



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Samuel Päivärinta

Pääomarakenteen vaikutus yrityksen kannattavuuteen

Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö
Laskentatoimen kandidaatintutkielma
Laskentatoimen ja rahoituksen kandidaattiohjelma

Vaasa 2025

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Samuel Päivärinta		
Tutkielman nimi:	Pääomarakenteen vaikutus yrityksen kannattavuuteen		
Tutkinto:	Kauppatieteiden kandidaatti		
Oppiaine:	Laskentatoimen ja rahoituksen koulutusohjelma		
Työn ohjaaja:	Annukka Jokipii		
Valmistumisvuosi:	2025	Sivumäärä:	38

TIIVISTELMÄ:

Yrityksen tärkein tehtävä on tuottaa voittoa omistajilleen. Voiton maksimointi ei ole mahdollista ilman pääomarakenteen tehokasta muodostamista ja hallintaa. Yrityksen pääomarakennetta on tutkittu noin 60 vuotta aktiivisesti, ja sinä aikana pääomarakenteen ja kannattavuuden suhteen tutkimuksen tärkeys on ymmärretty. Lisäksi erilaisia teorioita on kehitetty suhteeseen vaikuttavien mekanismien ymmärtämiseksi. Kuitenkaan ei ole vielä kyetty kokonaisvaltaisesti ymmärtämään, miten pääomarakenne vaikuttaa kannattavuuteen.

Tämä kandidaatintutkielma toteutetaan kirjallisuuskatsauksena. Tutkielmassa keskitytään yritysten pääomarakenteisiin ja niiden kannattavuuden vaikutuksiin. Tavoitteena on aikaisempia tutkimuksia hyödyntäen saada ymmärrys pääomarakenteen ja kannattavuuden suhteesta. Kirjallisuuskatsauksessa käsitellään keskeisiä pääomarakenneteorioita ja tarkastellaan, miten teorioiden erilaiset mekanismit vaikuttavat kannattavuuteen. Yrityksen pääomarakennetta käsiteltäessä on tärkeää ymmärtää, mistä yrityksen pääoma muodostuu, ja mitä oma ja vieras pääoma ovat. Yrityksen kannattavuutta voidaan mitata useilla tavoilla, ja yleisimpiä mittareita ovat oman pääoman tuottoaste (ROE) ja kokonaispääoman tuottoaste (ROA).

Aikaisemmat tutkimukset ovat antaneet pääomarakenteen ja kannattavuuden suhteesta vaihtelevia tuloksia, sillä sen on havaittu olevan sekä merkittävästi positiivinen että merkittävästi negatiivinen. Velka-asteen vipuvaikutuksen on tutkittu vaikuttavan kannattavuuteen positiivisesti. Tietyn velka-asteen jälkeen kannattavuus kuitenkin heikkenee ja vipuvaikutus muuttuu negatiiviseksi. Tutkimuksia on pyritty kehittämään, jotta pääomarakenteen ja kannattavuuden suhteeseen vaikuttavat tekijät ymmärrettäisiin paremmin. Tässä tutkielmassa velka jaetaan lyhyt- ja pitkäaikaiseen, jotta saadaan tarkempaa tietoa siitä, miten velka ja sen maturiteetti vaikuttavat kannattavuuteen. Aikaisemmat tutkimukset ovat tuottaneet vaihtelevia tuloksia aiheesta. Tulokset ovat kuitenkin painottuneet siihen, että lyhytaikainen velka vaikuttaa yrityksen kannattavuuteen positiivisesti, mutta pitkäaikainen velka negatiivisesti.

AVAINSANAT: Pääomarakenne, kannattavuus, pääomarakenneteoria

Sisällys

1	Johdanto	4
1.1	Tutkielman tavoite	5
1.2	Tutkielman toteutus ja rakenne	6
2	Yrityksen pääoma	7
2.1	Oma pääoma	8
2.2	Vieras pääoma	8
2.3	Velan veroetu	9
3	Pääomarakenneteoriat	11
3.1	Modigliani ja Millerin pääomarakennepropositiot	12
3.2	Agenttiteoria	13
3.3	Signalointiteoria	16
3.4	Pecking order -teoria	17
3.5	Trade off -teoria	18
4	Yrityksen kannattavuus	20
4.1	ROE eli oman pääoman tuottoaste	20
4.2	ROA eli kokonaispääoman tuottoaste	22
5	Aikaisemmat tutkimukset	24
6	Yhteenveto	32
	Lähteet	34

1 Johdanto

Yrityksen pääomarakenteen ja suorituskyvyn välinen suhde on tieteellisesti tutkittu ja laajaa kiinnostusta herättänyt aihe ja sen tärkeyttä korostaa pääomarakenteen suora vaikutus yrityksen tärkeimpään tehtävään eli voiton maksimointiin. Pääomarakenteen ja suorituskyvyn suhteeseen vaikuttaa useita monimutkaisia mekanismeja, jotka selittävät sen kompleksisuutta (Myers, 1984). Maksimoidakseen tuottoensa yrityksen on tärkeää tutkia pääomarakenteen ja kannattavuuden suhdetta, sillä optimaalinen pääomarakente alentaa rahoituksen kustannuksia (Rajan & Zingales, 1995). Tämä kasvattaa yrityksen arvoa verrattuna tehottomaan pääomarakenteeseen, mikä antaa kilpailuetua ja on näin ollen olennainen tutkittava asia.

Aihetta tutkittaessa on tärkeää ymmärtää, että yrityksen pääomarakenteen ja kannattavuuden suhteen tutkimukset ovat sidoksissa yritysten suorituskyvyn tutkimukseen. Suorituskyky on laajempi käsite kuin kannattavuus, ja tehokas suorituskyky johtaa parempaan kannattavuuteen. Suorituskyvyllä viitataan yrityksen kokonaistoiminnan tehokkuuteen, ja siinä otetaan huomioon taloudelliset sekä ei-taloudelliset näkökulmat. Kannattavuus puolestaan keskittyy taloudelliseen tulokseen suhteessa käytettyihin resursseihin.

Tarkasteltaessa pääomarakenteen ja kannattavuuden suhteen tutkimuskenttää voidaan havaita, että huolimatta useista aiheeseen liittyvistä tutkimuksista siinä on edelleen puutteita. Saatavilla olevan tutkimusaineiston ja tehtyjen tutkimusten laadun vaihtelu aiheuttaa merkittäviä eroavaisuuksia tutkimustuloksissa (Dao & Ta, 2020). Puutteita ja haasteita laadussa ovat olleet esimerkiksi otosten rajallinen koko, ongelmat suorituskyvyn mittaamisessa ja rajoitteet tutkimusmenetelmissä (Dao & Ta, 2020). Voidaan siis todeta, että aihetta on yhä tarpeellista tarkastella. Aihealueen kannalta pääomarakennetta tutkittaessa keskitytään etenkin velkaan ja siihen liittyviin mekanismeihin suhteessa kannattavuuteen.

Pääomarakenne ei vaikuta pelkästään suoraan kannattavuuteen, vaan vaikutukset voivat olla myös epäsuoria, mikä monimutkaistaa näiden kahden muuttujan välistä suhdetta (Myers, 1984). Esimerkki suorasta vaikutuksesta on velasta saatavat koron verovähennykset, jotka parantavat rahoituksen saatavuutta. Samanaikaisesti voi syntyä epäsuoria rahoituskustannuksia riskitasojen kasvaessa. Pääomarakenteella on siis moniulotteisia vaikutuksia taloudellisen suorituskyvyn lisäksi muihinkin liiketoiminnan osa-alueisiin.

