen, mutta on kuitenkin hypoteesin kanssa eriävä. Aikaisempien tutkimuksien mukaan velan ja aineellisen omaisuuden välillä on havaittu olevan positiivinen riippuvuussuhde, joten perusmallin tulokset ovat tämän tutkimuksen viidennen hypoteesiin verrattuna ristiriitaiset.

Pecking order -mallin perusteella aineellisen omaisuuden määrästä voidaan päätyä erilaisiin tulkintoihin. Pecking order -teorian mukaan yrityksillä, joilla on enemmän vakuudellista omaisuutta, on myös suurempi käänteisen valikoitumisen riski tähän omaisuuteen. Tällöin voidaan sanoa, että velkaisuus on positiivisesti riippuvainen tästä omaisuudesta. Toisen oletuksen mukaisesti informaation epäsymmetrioiden pienuus johtaa päinvastaiseen tulokseen. Tällöin omaisuuden ja velan välinen riippuvuus on negatiivinen ja toisinpäin. Informaation epäsymmetriat ovat tutkimusten mukaan pienemmät perheyriyksissä. Aineellisen omaisuuden suhteellinen osuus on taulukon 5 mukaan pienempi perheyriyksillä kuin muilla yrityksillä, mutta silti regressiokerroin on voimakkaampi muiden yritysten kohdalla. Näiden tulosten perusteella aineellisen omaisuuden vaikutuksesta ei voida vetää johtopäätöksiä. Hypoteesi on vastoin oletusta ja ei voida myöskään regressiokertoimen perusteella todeta sen noudattavan pecking order -teoriaa. Perusmallin perusteella tutkimuksen viides hypoteesi hylätään.

Kuudennen hypoteesin mukaan kasvuodotukset lisäävät velkaisuutta. Kasvuodotuksista kertova MTB -luku on perheyriyksen kohdalla 0,025 ja se on merkitsevä 1 prosentin merkitsevyystasolla. Regressiokerroin saa hieman suuremman arvon perheyriyksen kohdalla kuin ei-perheyriyksen, jonka kerroin on 0,017. Perheyriyksien kasvuodotukset ovat taulukon 5 mukaan keskiarvoisesti suuremmat ja samalla vaikutus velkaantumiseen on voimakkaampi kuin muilla yrityksillä. Perusmallin MTB-luvun ja velkaisuuden välinen positiivinen suhde on vastaan tämän tutkielman hypoteesioletusta.

Tulosta voidaan pitää yllättävänä, sillä niiden positiivinen vaikutus toisiinsa on yksi eniten dokumentoituja säännönmukaisuuksia pääomarakennekirjallisuudessa. Varsinkin tradeoff- ja agenttiteorioiden mukaan velkaisuuden voidaan sanoa olevan negatiivisesti riippuvainen kasvumahdollisuuksista. Pecking order -teorian mukaan taas pienemmän kasvun yritykset lainaavat herkemmin johtuen pienemmästä kassavirrasta ja isomman kasvuodotusten yritysten ei puolestaan tarvitse, koska tulot riittävän menoihin. Tulokset saavat tukea kuitenkin toiselle näkemykselle pecking order -teoriasta, jonka mukaan suuremman kasvun yrityksille lainan kustannukset ovat pienemmät, minkä seurauksena market-to-book -luvulla ja velkaantumisella nähdään olevan positiivinen yhteys. Tämän vaihtoehtoisen tulkinnan perusteella voidaan varovasti sanoa, että tulos vastaa pecking order -teoriaa. MTB-luvun ja velkaisuuden välinen positiivinen korrelaatio on kuitenkin vastaan hypoteesioletusta, jonka perusteella tutkielman kuudes hypoteesi hylätään.