Pääomarakenteen tärkeän aseman vuoksi sen roolin ja yhteyksien selvittäminen on välttämätöntä yrityksen näkökulmasta, jotta ymmärrys kehittyy ja yritykselle olennaiset strategiset tavoitteet voidaan saavuttaa. Pääomarakenteen suunnittelun avulla saadaan arvokasta tietoa ja vahvistetaan kustannustehokkuutta talousjohtajan strategisessa päätöksenteossa (Karadag, 2015). Suunnittelun avulla vähennetään myös riskejä ja parannetaan kannattavuutta, jolloin yrittäjien menestyksen mahdollisuudet paranevat (Karadag, 2015). Osakkeenomistajien ja mahdollisten uusien sijoittajien osakevalintaprosessit paranevat laadultaan, mikä auttaa heitä tekemään päätöksiä harkitummin ja tuottavammin. Myös yrityksestä saatavan tarkemman analyysin avulla oman ja vieraan pääoman sijoittajat saavat paremman kuvan suorituskyvystä päätöksenteon tueksi.

1.1 Tutkielman tavoite

Tutkielman tavoitteena on käsitellä olennaista tietoa pääomarakenteesta, kannattavuudesta sekä niiden välisestä suhteesta. Tutkielma auttaa ymmärtämään yrityksen kokonaispääoman rakennetta sekä niitä mittareita, joilla kannattavuutta arvioidaan suhteessa pääomarakenteeseen. Aiheen keskeiset pääomarakenneteoriat käsitellään ja viimeisenä käydään läpi tuloksia, joita aiheesta on saatu aikaisemmissa tutkimuksissa. Tutkielmassa tavoitteena on myös ymmärtää, miten lyhyt- ja pitkäaikainen velka vaikuttavat kannattavuuteen.

1.2 Tutkielman toteutus ja rakenne

Tutkielma toteutetaan kirjallisuuskatsauksena, jossa käydään läpi pääomarakenteen ja kannattavuuden suhteen teoreettisia ja empiirisiä tutkimuksia. Käytän esikuva-artikkelina Nguyen, Pham, Truong, Phi, Le ja Vun (2023) artikkelia ”Relationship between Capital Structure and Firm Profitability: Evidence from Vietnamese Listed Companies”. Työni keskittyy kehittyneiden länsimaiden talouksiin, mutta ottaa huomioon myös kehittyviä talouksia. Katsauksessa pankit ja rahoituslaitokset rajautuvat suurimmaksi osaksi pois muista toimialoista eriävien pääomarakenteiden vuoksi. Kannattavuuden mittareissa keskitytään etenkin oman pääoman tuottoasteeseen (ROE) ja kokonaispääoman tuottoasteeseen.

Tutkielman toisessa luvussa käsitellään yrityksen pääomaa eli omaa ja vierasta pääomaa. Lisäksi tarkastellaan vieraan pääoman veroetua. Kolmannessa luvussa käydään läpi merkittäviä pääomarakenneteorioita, jotka avaavat pääomarakenteiden mekanismeja. Neljännessä luvussa käsitellään yrityksen kannattavuutta ja sen mittaamiseen käytettäviä keskeisiä mittareita: oman pääoman tuottoaste (ROE) ja kokonaispääoman tuottoaste (ROA). Viidennessä luvussa tarkastellaan pääomarakenteen ja kannattavuuden suhdetta käsitteleviä aikaisempia tutkimuksia ja selvitetään, miten velan maturiteetti vaikuttaa kannattavuuteen. Lopuksi kuudennessa luvussa esitellään tutkielman keskeiset havainnot ja hypoteesit.

2 Yrityksen pääoma

Tutkittaessa pääomarakenteen vaikutuksia kannattavuuteen on keskeistä ymmärtää, mitä yrityksen pääoma on, mistä se muodostuu ja millaiset asiat siihen vaikuttavat. Yrityksen pääomalla tarkoitetaan kaikkia resursseja, joita se sitouttaa toimintoihinsa. Se rakentuu omasta ja vieraasta pääomasta ja yhdessä ne muodostavat yrityksen koko varallisuuden. Aloittaakseen ja pitääkseen yllä toimintaansa yritys tarvitsee pääomaa. Yrityksen pääomarakenne on nähtävissä taseen vastattavalla puolella, joka kuvaa, miten yrityksen omaisuus on rahoitettu. Tässä luvussa keskitytään etenkin osakeyhtiön näkökulmasta yrityksen pääomaan.

Oma pääoma muodostuu yritykseen sijoitetusta pääomasta, yritystoiminnassa tuotetuista tuloista ja yrityksen omaisuuden arvon noususta. Vieras pääoma sen sijaan vastaa yrityksen velkarahoitusta. Yrityksen pääomaa käsiteltäessä saatetaan ottaa erikseen huomioon välirahoitus, joka on oman ja vieraan pääoman välimuodon kaltaista rahoitusta. Sitä ei kuitenkaan ole olennaista käsitellä tutkielmassa tarkemmin, sillä kirjallisesti sen arvot sisällytetään joko omaan tai vieraaseen pääomaan. (Niskavaara, 2024; Knüpfer & Puttonen, 2024)

Yrityksen pääomaa ja velan merkitystä tutkittaessa on tärkeää ymmärtää velasta saatava vipuvaikutus, joka on keskeinen syy hyödyntää vierasta pääomaa yrityksessä. Velan vipuvaikutus kertoo yrityksen kyvystä vaikuttaa kannattavuuteen vieraan pääoman avulla. Tavoitteena yrityksille on saada velasta saatavat tuotot suuremmiksi kuin siitä aiheutuu kustannuksia. Tällöin vipuvaikutus on positiivinen ja yrityksen kilpailukyky paranee, kun velan vipuvaikutusta käytetään tehokkaasti. Velan vipuvaikutus voi kääntyä myös negatiiviseksi, jolloin pääoman tuotto alittaa vieraasta pääomasta aiheutuvat kustannukset. (Iqbal & Usman, 2018; Knüpfer & Puttonen, 2024)

2.1 Oma pääoma

Oma pääoma voidaan jakaa sisäiseen ja ulkoiseen omaan pääomaan. Pääsääntöisesti sisäisellä omalla pääomalla tarkoitetaan kertyneitä voittovaroja yrityksen liiketoiminnasta ja ulkoinen oma pääoma muodostuu osakeanneista hankituista varoista. Oman pääoman sijoittajille ei makseta korkoa, eikä yritykselle ole pakollista maksaa pääomaa takaisin. Konkurssitilanteessa osakkeiden omistajien asema on viimesijainen eli esimerkiksi velkojat saavat konkurssipesästä rahansa ensin. Tämän vuoksi osakkeenomistajat kantavat myös suurempaa riskiä kuin velkojat ja vaativatkin yleisesti korkeampaa tuottoa. Tuottoa yritykseen sijoittaneille tulee osinkojen ja yrityksen arvonnousun kautta. (Ikäheimo ja muut, 2024; Knüpfer & Puttonen, 2024)

2.2 Vieras pääoma

Vieraalla pääomalla eli velalla tarkoitetaan yrityksen ulkopuolisten tahojen sijoittamaa pääomaa, joka on takaisin maksettavaa omaisuutta eli yrityksellä on velvollisuus maksaa pääoma takaisin korkoineen sopimuksen mukaan. Vieraan pääoman lainoille on erilaisia muotoja ja ne voidaan jakaa tilimuotoisiin ja markkinaperusteisiin lainoihin. Markkinaperusteinen laina tarkoittaa esimerkiksi joukkovelkakirjalainaa tai sijoitustodistusta, jolloin lainaaja voi käydä kauppaa myöntämällään lainalla muiden kanssa. Tilimuotoisella lainalla ei voi käydä kauppaa vaan laina pysyy samalla velkojalla. Tällaisia lainoja ovat esimerkiksi pankkilainat ja vakuutusyhtiölainat. Suomessa yleinen vieraan pääoman myöntäjä on rahoituslaitos. Tehdäkseen päätöksiä velan hankinnasta ja käytöstä yrityksen on olennaista ymmärtää, miten velan maturiteetti vaikuttaa sen toimintaan. Vieras pääoma jakautuu pitkä- ja lyhytaikaiseen velkaan. Pitkäaikaisen velan maturiteetti eli takaisinmaksuaika on yli vuoden, ja lyhytaikaisen velan alle vuoden. (Knüpfer & Puttonen, 2024)

Pitkäaikainen velka on yleisesti ottaen kalliimpi eli korko on suurempi kuin lyhytaikaisessa velassa. Kalliimpi hinta perustuu lainanantajan ottamaan suurempaan riskiin pidemmän laina-ajan vuoksi. Riskitekijöitä lainassa voivat olla esimerkiksi inflaatio ja muutokset korkotasossa, sillä osapuolet ovat sidottuja lainaan. Lainan ottajan näkökulmasta pitkäaikainen velka tuo taloudellista vakautta paremman ennakoitavuuden vuoksi. Yrityksen ei esimerkiksi tarvitse jatkuvasti järjestellä lainaa. Lyhytaikaisen velan matalampi kustannus eli korko verrattaessa pitkäaikaiseen velkaan perustuu lainanmyöntäjän pienempään riskiin laina-ajan vuoksi. Siihen kuitenkin liittyy lainanottajan näkökulmasta riskejä, sillä maksuvaikeuksiin joutuessaan yrityksen kyky maksaa laina takaisin voi vaikeutua, jos uutta lainaa ei myönnetä. Lyhytaikainen laina lisää siis riskejä yrityksen likviditeetin näkökulmasta. (Myers, 1977)

Yrityksen kannalta on tärkeää hankkiessaan vierasta pääomaa tarkastella lainavaihtoehtoja eli erilaisia tilimuotoisia ja markkinaperusteisia lainoja kannattavuuden maksimointiseksi. Lainamuodoista pankkilainojen havaittiin vähentävän taloussykliä vaikutuksia vertailtaessa muihin lainamuotoihin (Azofra ja muut, 2020). Azofra ja muut (2020) keskittyivät erityisesti pankkilainojen näkökulmasta siihen, miten makrotaloudelliset tekijät vaikuttavat eurooppalaisten yritysten pääomarakenteisiin vuosien 2004–2015 aikana. Pankkilainat ovat kriisitilanteissa turvallisempia velkamuotoja yritykselle makrotaloudellisten tekijöiden näkökulmasta, sillä taloussuhdanteiden negatiiviset vaikutukset vähenvät suosimalla pankkilainoja. Pankkilainat vähentävät osin riskiä ja näin ollen parantavat mahdollisuuksia kannattavampaan liiketoimintaan.

2.3 Velan veroetu

Yritykset voivat hyödyntää velan veroetua, joka on keskeinen tekijä pääomarakenteita ja yrityksen kannattavuutta tutkittaessa. Hyödyntämällä etua yritys voi parantaa kannattavuuttaan rahoituskulujen vähentyessä. Velkaa ottamalla pystytään vähentämään verotuksen määrää verovähennysten avulla ja näin vaikuttaa yrityksen kannattavuuteen

positiivisesti. Marginaaliverokannan nostaminen on havaittu vaikuttavan yritysten pääomarakenteisiin niin, että myös velkaantuneisuus on tällöin kasvanut. Korkeampi verotus ja velkaan liittyvät veroedut siis vaikuttavat yritysten pääomarakenteeseen kasvattaen velan määrää. (Fleckenstein ja muut, 2020)

Yrityksen koko vaikuttaa velan veroetujen hyödyntämiseen, sillä suurempien yritysten on havaittu hyödyntävän veroetua tehokkaammin. Tähän vaikuttaa suurten yritysten paremmat mahdollisuudet saada velkarahoitusta, sillä ne ovat usein vakavaraisempia ja puskuria löytyy enemmän. Velan veroedun hyödyntämisellä on myös negatiivisia vaikutuksia, sillä velka lisää yrityksen riskisyyttä. Pienet yritykset eivät hyödynnä velan veroetua samalla tavalla kuin suuret yritykset, mikä saattaa johtua esimerkiksi velkarahoituksen kalliista hinnasta tai mahdollisuudesta saada velkaa. (Fleckenstein ja muut, 2020)

Chen ja Chen (2011) havaitsivat Taiwanissa yrityksen koon vaikuttavan merkittävästi velan veroedun hyödyntämiseen, sillä suuret yritykset käyttivät etua tehokkaammin hyväkseen verrattuna pienempiin yrityksiin. Tutkimuksessa havaittiin veroasteen kasvun vaikuttavan positiivisesti yritysten velkaantumiseen, mikä viittaa yritysten haluun hyödyntää velasta saatavaa veroetua. Tulokset tukevat Fleckensteinin ja muiden (2020) tutkimuksen havaintoja.

3 Pääomarakenneteoriat

Tässä kappaleessa käydään läpi tunnettuja pääomarakenneteorioita, joita on hyödynnetty pääomarakenteiden muodostamisessa. Pääomarakenneteoriat auttavat ymmärtämään, millaiset asiat voivat vaikuttaa kannattavuuteen kasvatettaessa tai vähennettäessä velkaa yrityksessä. Yrityksen pääomarakennetta on tutkittu monia vuosikymmeniä, ja siihen liittyen on kehitetty useita erilaisia teorioita, jotka lähestyvät käsitettä eri näkökulmista (Modigliani & Miller, 1958; Jensen & Meckling, 1976; Ross, 1977; Myers & Majluf, 1984; Kraus & Litzenberger, 1973).

Morton (1954) esitti rahan hinnan eli pääomakustannusten pätevän yrityksen rahoitusmuotoihin, ja mitä riskisempi rahoitusmuoto sijoittajalle on kyseessä, sitä enemmän hän vaatii tuottoa. Riskisemmät rahoitusmuodot ovat siis kalliimpia yritykselle. Tämä sivuaa yrityksen tarvetta optimoida pääomarakennettaan suhteuttaakseen riskin ja pääomakustannukset mahdollisimman optimaaliseksi, jotta yritys voi varmistaa selviytymisen ja kasvunsa. Aihe on kuitenkin haastava, sillä riskin ja tuoton suhde on epätäydellinen, jolloin absoluuttisia oikeita päätöksiä pääomarakenteesta on käytännössä mahdoton tehdä yrityksessä (Myers, 1977). Tämän aiheuttaa markkinoiden epätäydellisyydet.

Alustan pääomarakenneteorioille loi Modigliani ja Millerin pääomarakennepropositiot (1958; 1963). Ensimmäisessä propositiossa (1958) todettiin, ettei pääomarakenteella ole merkitystä tietyissä olosuhteissa. Toisessa propositiossa otettiin velkaan liittyvät positiiviset puolet huomioon, mutta kuitenkin vielä alkeellisesti. Vaikka propositiot olivatkin vielä heikot sovellettaessa todelliseen maailmaan, loivat ne tärkeän perustan ja olennaisia näkökantoja aiheeseen liittyen.

Pääomarakenteen valintoja yritykset tekevät usein kompromisseina eri teorioiden välillä ja rahoituspäätökset voivat käytännössä poiketa merkittävästi teoreettisista malleista (Lemmon & Zender, 2010). On siis tärkeää ymmärtää, että kehitetyt teoriat eivät ole absoluuttinen totuus, ja kannattavuuden kannalta mahdollisimman optimaalisen

pääomarakenteen löytäminen yritykselle on huomattavan vaikeaa. Seuraavaksi käydään läpi keskeiset pääomarakenneteoriat.

3.1 Modigliani ja Millerin pääomarakennepropositiot

Ensimmäinen merkittävä teoria, joka käsitteli pääomarakenteita ja niiden vaikutuksia yrityksen kannattavuuteen, oli Modigliani ja Millerin (1958) ensimmäinen pääomarakennepropositio. Proposition mukaan yrityksen arvo on riippumaton sen pääomarakenteesta tietyissä olosuhteissa, eli sillä ei ole merkitystä, onko yritys rahoitettu omalla vai vieraalla pääomalla. Sen sijaan yrityksen markkina-arvo määräytyy yrityksen omaisuuserien ja tulevien tuottojen nykyarvon mukaan. Teoreema loi perustaa yrityksen pääomarahoitukseen liittyviin jatkotutkimuksiin.