Inflaatio sai perusmallissa perheyriyksille kertoimen 0,004 ja ei-perheyriyksille -0,002. Tämä on ainut perusmallin muuttujista, mikä saa eri merkkiset kertoimet eri

yrittäjäryhmille. Aikaisempien tutkimusten mukaan odotettu inflaatio ja vallitseva korkotaso vaikuttavat jossakin määrin velanottohaluun. Tradeoff-teorian mukaan velallisuus on positiivisesti riippuvainen odotetusta inflaatiosta, kun taas markkinoiden ajoitusteorian mukaan se on negatiivinen. Inflaation kertoimet eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä kummankaan kohdalla.

Hypoteesin 7 mukaan osingot vähentävät velkaisuutta. Osinkojen regressiokerroin saa lukeman $-0,046$ ja tilastollisesti erittäin merkitsevä $0,1$ prosentin merkitsevyystasolla. Voimakkuus on hieman suurempi perheyrittäjien kohdalla. Ei-perheyrittäjien korrelaatio saa regressiokertoimen $-0,029$. Tradeoff- ja pecking order -teoriasta on kahden suuntaisia tulkintoja osinkojen ja velkaisuuden suhteelle. Kertoimen etumerkki saa tukea dynaamiselta tradeoff-teorialta, jonka mukaan osinkoja maksavilla yrityksillä kassavirta ylittää investoinnit, jolloin velan transaktiokustannusten takia niiden ei ole kannattavaa velkaantua. Yhden pecking order -näkökulman mukaan vakaiden yritysten tulo-rahoitus riittää osinkojen maksuun, mikä teorian mukaan johtaa pienempään velallisuuteen. Perusmallin regressioanalyysin perusteella tutkielman seitsemäs hypoteesi hyväksytään.

6.2.2. Malli ilman inflaatiota

Seuraava regressioanalyysi toteutetaan ilman inflaatiota, koska sen vaikutukset velkaantumiseen ovat aikaisempien tutkimusten mukaan saaneet vähemmän huomiota ja voi näin vaikuttaa lopputulokseen vääristävästi. Tulokset on esitetty taulukossa 9. Inflaation poisjättäminen regressiosta ei juurikaan vaikuta havaintojen määrään. Selityskerroin, korjattu selityskerroin sekä selittävien tekijöiden regressiokertoimet pysyvät lähes muuttumattomina. Yrityksen koon vaikutus velkaantumiseen voimistuu tässä mallissa. Samoin aineettoman omaisuuden vaikutus kasvaa hieman, mutta muiden tekijöiden kohdalla on havaittavissa pientä laskua. Tämän mallin perusteella voidaan todeta inflaation vaikutuksien jäävän velkaantumisen suhteen lähes olemattomiksi.

Taulukko 9. Perusmalli ilman inflaatiota.

	Perheyrytykset	Ei-perheyrytykset
	Regressiokerroin	Regressiokerroin
	(t-arvo)	(t-arvo)
(VAKIO)	0,301**	0,084
	3,13	1,24
SIZE	0,009*	0,029***
	1,51	7,04
PROF	-0,009***	-0,005***
	-4,28	-3,34
TANG	-0,061*	-0,145***
	-1,12	-3,56
MTB	0,020*	0,017*
	2,31	2,45
DIV	-0,045***	-0,029***
	-4,1	-3,48
Selitysaste	0,454	0,292
Korjattu selitysaste	0,423	0,277
F-testi	0,000	0,000
Havainnot	96	232

Muuttujien merkitsevyytasot on merkitty t-testin p-arvojen mukaan seuraavasti:

***p<0,001, **p<0,01 ja *p<0,05.

.

6.2.3. Toimialojen vaikutukset huomioiva malli

Kolmas malli ottaa huomioon toimialojen vaikutukset velkaantumiseen. Toimialat on jaettu yhteensä seitsemään luokkaan. Perheyrytyksiä on niistä kuudessa, joista suurin osa toimii teollisuustuotteet ja -palvelut luokassa. Toimialat ovat dummy-muuttujia, joiden arvo saa luvun 1 tai 0 sen mukaan, kuuluuko yritys tutkittavaan toimialaan vai ei. Koska perheyrytyksiä on vain kahdessa toimialassa vähintään 5 kappaletta, jää toimialojen

vaikutuksien tarkastelu vajavaiseksi tässä tutkimuksessa. Rahoituksessa, teknologiassa, perusteellisuudessa ja terveystalveissa on vain 1-3 yritystä, joten nämä ryhmät jätetään kokonaan tarkastelujen ulkopuolelle, sillä havaintojen puutteellisuuden vuoksi tulokset eivät olisi luotettavia.

Taulukko 10. Regressioanalyysin tulokset toimialat huomioon ottaen.

	Perheyrietykset
	Regressiokerroin (t-arvo)
(VAKIO)	0,291**
	3,00
SIZE	0,008
	1,29
PROF	-0,008***
	-4,06
TANG	-0,064*
	-1,8
MTB	0,015*
	1,74
DIV	-0,035***
	-3,04
IND2 (Kulutustavarat)	-0,027
	-0,98
IND6 (Teollisuustuotteet)	0,027
	1,19
<hr/>	
Selitysaste	0,5067
Korjattu selitysaste	0,4597
F-testi	0,000
Havainnot	88

Muuttujien merkitsevyytasot on merkitty t-testin p-arvojen mukaan seuraavasti:

***p<0,001, **p<0,01 ja *p<0,05.

Kahden toimialan tuominen tarkasteluun lisää ei vaikuttanut merkittävästi minkään muuttujan kohdalla. Suurin muutos on tapahtunut osinkojen kohdalla, jonka kertoimen

voimakkuus on laskenut 0,010. Kulutustavaroiden (toimiala 2) ja velkaisuuden välinen riippuvuus on negatiivinen regressiokertoimella -0,027, kun taas teollisuustuotteet (toimiala 6) saa saman voimakkuuden toiseen suuntaan. Kummankaan toimialan kertoimet eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä.

6.2.4 Yhteenvedo regressiomalleista

Lineaarinen regressioanalyysi suoritettiin kolmella eri pohjalla, joista perusmallissa oli mukana kaikki muuttujat. Toisesta analyysistä perusmallista jätettiin pois inflaatio ja kolmannessa tutkittiin kahden toimialan vaikutuksia. Kahdessa ensimmäisessä mallissa suoritettiin kaksi eri mittausta; perheyryyksille ja ei-perheyryyksille, joiden tulokset näytettiin taulukossa rinnakkain. Kolmannesta mallista oli myös jätetty inflaation havainnot ulkopuolelle ja siinä tutkittiin ainoastaan perheyryyksiä. Perusmallin tulokset antoivat kaikista kattavimman analyysin, joiden perusteella hypoteesit joko hyväksyttiin tai hylättiin.

Tutkimuksen päähypoteesien mukaan perheyryykset ovat velkaisempia ja pääomarakenne on muodostunut pecking order -teorian oletuksien mukaan. Lisäksi viiden alahypoteesin mukaan yrityksen koko ja aineellinen omaisuus lisäävät velkaisuutta ja kannattavuus, kasvuodotukset sekä osingot puolestaan vaikuttavat vähentävästi velkaantumiseen.

Perheyryysten suurempi velkaantuneisuus todettiin jo ennen regressioanalyysiä, joten ensimmäinen hypoteesi hylätään. Regressioanalyysien mukaan perheyryyksissä oli hieman enemmän pecking order- kuin tradeoff-teorian piirteitä. Pecking order -teoria sai vahvaa tukea yrityskoon ja kannattavuuden puolesta. Lisäksi kasvuodotukset ja osingot saivat hieman tukea. Aineellisen omaisuuden tulosta taas ei voida pitää pecking order -teoriaa tukevana. Muuttuvista tekijöistä yrityksen koko, kannattavuus ja osingot saivat tukea hypoteeseille. Näiden pohjalta tutkielman kolmas, neljäs ja seitsemäs hypoteesi hyväksytään.