Modigliani ja Millerin ensimmäisessä propositiossa (1958) on useita ongelmakohtia. Oletuksena ovat ihanteelliset pääomamarkkinat, eli kilpailu on täydellistä, kaikilla on pääsy yrityksen tietoihin sekä transaktio- ja konkurssikustannuksia ei ole. Teoreemassa esimerkiksi markkinatoimijoilla ei ole vaikutusvaltaa hintojen muodostamiseen, odotukset tulevista kassavirroista ja riskeistä on samat kaikille sijoittajille, yrityksen kassavirrat jatkuvat loputtomiin ja liiketoimintariski on sama kaikille yrityksille. Tämän vuoksi propositiota on hyvin vaikea soveltaa todellisessa maailmassa, mutta se kuitenkin nosti esiin olennaisia asioita, jotka pääomarakenteessa on tärkeä ottaa huomioon. (Hashemi Tilehnouei & Boregowda, 2014)

Myöhemmin Modigliani ja Miller (1963) täydensivät kehittämänsä teoreemaa toisella propositiolla, jossa yrityksen velkojen korkojen verovähennyskelpoisuus otettiin huomioon. Velkaa nostamalla yritys voi vähentää rahoituskustannuksia ja siten kasvattaa yrityksen arvoa suhteessa velattomaan yritykseen. Tämä perustuu siihen, että korkomaksuja voi vähentää verotuksessa, mutta osinkoja maksettaessa omistajille ei tarjota tällaista mahdollisuutta. Päivitetty propositio antaa tärkeitä näkökulmia pääomarakenteen

muodostumiseen vaikuttavista asioista, mutta on myös hyvin puutteellinen. Teoriassa pääomarakenne koostuisi siis velasta, mutta todellisessa maailmassa tulee vastaan rajoituksia. Esimerkiksi velkaan liittyvät riskit ja konkurssikustannukset jätetään huomioimatta propositiossa. (Kolari & Velez-Pareja, 2012)

Pääomarakennepropositiot ovat olennaisia teorioita käsiteltäessä pääomarakenneteorioita, sillä ne toimivat pohjana myöhemmin kehitetyille teorioille. Sellaisenaan pääomarakennepropositiot ovat hyvin alkeelliset, joten niiden teorioiden soveltaminen on hyvin haastavaa. Seuraavaksi käsitellään kehittyneempiä teorioita, joita voidaan soveltaa paremmin tutkimuksiin.

3.2 Agenttiteoria

Agenttiteoria on Jensenin ja Mecklingin (1976) kehittämä teoria, jossa käsitellään päämies-agentti-ongelmaa, joka perustuu päämiehen ja agentin väliseen ristiriitaan. Ristiriita syntyy, kun päämies palkkaa toisen henkilön tekemään tehtäviä hänen puolestaan eli antaa päätöksentekovoiman agentille. Teorian mukaan agentit eivät tee päämiesten etujen mukaisia päätöksiä eriävien intressien vuoksi. Päämiesten tavoite on maksimoida yrityksen arvo, kun puolestaan agentit saattavat tavoitella omia etujaan välittämättä yrityksen arvon maksimoinnista. Tästä aiheutuu päämiehelle agenttikustannuksia, joita käsitellään agenttikustannusteoriassa. Teorian mukaan päämiehen tulee ohjata agentin toimintaa erilaisilla kannustimilla ja valvonnalla. Nämä keinot eivät kuitenkaan täydellisesti ohjaa agentin toimintaa päämiehen edun mukaisesti, mistä seuraa jäännöstappioita.

Päämiehen ja velkojan välinen intressiero on toinen agenttiteorian ristiriita. Päämiehet ovat halukkaampia ottamaan enemmän riskejä suurempia voittoja tavoitellessaan. Velkojat haluavat välttää riskejä ja varmistaa, että yritys pysyy maksukykyisenä, jotta yritys kykenee maksamaan velkansa takaisin. Ero perustuu siihen, että yrityksen ottaessa riskiä

ja liiketoiminnan onnistuessa päämies hyötyy siitä enemmän ansaitessaan velkarahalla tuotetut voitot. Puolestaan velkoja ei saa tästä voitosta palkkiota, vaan pelkäänsä ennalta sovitun palkkion eli koron. (Jensen & Meckling, 1976)

Velkojan kannalta ei siis ole niin kannattavaa osallistua erittäin riskiseen liiketoimintaan, sillä riskien realisoituessa päämies ei välttämättä pystykään maksamaan lainaa takaisin ja näin ollen velkoja häviää rahansa. Intressiero voi johtaa yrityksessä toimintaan, joka ei ole velkojien kannalta haluttua. Tästä aiheutuu lisää agenttikustannuksia velkojien rajoittaessa omistajien toimintavapautta ja estäessään kannattavia investointeja. (Jensen & Meckling, 1976)

Agenttiteoria esittää, että agenttikustannuksia voidaan vähentää ja yrityksen kannattavuutta parantaa velalla, sillä se vähentää agenttien käytössä olevaa ylimääräistä vapaata kassavirtaa rahoituskulujen vuoksi. Yrityksen on toimittava ja suunnata investoinnit tehokkaammin, sillä yritys joutuu vaikeuksiin, jos toiminta ei pysy tehokkaana velkojen takaisinmaksuvelvoitteen vuoksi. Tämä toimii kontrollimekanismina ja motivaattorina agentille, sillä enää agentilla ei ole varaa kohdistaa investointeja epätehokkaisiin toimiin kassavirran rajoitusten paineen vuoksi. Tällöin agentit optimoivat yrityksen toimintaa ja kannattavuus paranee. Yrityksen on kuitenkin keskeistä ottaa huomioon velan haittapuolet. Velka esimerkiksi heikentää yrityksen houkuttelevuutta yritysostokohteena. (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986)

Ahmed, Nugraha ja Hågen (2023) tutkivat agenttikustannusten suhdetta pääomarakenteeseen ja kannattavuuteen Iranilaisissa listatuissa teollisuusyrityksissä. Tutkimuksessa havaittiin, että agenttikustannukset vaikuttivat yrityksen pääomarakenteen ja kannattavuuden suhteeseen. Agenttikustannuksilla todettiin olevan negatiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn. Tutkimuksen tulokset tukevat agenttiteoriaa, sillä yrityksen velkasuhteen kasvattaminen vähensi agenttikustannuksia ja näin paransi yrityksen suorituskykyä. ROA ja osakekohtaisen tuoton suhde agenttikustannuksiin oli yllättäen positiivinen.

Stoiljković, Tomić, Leković, Uzelac ja Ćurčić (2024) selvittivät pääomarakenteen vaikutuksia yrityksen suorituskykyyn soveltaen agenttikustannusteoriaa serbialaisissa tuotantotalan yrityksissä. Tulokset osoittivat, että velalla oli positiivinen vaikutus suorituskykyyn, mikä on myös linjassa agenttikustannusteorian kanssa.

Kontuš (2021) tutki agenttikustannusten suhdetta pääomarakenteeseen ja suorituskykyyn Kroatian, Slovenian ja Tšekin pörssiyrityksissä. Yritysten agenttikustannusten lisääntymisellä oli negatiivisia, mutta ei merkittäviä vaikutuksia kannattavuuteen (ROA) Kroatiassa ja Sloveniassa. Tšekeissä agenttikustannusten vaikutus kannattavuuteen oli negatiivinen eli vähentämällä agenttikustannuksia pystyttiin vaikuttamaan positiivisesti kannattavuuteen (ROA). Omavaraisuusasteen havaittiin lisäävän agenttikustannuksia jokaisessa kolmesta maasta, erityisesti Sloveniassa ja Kroatiassa. Pitkäaikaisen velan suhde kokonaispääomaan vaikutti tutkittuihin yrityksiin vähentäen agenttikustannuksia kaikissa maissa, mutta erityisesti Sloveniassa ja Tšekeissä pitkäaikainen velka kasvatti yrityksen arvoa. Tuloksia voidaan selittää yrityksen oman pääoman tehottomasta käytöstä ja velan positiivisesta vaikutuksesta kannattavuuteen agenttiteorian perusteella (Jensen & Meckling, 1976).