Regressiomallien hyvyttä tarkasteltiin selitysasteella ja korjatulla selitysasteella. Analyysien vertailun vuoksi korjattu selitysaste kuvaa paremmin analyysien välistä hyvyttä. F-testillä taas mitattiin regressioanalyysien luotettavuutta, jonka perusteella kaikkia malleja voidaan pitää tilastollisesti merkitsevinä. Korjattu selitysaste oli perusmallissa ja ilman inflaatiota sisältävässä mallissa lähes sama. Perusmallin korjattu

selitysaste perheyritysten kohdalla oli 0,458, jota voidaan pitää vähintään kohtalaisen hyvänä lukuna selittämään muuttujien vaikutusta velkaantumiseen. Korjattu selitysaste kuitenkin nousi hieman kolmannessa analyysissä, joka oli 0,5067, kun tarkasteluun otettiin mukaan kahden eri toimialan sisältämät havainnot. Nousua voi perustella ainakin muuttujien määrän kasvulla. Regressioanalyysin kertoimet olivat kaikkien muuttujien kohdalla suhteellisen pieniä, mutta antoivat kuitenkin samansuuntaisia tuloksia, kuin aikaisemmat tutkimukset ja olivat pääosin tilastollisesti merkitseviä. Regressiokertoimet olivat perheyritysten ja ei-perheyritysten kohdalla inflaatiota lukuun ottamatta samansuuntaiset, joten myöskään tämän perusteella ei voida todeta, että keskittyneellä omistuspohjalla olisi sen suurempaa vaikutusta velkaantumiseen.

7. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkielmassa on tutustuttu yleisimpiin pääomarakenneteorioihin ja seitsemään pääomarakenteisiin vaikuttavaan tekijään. Tutkielman pyrkimyksenä on ollut selvittää, mitä keskeistä pääomarakenneteoriaa Helsingin pörssiin noteeratut perheyrietykset noudattavat, ovatko ne muihin yrityksiin verrattuna enemmän velkaantuneita ja mitkä tekijät aiheuttavat velkaantumista. Vastaavan kaltaisia tutkimuksia on toteutettu eri maissa runsaasti, mutta vain harva niistä on erotellut perheyrietykset omana ryhmänään.

Pääomarakenneteoriat voidaan jakaa kahteen ryhmään riippuen siitä, pyritäänkö sillä optimaaliseen pääomarakenteeseen vai ei. Optimaalisia pääomarakenneteorioita edustavat tradeoff-teoria ja siihen liittyvä agenttiteoria. Tradeoff-teoriasta voidaan erotella vielä staattinen ja dynaaminen malli. Näiden teorioiden mukaan yritykset pyrkivät löytämään optimaaliseen velkaantumisasteeseen, jossa vertaillaan velkaantumisen rajahyötyjä ja -haittoja. Pecking order- ja signaalointiteoria edustavat epäsymmetriseen informaatioon perustuvia teorioita. Pecking order -teorian mukaan yritysten velkaantumisaste määräytyy rahoitushierarkian perusteella, johon vaikuttavat informaation epäsymmetriat. Signaalointiteorian mukaan yritysjohto viestii sisäpiirin ulkopuolisia sijoittajia yrityksen tilasta niin sanotusti signaalein, esimerkiksi lainaemissiolla, jonka mukaan velkaantumista pidetään positiivisena merkinä.

Aikaisempien tutkimusten mukaan eniten velkaantumiseen aiheuttavia tekijöitä ovat olleet yrityksen koko, kannattavuus, aineellinen omaisuus, kasvuodotukset, toimiala, odotettu inflaatio ja osingonjako. Näiden tekijöiden perusteella on tässä tutkielmassa suoritettu mittaukset ja pyritty selvittämään kumpi ryhmä on vallitsevampi perheyrietyksissä.