Kontušin (2021) tutkimuksista selvisi, että Tšekeissä edellisten tilikausien voitot vähensivät agenttikustannuksia ja näin paransivat kannattavuutta. Sloveniassa ja Kroatiassa edellisten tilikausien voitot lisäsivät agenttikustannuksia. Tämä viittaa yrityksellä oleviin likvideihin varoihin, joita ei investoida tehokkaasti, mikä tukee Jensenin (1986) tuloksia siitä, että yrityksen vapaata kassavirtaa rajoittamalla agenttikustannuksia voidaan vähentää. Tulokset ovat siis ristiriitaiset ja Tšekeistä saadut tulokset osoittavat, että runsaat sisäiset varat voivat vaikuttaa positiivisesti kannattavuuteen, jos niitä hallinnoidaan järkevästi.

Kontuš (2021) havaitsi tutkimuksessaan, että yritysten agenttikustannuksiin, pääomarakenteeseen ja suorituskykyyn vaikutti se, kuinka pitkään maa, jossa yritys toimii, on ollut

Euroopan Unionin jäsenenä. Tutkimuksen mukaan suhteellisesti tuoreemmalla Euroopan Unionin jäsenellä eli Kroatian listatuilla yrityksillä oli heikompi taloudellinen vakaus, suuremmat riskit ja vähemmän rahoitusta saatavilla verrattuna vanhempiin Euroopan Unionin jäsenmaiden listattuihin yrityksiin eli Sloveniaan ja Tšekkeihin.

Aikaisemmat tutkimukset ovat antaneet moninaisia tutkimustuloksia, mutta voidaan todeta, että agenttikustannukset ovat yrityksen kannalta oleellinen huomioon otettava asia muodostettaessa pääomarakennetta maksimoidakseen yrityksen kannattavuus. Seuraavaksi käsitellään signaalointiteoriaa, joka ottaa huomioon informaation epäsymmetriat.

3.3 Signaalointiteoria

Signaalointiteoria perustuu siihen, että yrityksen eri sidosryhmillä on erilaiset pääsymahdollisuudet yrityksen tietoihin. Yrityksestä on siis epäsymmetristä informaatiota eri sidosryhmien välillä, eli esimerkiksi johdon ollessa perillä yrityksen asioista on sijoittajilla vain rajoittunut pääsy. Tällöin yritys voi joissakin tilanteissa päättää itse, informoiko se asiasta ja millä tavalla lain rajoissa. Informaation vastaanottaja puolestaan itse tekee päätelmänsä siitä, miten tulkitsee saamansa tai jäämättä saadut tiedot. (Ross, 1977)

Rossin (1977) signaalointiteoria tarjoaa empiirisen näkökulman yrityksen mahdollisuuksista vaikuttaa sen arvoonsa pääomarakenteen avulla. Teorian keskeinen näkökulma on, että yritys voisi vaikuttaa arvoonsa nostamalla velkaa ja näin parantaa markkinoiden näkemystä yrityksen taloudellisesta tilanteesta. Velan ottamisen ajatellaan viestivän yrityksen luottamusta tulevista kassavirroista, sillä yritys sitoutuu maksamaan velan korkoineen takaisin velkojalle tulevaisuudessa. Positiivinen markkinareaktio odotetaan siis seuraavan velka-asteen kasvusta. Teorian mukaan negatiivinen markkinareaktio eli yrityksen arvon lasku odotetaan seuraavan siitä, kun yrityksen velka-aste laskee.

Ichwanudin, Nurhayati ja Nopus (2022) selvittivät signaalointiteorian merkitystä pääomarakenteen ja yrityksen kannattavuuden suhteen välillä. Tutkimus keskittyi Indonesian pörssin LQ-45-indeksiin vuosina 2005–2018. Tulokset osoittivat, ettei velka parantanut merkittävästi yrityksen arvoa, mikä on ristiriidassa signaalointiteorian kanssa. Tutkimus asetui kuitenkin vain yhteen maahan, joten sovellettavuus on rajallinen.

3.4 Pecking order -teoria

Pääomarakenteita tutkittaessa on tärkeää ymmärtää oman ja vieraan pääoman välinen houkuttelevuus, eli tulisiko yrityksen ensisijaisesti suosia tiettyjä rahoitusmuotoja. Myersin ja Majlufin (1984) tunnetuksi tekemässä pecking order -teoriassa yritykset valitsevat rahoitusmuotonsa tietyssä järjestyksessä. Järjestys perustuu siihen, mikä on kustannustehokkainta. Teoria jakaa rahoitusmuodot järjestyksessä kolmeen osaan: sisäinen rahoitus, velkarahoitus ja oman pääoman ehtoinen rahoitus. Järjestys pohjautuu epäsymmetrisen informaation käsitteeseen eli informaatiovajeeseen, joka syntyy, kun joillakin osapuolilla on enemmän tietoa asioista kuin toisilla. Tällöin kustannustehokkainta on valita rahoitusmuoto, jossa on vähiten informaatiovajetta sijoittajan ja yrityksen välillä.

Yrityksen tulisi siis lähtökohtaisesti suosia sisäistä rahoitusta, jolla tarkoitetaan yrityksen kertyneitä voittoja ja kassavaroja. Jos käytössä ei ole sisäisiä varoja, tulisi yrityksen valita ulkoisista rahoitusmuodoista ensimmäisenä velkarahoitus. Velka ei muuta omistusrakennetta, jota voidaan pitää positiivisena asiana omistajien näkökulmasta. Velalla on myös huonot puolensa, sillä velkaantumistasteen kasvaessa riskit kasvavat. Viimeisimpänä vaihtoehtona yritykselle on oman pääoman ehtoinen rahoitus eli osakeanti, joka heikentää yleisesti omistusten arvoa. (Myers & Majluf, 1984)

Teorian järjestys perustuu siihen, että velkarahoitus ja oman pääoman ehtoinen rahoitus ovat ulkoisen rahoituksen muotoja eli kyseisiä rahoitusmuotoja käytävillä ei ole yhtä oikeellista kuvaa yrityksen taloudellisesta tilanteesta kuin yrityksen johdolla, jonka hallussa

yrittäjien sisäinen rahoitus on. Tämän vuoksi myös kyseisten rahoitusmuotojen käyttö maksaa enemmän yritykselle, koska sijoittajat ottavat enemmän riskiä rajoittuneen ymmärryksen vuoksi yrityksen taloudellisesta tilanteesta ja vaativat parempaa tuottoa sijoitukselleen. Näistä kahdesta ulkoisesta rahoitusmuodosta velkarahoitusta tulisi suosia ennen oman pääoman ehtoista rahoitusta pienempien informaatiokustannusten vuoksi. (Myers & Majluf, 1984)

Käytännössä yritysten välillä pecking order -teorian toteuttamisessa on eroja. Yrityksen velan käyttökapasiteetti rajoittaa sitä, kuinka paljon velkaa voidaan turvallisesti ottaa ja tämän seurauksena velan ottaminen ei ole aina paras vaihtoehto ulkoisista rahoitusmuodoista (Lemmon & Zender, 2010). Chen ja Chen (2011) tutkivat yrityksen pääomarakenteen määrittäjiä 305 listatussa taiwanilaisessa elektroniikka-alan yrityksessä vuonna 2009. Tutkimuksen tulokset osoittivat yritysten suosivan sisäisiä varoja. Jos niitä ei ole, yritys pyrkii hankkimaan varoja velalla ja vasta viimeisenä vaihtoehtona turvauduttiin osakeantiin. Tulokset siis tukevat pecking order -teoriaa. Kasvuyrityksissä on suurempi tarve pääomalle, sillä kasvua halutaan maksimoida ja siksi näissä yrityksissä hankitaan enemmän ulkoista rahoitusta pecking order -teorian mukaisesti.