Tutkielman teoriassa on käyty läpi aikaisempia tutkimuksia, esitelty keskeiset pääomarakenneteoriat sekä niihin vaikuttavat tekijät. Teorian pohjalta on luotu hypoteesit, joita on mitattu tutkielman empiirisessä osiossa. Hypoteesit on jaettu kahteen niin sanottuun päähypoteesiin ja viiteen alahypoteesiin. Ensimmäisen päähypoteesin mukaan perheyrietykset ovat keskimäärin velkaisempia kuin ei-perheyrietykset. Toinen päähypoteesi olettaa perheyrietysten noudattavan pecking order -teoriaa. Aikaisempien tutkimusten perusteella on lisäksi luotu hypoteesit selittävien muuttujien kohdalla, jotka ovat johdettu kyseisistä tutkimuksista. Näiden viiden alahypoteesien mukaan tutkimus odotti yrityksen koon ja aineellisen omaisuuden johtavan suurempaan velan määrään.

Kannattavuuden, kasvuodotuksien ja osinkojen odotettiin taas vaikuttavan vähentävästi velkaisuuteen.

Tutkimuksen mittaukset suoritettiin käyttäen lineaarista regressioanalyysiä ja mittauksia tehtiin yhteensä kolme kappaletta. Perusmallissa olivat mukana kaikki muuttujat lukuun ottamatta toimialoja. Toisessa analyysissä perusmallista jätettiin pois inflaatio ja kolmanteen malliin lisättiin toimialat. Perusmallin jälkeen suoritettujen analyysien tulokset eivät kuitenkaan tuottaneet merkittäviä muutoksia tuloksiin.

Empiiristen tutkimusten mukaan perheyrietykset olivat keskimäärin velkaisempia ja noudattivat pecking order -teoriaa. Muuttuvista tekijöistä yrityksen koko, kannattavuus ja osinkojen vaikutukset saivat tukea hypoteeseille. Näin tutkielman toinen, kolmas, neljäs ja seitsemäs hypoteesi hyväksytään. Loput hypoteesit eivät vastanneet tutkimustuloksia, joten ensimmäinen, viides ja kuudes hypoteesi hylätään.

Yrityksen koon ja velkaisuuden suhde voidaan tulosten mukaan olevan tradeoff- sekä pecking order -teorian mukainen. Tarkasteluajanjakson ajan perheyrietykset ovat olleet keskimäärin hieman pienempiä ja pecking order -teorian mukaan koko merkitsee suurempaa velkaantumista etenkin pienten yritysten kohdalla. Kannattavuuden velkaisuuden negatiivinen suhde on niin ikään pecking order -teorian mukainen. Pecking order -teorian oppien mukaan yritykset pyrkivät rahoittamaan menonsa tulorahoituksella mieluummin kuin velalla.

Aineellisen omaisuuden tulokset olivat niin ristiriitaiset, ettei voida vetää johtopäätöksiä kumpaa teoriaa perheyrietykset noudattavat. Aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet päinvastaista riippuvuussuhdetta, kuin tämän tutkielman hypoteesi. Kasvuodotuksien regressiokerroin on taas vastoin aikaisempia tutkimuksia ja hypoteesia, mutta saa hieman tukea pecking order -teorialle. Osinkojen negatiivinen vaikutus on yhtenevä hypoteesin kanssa ja saa tukea molemmille teorioille. Osinkojen vaikutusta velkaantumiseen ei tosin olla niin perusteellisesti vielä selvitetty.