3.5 Trade off -teoria

Pääomarakenteen optimaalisen määrän löytäminen on keskiössä velkarahoitusta hankittaessa. Trade off -teoria, joka tunnetaan myös kompromissiteorianana, käsittelee oman pääoman ja vieraan pääoman välistä optimointia. Velkaa ottaessa tasapainotellaan saatavien hyötyjen ja haittojen kanssa maksimoidakseen yrityksen arvon. Teoria korostaa, että suurin hyöty velkarahoituksessa on verovähennykset ja suurin haitta kasvavat konkurssikustannukset. (Kraus & Litzenberger, 1973)

Trade off -teoriassa keskeinen käsiteltävä aihe on veroetu eli velkarahoituksen verovähennyskelpoiset korot. Tähän etuun liittyy negatiivisia puolia, sillä velka voi tuoda

yritykseen kustannuksia nostaessaan taloudellisten vaikeuksien riskiä (Kraus & Litzenberger, 1973). Kannattavia investointimahdollisuuksia saattaa myös jäädä käyttämättä, jos yritys on liian velkaantunut eikä velkataakkaa haluta tai pystytä enää kasvattamaan (Myers, 1977). Onkin yritykselle olennaista tasapainottaa velan määrä niin, että veroedusta saa hyötyä altistumatta liian suurille riskeille. Veroasteen kasvaessa yrityksen tulee kasvattaa velkaantumistasettaan, sillä verohyödyistä saatava etu kasvaa (Frank & Goyal, 2009). Toimialoilla on eroja optimaalisen velan määrässä sekä veroetujen hyödyntämisessä, ja onkin yleistä, että riskisemmällä, aineetonta omaisuutta omaavilla yrityksillä on vähemmän velkaa, sillä kustannukset taloudellisista vaikeuksista ovat olennaisemmat (Myers, 1977).

Trade off -teoria jakautuu staattiseen ja dynaamiseen trade off -teoriaan. Staattisessa trade off -teoriassa yrityksen tulee pyrkiä saavuttamaan jokin tietty optimaalinen pääomarakenne sillä oletuksella, että yrityksellä on kiinteä pääomarakenne. Teoria ei siis ota huomioon ajan kanssa tapahtuvia merkittäviä muutoksia. Dynaamisessa trade off -teoriassa optimaalinen pääomarakenne vaihtelee tiettyjen rajojen sisällä. Velkaantumistasetta mukautetaan ajan myötä ja se voi väliaikaisesti poiketa optimaaliselta tasolta. Väliaikaisia muutoksia pääomarakenteessa voi aiheuttaa esimerkiksi muutokset markkinatilanteessa. (Frank & Goyal, 2009)

4 Yrityksen kannattavuus

Tässä luvussa käsitellään yrityksen kannattavuutta ja sen keskeisiä mittareita pääomarakenteen ja kannattavuuden suhteen tutkimuksessa. Yksi keskeisimmistä suorituskyvyn mittareista on kannattavuus, joka mittaa yrityksen päätehtävän toteutumista eli taloudellista voitontuottokykyä (Rashid, 2021). Kannattavuutta voidaan arvioida tuloslaskelman tietoja hyödyntämällä absoluuttisesti vähentämällä tuotoista kulut. Tämä on kuitenkin heikko mittari vertailtaessa erilaisia yrityksiä keskenään. Toinen vertailukelpoisempi tapa mitata kannattavuutta on laskea arvo suhteellisesti. Suhteellisesti kannattavuutta voidaan mitata suhteuttamalla liikevaihtoon tuloslaskelman eri tulosrivejä. Lisäksi suhteellista kannattavuutta voidaan mitata suhteuttamalla jokin taseen arvo valinnaiseen tuloslaskelman tulosriviin. (Niskavaara, 2024)

Yleisesti pääomarakenteen ja kannattavuuden suhdetta laskettaessa käytetty kannattavuuden laskentatapa on suhteuttaa jokin taseen arvo tuloslaskelman tulosriviin. Paljon käytettyjä kannattavuuden tunnuslukuja ovat oman pääoman tuottoaste (ROE) ja kokonaispääoman tuottoaste (ROA), joita tarkastellaan seuraavaksi tarkemmin. Tutkielmani tunnuslukujen kaavat on noudettu Worldscope Data Definitions Guide -julkaisusta (Thomson Reuters, 2013).

4.1 ROE eli oman pääoman tuottoaste

ROE eli oman pääoman tuotto kuvaa yrityksen tehokkuutta käyttää omistajilta saatua omaa pääomaa luodakseen voittoa. Tämä on kaikille yrityksille keskeinen mittari, sillä yrityksen päätehtävä on tuottaa voittoa omistajilleen. Ymmärtääkseen, mitkä tekijät vaikuttavat ROE-tunnuslukuun, se on tärkeää jakaa siihen vaikuttaviin osatekijöihin. Tällainen lähestymistapa tunnetaan DuPont-analyysinä. Sen avulla pystytään analysoimaan kannattavuuteen vaikuttavia tekijöitä syvällisemmin ja auttamaan yrityksen resurssien

käytön vahvuuksien ja heikkouksien tunnistamisessa. DuPont-analyysi on keino ymmärtää, mistä tunnusluku muodostuu ja millaiset osatekijät siihen vaikuttavat. (Panigrahi & Vachhani, 2021)

ROE:n osatekijöitä ovat operatiivisen toiminnan tehokkuus, varojen käytön tehokkuus sekä vipuvaikutus. Operatiivisen toiminnan tehokkuudella tarkoitetaan yrityksen nettovoittojen suhdetta liikevaihtoon eli kuinka paljon yrityksen liikevaihdosta jää voitoiksi kaikkien kulujen jälkeen. Tämä ottaa siis huomioon yrityksen kyvyn muuntaa tulonsa voitoiksi. Varojen käytön tehokkuus voidaan mitata selvittämällä kokonaisvarojen kierto nopeus eli suhteuttamalla yrityksen liikevaihto kokonaisvaroihin. Osatekijän tehtävä on ottaa huomioon yrityksen liikevaihdon tuottamiseen käyttämät kokonaisvarat. Vipuvaikutuksella tarkoitetaan yrityksen kykyä hyödyntää velkarahoitusta tehokkaasti rahoittaakseen toimintaansa. Yritys voi siis parantaa toimintansa kannattavuutta hyödyntämällä velkarahoitusta. Vipuvaikutus voidaan laskea yrityksen omavaraisuuden kertoimella, jolla mitataan yrityksen pääomarakennetta eli miten yrityksen varat jakautuvat oman ja vieraan pääoman välillä. (Panigrahi & Vachhani, 2021)

Tarkastellaan muuttujaa ROE yhtälöllä

$$ROE = \frac{(\text{Nettotulos} - \text{Etuoiikeutettujen osakkeiden osinkovaatimus})}{\text{Keskimääräinen oma pääoma} \times 100}, \quad (1)$$

missä nettotulos on laskettu ottaen huomioon kaikki liiketoimintaan liittyvät ja sen ulkopuoliset kulut ja tuotot. Etuoikeutettujen osakkeiden osinkovaatimus tarkoittaa yrityksen veloitettuja osingonmaksuja etuoikeutettujen osakkeiden omistajille. Keskimääräinen oma pääoma on tutkittavan vuoden ja sitä edeltävän vuoden oman pääoman keskiarvo.

Muuttujan ROE (1) kaavassa on vähennetty nettotuloksesta etuoikeutettujen osakkeiden osinkovaatimus, sillä näin saadaan selville yrityksen tavallisten omistajien tuotot, mikä tekee ROE-muuttujasta relevanttimman kannattavuuden arvioimiseksi.