Näiden tulosten pohjalta voidaan todeta, että perheyrietykset toimivat hieman enemmän pecking order -teorian mukaan. Yksiselitteisen johtopäätöksen on kuitenkin vaikeaa, sillä teoriat eivät ole toistensa poissulkevia ja menevät näin osin päällekkäin. Lisäksi joidenkin tekijöiden kohdalla sama teoria saattaa saada molemmin suuntaisia tulkintoja, kuten aiemmin huomattiin. Näiden tulosten pohjalta voidaan tutkimuksen toinen hypoteesi

kuitenkin tällä kertaa hyväksyä. Selvyyden vuoksi tutkielman hypoteesit ja tulokset on lueteltu alle:

H1: Perheyrietykset ovat vähemmän velkaisia muihin yrityksiin verrattuna. – *Hylätään.*

H2: Perheyrietykset noudattavat pecking order -teoriaa. – *Hyväksytään.*

H3: Yrityksen koko lisää velkaisuutta. – *Hyväksytään.*

H4: Kannattavuus vähentää velkaisuutta. – *Hyväksytään.*

H5: Aineellinen omaisuus lisää velkaisuutta. – *Hylätään.*

H6: Kasvuodotukset vähentävät velkaisuutta. – *Hylätään.*

H7: Osingot vähentävät velkaisuutta. – *Hyväksytään.*

7.1. Tutkimuksen rajoitteet ja jatkotutkimusehdotukset

Kun tutkimusta verrataan aiemmin toteutettuihin ulkomaalaisiin tutkimuksiin, ovat tulokset osittain saman suuntaiset. Tutkimus antoi hieman osviittaa perheyrietysten rahoituskäyttäytymisestä, mutta oli kuitenkin kokonaisuudessaan melko rajoittunut varsinkin havaintojen vähäisyyden takia. Etenkin toimialojen vaikutuksien tutkiminen jäi varsin puutteelliseksi, sillä tarkasteluun saatiin mukaan vain kahden toimialan perheyrietyksiä. Havaintojen vähyys voi osaltaan olla syy siihen, miksi mittaustuloksista näinkin moni oli vastoin hypoteesioletusta. Vastaavanlaista tutkimusta ei ole perheyrietyksille toteutettu suomalaisella aineistolla, mikä myös osaltaan vaikeuttaa hyvän vertailukohteen löytämistä.

Jatkotutkimusehdotuksena havaintovuosien lukumäärää olisi syytä nostaa, varsinkin jos tutkimus aiotaan suorittaa samoilla muuttujilla. Regressioanalyysiin voitaisiin myös korvata tai lisätä kokonaan uusia muuttujia. Mielenkiintoinen tutkimusaihe voisi myös olla sellainen, missä verrataan pelkästään eri kokoisten, taikka kokonaan pörssiin ulkopuolisten perheyrietysten rahoituskäyttäytymistä. Kun yritys listautuu pörssiin, sen omistus pohja hajautuu vääjäämättä, mutta pörssiin ulkopuolisten yritysten omistus pohja muuttuu varovaisemmin.

Tässä tutkimuksessa vertailtiin ainoastaan yrityksiä, jotka täyttivät omistus pohjalta perheyrietyksen kriteerit ja yrityksiä, jotka luokiteltiin muiksi kuin perheyrietyksiksi. Tutkimus ei ollenkaan huomionnut erikseen niitä yrityksiä, joissa perustajaperheen jäsen oli toimitusjohtajana tai merkittävässä roolissa hallituksessa. Aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet, että erityisesti näissä yrityksissä velan ottamista on kartoitettu enemmän.

Tutkimusmenetelmänä voitaisiin käyttää myös jotain muuta kuin lineaarista regressioanalyysiä. Pelkästään numeroiden perusteella voi olla vaikea vetää johtopäätöstä siitä, pyrkikö yrityksen johto tavoitteelliseen velkaantumiseen. Kyselytutkimuksella tai näiden kahden menetelmän yhdistelmänä voitaisiin saada paljon antoisampia lopputuloksia.

LÄHDELUETTELO

- Adedeji, A. 1998. Does the Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Payout? *Journal of Business Finance & Accounting*. 25:9, 1127-1155.
- Anderson, R., Mansi, S. & Reeb, D. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*. 68, 263–285.
- Anderson, R. & Reeb, D. (2003a). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*. 58:3, 1301–1328.
- Anderson, R. & Reeb, D. (2003b). Founding-family ownership, corporate diversification and firm leverage. *Journal of Law and Economics*. 46:2, 653–680.
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: Capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 43:1, 59–92.
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A. & Kaserer, C. (2013). Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank-based economy. *Review of Managerial Sciences*. 7:3, 247–275.
- Barry, C., Mann, S., Mihov, V. & Rodriguez, M. (2008). Corporate Debt Issuance and the Historical Level of Interest Rates. *Financial Management*. 37,413–430.
- Bauweraerts, J. & Colot, O. (2012) Pecking-Order or Static Trade-off Theory in Family Firms? Evidence from Belgium. *International Business Research*. 5:11, 1–11.
- Blanco-Mazagstos, V., Quevedo-Puente, E. & Castrillo, L. (2007). The Trade-Off Between Financial Resources and Agency Costs in the Family Business: An Exploratory Study. *Family Business Review*. 20:3, 199–213

- Boot, A. (2000). Relationship banking: what do we know? *Journal of Financial Intermediation*. 9:1, 7–19.
- Chittenden, F., Hall, G. & Hutchinson, P. (1996). Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation. *Small Business Economics*. 8:59–67.
- Chen, J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*. 57:12, 1341–1351.
- Chen, L. & Zhao, X. (2006). On the relation between the market-to-book ratio, growth opportunity, and leverage ratio. *Finance Research Letters*. 3:4, 253–266.
- Croci, E., Doukas, J. & Gonenc, H. (2011). Family control and financing decisions. *European Financial Management*. 17:5, 860–897.
- Davidsson, P. (1989). Entrepreneurship-and after? A study of growth willingness in small firms. *Journal of Business Venturing*. 4:3, 211–226.
- Dyer, W. (2006). Examining the Family Effect on Firm Performance. *Family Business Review*. 19:4, 253–273.
- Easterbrook, F. (1984). Two Agency Costs Explanations of Dividends. *American Economic Review*. 74, 650–659.
- Ellul, A. (2009). Control motivations and capital structure decision. *Kelley School of Business, University of India*. Working paper series. 1–59.
- Frank, M. & Goyal, V. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*. 38:1, 1–37.
- Frank, M. & Goyal, V. (2008). Trade-off and Pecking Order Theories of Debt. *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. 2, 135–202.
- Gomez-Meija, L., Nunez-Nickel, M. & Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal*. 46:2, 226–237.

- Gonzalez, M., Guzman, A., Pombo, C. & Trujillo, M. (2013). Family firms and debt: risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*. 66:11, 2308–2320.
- Habbershon, T. & Williams, M. (1999). A Resource -Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms. *Family Business Review*. 12:1, 1–25.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*. 46, 297–356.
- Hovakimian, A., Opler, T. & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 36, 1–24.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*. 76:2, 323–329.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, Agency cost and capital structure. *Journal of Financial Economics*. 3, 305–60.
- King, M. & Santor, E. (2008). Family values: ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking and Finance*. 32:1, 2423–2432.
- Kraus, A. & Litzenberger, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*. 28:4, 911–922.
- Maherault, L. (2000). The Influence of Going Public on Investment Policy: An Empirical Study of French Family-Owned Business. *Family Business Review*. 13, 71–79.
- Margaritis, D. & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking and Finance*. 34, 621–632.
- Martinez, J., Stöhr, B. & Quiroga, B. (2007). F: Evidence From Public Companies in Chile. *Family Business Review*. 20:2, 83–94.