4.2 ROA eli kokonaispääoman tuottoaste

Kokonaispääoman tuottoaste eli ROA kuvaa yrityksen kykyä luoda voittoa suhteessa sen kokonaisvaroihin eli tunnusluku kertoo, miten yritykseen investoidut varat tuottavat tuosta. Ymmärtääkseen tarkemmin, mitkä asiat ROA:han vaikuttavat, voidaan se jakaa kahteen osatekijään DuPont-analyysillä: varojen käytön tehokkuuteen ja operatiivisen toiminnan tehokkuuteen. Yleisesti ROA:han vaikuttaa huomattavasti toimiala, jossa yritys toimii, sillä yritykseen sijoitettavien varojen määrä vaihtelee eri alojen välillä. Verrattaessa esimerkiksi teollisuusyritystä teknologiayritykseen, voi ROA olla huomattavan erilainen. Ero johtuu siitä, että teollisuus sitoo paljon enemmän varoja koneisiin ja infrastruktuuriin, jolloin todennäköistä on, että teknologiayrityksen ROA on suurempi. ROA-tunnusluvun hyödyntäminen toimii kaikenlaisilla aloilla, ja se antaa kuvan yrityksen toiminnasta. On kuitenkin olennaista ottaa huomioon alojen väliset erot ja niiden vaikutukset tuloksiin. (Panigrahi & Vachhani, 2021)

ROA:n laskemiseen on useita erilaisia laskukaavoja (Singh ja muut, 2024). Yleinen yksinkertainen laskukaava on laskea yrityksen nettotulojen ja kokonaisvarojen suhde. Jotta tunnusluku antaisi mahdollisimman todenmukaisen tuloksen ja olisi paremmin verrattavissa yritysten välillä, on kehitetty erilaisia kaavoja.

Tarkastellaan muuttujaa ROA yhtälöllä

$$ROA = \frac{Nettotulos + ((Korkokustannukset - Aktivoidut korot) \times (1 - Verokanta))}{Keskimääräiset kokonaisvarat \times 100}, \quad (2)$$

missä korkokustannukset ovat yrityksen velkojen korkokustannukset. Aktivoidut korot ovat korkokuluja, joita ei kirjata tuloslaskelmaan kuluiksi, vaan aktivoitetaan taseeseen osaksi pitkäaikaisia investointeja tai omaisuuseriä. Verokanta muodostuu yrityksen maksettujen verojen suhteesta tulokseen ennen veroja. Keskimääräiset kokonaisvarat ovat tutkittavan vuoden ja sitä edeltävän vuoden kokonaisvarojen keskiarvo.

ROA:n yhtälössä (2) katsotaan, etteivät yrityksen aktivoidut korot ole suoraan operatiivisia kuluja, minkä vuoksi korkokustannuksista vähennetään aktivoidut korot. Tämän avulla nostetaan paremmin esille ne velanhoitokustannukset, jotka heikentävät yrityksen tulosta. Tämä parantaa myös vertailua muiden yritysten välillä, sillä vain ne korkokulut otetaan huomioon, jotka vaikuttavat kannattavuuteen tilikauden aikana. Esimerkiksi pitkäaikaiset investoinnit eivät heikennä tulosta, joka auttaa yritysten vertailussa. Kaavassa otetaan yrityksen veroetu huomioon, joka on tärkeää tutkittaessa pääomarakenteen vaikutuksia yrityksen kannattavuuteen, sillä pääomarakenteella voidaan vaikuttaa saatuihin veroetuihin ja näin vaikuttaa kannattavuuteen.

5 Aikaisemmat tutkimukset

Yrityksen pääomarakenteen ja kannattavuuden välinen suhde on monimutkainen sekä yrityksen toiminnan kannalta keskeinen, ja siksi paljon tutkittu aihe. Keskeisenä tekijänä on velan avulla vähennettävät agenttikustannukset, sillä sen avulla voidaan pyrkiä vaikuttamaan kannattavuuteen (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986). Velalla on myös negatiivisia puolia, ja ylivelkaantuessa yritys voi joutua taloudellisiin vaikeuksiin (Gebauer ja muut, 2018). Velan optimaalisen määrän määrittäminen yrityksessä on epätäydellisessä markkinassa monimutkaista. Huolimatta aikaisemmista tutkimuksista ei ole kyetty tunnistamaan, miten yrityksen tulisi täsmälleen rahoittaa toimintansa.

Aikaisemmista tutkimuksista on havaittu, että pääomarakenne vaikuttaa kannattavuuteen ja että vaikutusten on todettu olevan sekä positiivisia että negatiivisia (Dao & Ta, 2020). Tutkimusten avulla on pyritty selvittämään, onko negatiivinen vai positiivinen suhde dominoivampi. On siis olennaista jatkaa syvällisempää tutkimusta aiheesta ja selvittää, mistä erot johtuvat ja millaiset tekijät vaikuttavat suhteeseen. Aikaisempien tutkimusten tuloksia pääomarakenteen vaikutuksista kannattavuuteen tulee katsoa, jotta suhteesta saadaan konkreettisempi kuva tukemaan tai haastamaan aikaisempia teorioita.

Aihetta lähestyessä on tärkeää korostaa yritysten tarvetta löytää optimaalinen pääomarakenne. Yritysten on kannattavuuden maksimoinnin kannalta käytettävä molempia: omaa ja vierasta pääomaa. Demiraj, Labadze, Dsouza, Demiraj ja Grigolia (2024) käsittelevät pääomarakenteen ja taloudellisen suorituskyvyn yhteyttä. Päättävöitteena oli havainnollistaa käänteinen U-muotoinen suhde kokonaisvelkaantumisasasteen ja suorituskyvyn välillä eli selvittää optimaalinen suhde oman ja vieraan pääoman välillä, jolla voidaan maksimoida suorituskyky yrityksessä. Käsitteilyssä oli vuosilta 2008–2021 eurooppalaisia osinkoja maksavia pörssiyrityksiä yhteensä 3121. Tutkimuksessa havaittiin käänteinen U-muotoinen suhde yrityksen suorituskyvyn ja pääomarakenteen välillä, mikä tukee Herciun ja Ogrianin (2017) havaintoja optimoinnin tarpeesta pääomarakennetta muodostettaessa, jotta kannattavuus on maksimaalinen. Yrityksen suorituskykyä toimi oman

pääoman tuottoaste (ROE) ja pääomarakenteena kokonaisvelka suhteessa taseen loppusummaan. Optimaalinen pääomarakenne kaikille tutkimuksen yrityksille oli noin 29 %, mutta toimialojen välillä oli suuria eroja.

Mazanec (2023) selvitti, miten pääomarakenne vaikuttaa yrityksen suorituskykyyn ja näin ollen myös kannattavuuteen. Tutkimus rajoittui Keski-Eurooppaan ja kohteena oli lähes 4000 pientä- ja keskisuurta yritystä kuljetusalalta. Tutkimuksesta selvisi, että velkaantumisasteella on yhteys suorituskykyyn ja velkarahoituksen ollessa maltillinen kannattavuus voi parantua. Liian korkea velan ottaminen lisää riskejä ja vaikuttaa kannattavuuteen negatiivisesti. Yritykselle on siis olennaista optimoida velka-astetta, joka tukee myös Demirajin ja muiden (2024) tutkimustuloksia.