- McConaughy, D., Walker, M., Henderson, G. & Mishra C. (1998). Founding family controlled firms: Efficiency and value. *Review of Financial Economics*. 7:1, 1–19.
- Mishra, C. & McConaughy, D. (1999). Founding family control and capital structure: the risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship Theory Practice*. 23:4, 53–64.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*. 48:3, 261–297.
- Modigliani, F. & Miller M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American economic Review*. 53, 433–443.
- Molly, V., Laveren, E. & Jorissen, A. (2012). Intergenerational differences in family firms: impact on capital structure and growth behaviour. *Entrepreneurship Theory & Practice*. 36:4, 703–725.
- Molly, V., Laveren, E. and Deloof, M. (2010). Family business succession and its impact on financial structure and performance. *Family Business Review*. 23, 131–147.
- Myers, S. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*. 15:2, 81–102.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have. *Journal of Financial Economics*. 187–221.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. (2007). *Yritysrahoitus*. 5.painos. Helsinki: Edita Publishing Oy. 449. ISBN 978-951-37-4895-1.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. (2010). Small Business Borrowing and the Owner-Manager Agency Costs: Evidence on Finnish Data. *Journal of Small Business Management*. 48:1, 16–30.

- Romano, A., Tanewski, G. & Smyrnios, K. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*. 16:3, 285–310.
- Rozeff, M. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*. 5:3, 249–259.
- Santos, M. (2014). Ownership concentration, contestability, family firms and capital structure. *Journal of Management and Governance*. 18:4, 1063–1107.
- Setia-Atmaja, L., Tanewski, G. & Skully, M. (2009). The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance Account*. 36:7, 863–898.
- Schmid, T. (2013). Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms. *Journal of Banking & Finance*. 37:2, 257–272.
- Schulze, W., Lubatkin, M., & Dino, R. (2003a). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*. 18:4, 473–490.
- Setia-Atmaja, L., Tanewski G. & Skully, M. (2009). The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business and Financial Accounting*. 36:7, 863–898.
- Shyam-Sunder, L. & Myers, S. (1999). Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*. 51, 219–244.
- Taggart, R. (1985). Secular Patterns in the Financing of US Corporations. *National Bureau of Economic Research, University of Chicago*. Working Paper Series. 13–80.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*. 43:1, 1–19.

Tourunen, K. (2009). *Perheyriitykset kansantalouden resurssina – keskisuurten ja suurten yritysten omistajuus, toiminnan laajuus ja kannattavuus Suomessa 2000-2005*. Jyväskylä: Jyväskylän yliopisto. 174s. ISBN 978-9-51-393459-0.

Villalonga, B. & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*. 80:2, 385–417.

LIITTEET

LIITE 1. Luettelo perheyrittäjistä (Helsingin pörssi 2010-2014).

1.	Ahlstrom OYJ	Laaja
2.	Biohit OYJ	Suovaniemi
3.	Cargotec OYJ	Herlin
4.	Elecster OYJ	Halonen
5.	F-Secure OYJ	Siilasmaa
6.	Finnlines OYJ	Grimaldi
7.	Fiskars OYJ ABP	Ernrooth
8.	Honkarakenne OYJ	Saarelainen
9.	Kesla OYJ	Kärkkäinen
10.	Kone OYJ	Herlin
11.	Lemminkäinen OYJ	Pentti
12.	Martela OYJ	Martela
13.	NEO Industrial OYJ	Rentto
14.	Nurminen Logistics OYJ	Nurminen
15.	Olvi OYJ	Hotling
16.	Panostaja OYJ	Koskenkorva
17.	Ponsse OYJ	Vidgren
18.	Poyry OYJ	Ernrooth
19.	Rapala VMC OYJ	Viellard
20.	Raute OYJ	Mustakallio
21.	Sievi Capital OYJ	Takanen
22.	SRV Yhtiot OYJ	Kokkila
23.	SSH Communications Security OYJ	Ylönen
24.	Takoma OYJ	Koskenkorva
25.	Trainers' House OYJ	Sarasvuo
26.	Tulikivi OYJ	Vauhkonen
27.	Uponor OYJ	Paasikivi
28.	Vaahto Group PLC OYJ	Vaahto
29.	Vaisala OYJ	Voipio
30.	Valoe OYJ	Savisalo
31.	Wulff-Yhtiot OYJ	Vienola
32.	Yleiselektroniikka OYJ	Aspiala