On siis keskeistä yritykselle luoda tasapainoinen rahoitusstrategia, jotta pitkällä aikavälillä se voi menestyä. Suuremmat yritykset voivat hyödyntää velkarahoitusta enemmän vaarantamatta talouttaan, ja puolestaan pienemmille yrityksille velka on riskialttiimpaa. Yritysten menestykseen vaikuttivat maan rahoitusmarkkinoiden kehitysaste ja taloudelliset olosuhteet, eli mitä kehittyneempi markkina, sitä edullisempaa rahoitusta on saatavilla. Yrityksen likviditeetillä oli positiivinen yhteys suorituskyvyn parantamiseen, mikä tukee pecking order -teoriaa. (Mazanec, 2023)

Aikaisemmissa tutkimuksissa on havaittu velkaantumisasteen ja kannattavuuden välillä olevan positiivinen yhteys. Abdullah ja Tursoy (2021) tutkivat saksalaisia pörssiyrityksiä vuosina 1993–2016 ja ajanjaksoon yritysvuosia sisältyi 2448. Tutkimuksessa havaittiin positiivinen yhteys velkaantumisasteen ja kannattavuuden välillä Saksassa. He selvittivät myös, miten 2005 käyttöön otettu IFRS eli kansainvälinen kirjanpitostandardi muokkasi suhdetta. Tutkimuksessa havaittiin, että yrityksen velkasuhde vaikuttaa positiivisesti taloudelliseen suorituskykyyn, eli velkaantuneemmat yritykset olivat kannattavampia. IFRS käyttöönoton jälkeen suhde heikentyi, mutta ei hävinnyt kokonaan. Yritysten markkina-perusteinen suorituskyky parani. Tulokset tukevat agenttikustannusteoriaa eli velan avulla yrityksen kannattavuutta voidaan parantaa.

Pääomarakenteen ja kannattavuuden välillä on havaittu positiivisten tulosten lisäksi negatiivisia yhteyksiä aikaisemmissa tutkimuksissa. Milošev (2021) tutki, miten velka vaikuttaa yrityksen kannattavuuteen Serbian 50 liikevaihdoltaan suurimman ei-rahoitusalan yrityksissä, ja tarkasteluajanjaksona toimi 2016–2019. Velka mitattiin tutkimuksessa velkasuhteella ja velan suhteella omaan pääomaan, ja kannattavuus kokonaispääoman tuottoasteella eli ROA:lla. Aineistoa analysoitiin pienimmän neliösumman regressio-menetelmällä. Tutkimuksessa havaittiin velkasuhteella olevan negatiivinen yhteys yrityksen kannattavuuteen. Suhteessa kannattavuuteen negatiivisia yhteyksiä löydettiin yrityksen koosta ja materiaalityyppisyydestä. Likviditeetillä ei havaittu olevan yhteyttä yrityksen kannattavuuteen.

Mugoša (2015) tutki yritysten velkaantumista ja sen määrääviä tekijöitä 921 suuressa länsieurooppalaisessa yrityksessä aikavälillä 2003–2010. Tutkitut yritykset olivat osallisia yritysten yhdistymisissä fuusioiden ja yritysostojen kautta. Tuloksista selvisi negatiivinen yhteys velkaantumistasteen ja kannattavuuden välillä. Vähemmän velkaa ottavat yritykset olivat siis kannattavampia. Tutkimuksessa kannattavuuden määritelmänä oli EBITDA suhteessa taseen loppusummaan.

Jaworski ja Czerwonka (2021) tarkastelivat pääomarakenteeseen vaikuttavia keskeisiä tekijöitä energiateollisuudessa Euroopan unionissa, ja tarkastelussa oli ajalta 2011–2018 yhteensä 6122 yritystä 25 EU-maasta. Pääomarakenteen määrittäjiä käsiteltiin regressio-analyysin avulla. Kannattavia yrityksiä tutkimuksessa yhdisti alhaisempi velan osuus pääomarahoituksessa eli velkaantumisella oli yleisesti negatiivinen vaikutus kannattavuuteen. Likviditeetillä havaittiin olevan negatiivinen vaikutus velkaantumiseen ja näin ollen positiivinen yhteys kannattavuuteen. Tutkimuksen tulokset tukivat pecking order -teoriaa eli yrityksen tulisi rahoittaa toimintaansa ensisijaisesti omista voitoistaan ennen velan käyttöä. Artikkelissa havaittiin myös velkaantuneisuuden olevan yhteydessä korkeampaan liiketoimintarisktiin, joka voi vaikuttaa negatiivisesti yrityksen kannattavuuteen pitkällä aikavälillä sekä lisätä taloudellista haavoittuvuutta.

Pääomarakenteen ja kannattavuuden suhdetta on lähestytty vertailemalla erilaisissa tilanteissa olevien maiden yrityksiä. Czerwonka ja Jaworski (2022) pyrkivät tunnistamaan erot kahden taloudellisesti erilaisessa tilanteessa olevan EU-maan yritysten pääomarakenteissa ja niiden määrävissä tekijöissä. Tutkimukseen kerättiin vuosilta 2010–2017 aineistoa 22 775 puolalaisesta yrityksestä ja 36 625 portugalilaisesta yrityksestä. Puolalaisissa yrityksissä kannattavuuden ja velkaantumisen suhde oli negatiivinen eli kannattavat yritykset turvautuivat velan sijasta omaan pääomaan. Portugalissa velan suhde kannattavuuteen oli positiivinen yritysten käyttäessä erityisesti pitkäaikaista velkaa. Tutkimuksessa mainittiin, että kannattavuuden ja velan suhde on Portugalissa monimutkaisempi ja pääomarakenteet puolalaisia yrityksiä velkapainotteisempia. Tämä osoittaa, että portugalilaiset yritykset ovat halukkaampia hyödyntämään verosuojaa eli vähentämään verotaakkaa kasvattamalla velan osuutta pääomarakenteessa, mikä puolestaan parantaa kannattavuutta ja tukee agenttikustannusteoriaa. Tutkimuksesta saadut tulokset antavat tärkeää tietoa siitä, että maiden välillä voi olla suuria eroja siinä, miten pääomarakennetta tulisi muodostaa.

Pääomarakenteen ja kannattavuuden suhteeseen vaikuttaa, millä toimialalla yritys toimii. Habibniya, Dsouza, Rabbani, Nawaz ja Demiraj (2022) julkaiseman artikkelin tavoitteena oli selvittää, miten Yhdysvaltojen monopolistisella telekommunikaatioalalla yrityksen pääomarakenne vaikuttaa kannattavuuteen vuosien 2012–2020 aikana. Tutkimuksen tulosten mukaan velkaantumisasteella on negatiivinen vaikutus kokonaispääoman tuottoasteeseen, ja puolestaan omavaraisuusasteen vaikutus on positiivinen kokonaispääoman tuottoasteeseen (ROA). Oman pääoman tuottoasteeseen (ROE) ei ollut merkittävää vaikutusta. Tutkimuksessa todetaan, että velkaantuneet yritykset joutuivat käyttämään enemmän pääomaansa velkarahoituksen kattamiseen ja näin ollen operatiiviseen toimintaan ja investointeihin jäi vähemmän rahaa. Tutkimustuloksiin vaikuttaa Yhdysvaltojen telekommunikaatioalan lähes monopolistinen markkina, joka johtaa pääoman tehottoon käyttämiseen ja heikkoihin investointeihin. Tämä näkyi esimerkiksi otoksen ROA:n negatiivisena keskiarvona eli yritykset olivat keskimäärin tappiollisia. Tutkimuksen

voittoa tuottavien yritysten alaryhmässä havaittiin velkaantumisasasteen vaikuttavan positiivisesti oman pääoman tuottoasteeseen (ROE), kun taas omavaraisuusasteen vaikutus oli negatiivinen. Menestyvät yritykset onnistuivat siis parantamaan kannattavuutta velan avulla, joka tukee agenttikustannusteoriaa.

Herciu ja Ogreaan (2017) selvittivät, vaikuttaako pääomarakenne yrityksen kannattavuuteen, ja tavoitteena oli taseen rakenteen analysointi ja optimaalisten tasojen tunnistaminen, jotta yrityksen kannattavuutta voitaisiin kehittää. Tutkimuksessa käytettiin pääomarakenteen vaikutusten analysoimiseen ja kannattavuuden mittaamiseen DuPont-analyysia. Aineistona oli 59 ei-rahoitusalan tuottavinta yritystä vuoden 2016 Fortune Global 500 -listalta. Tutkimuksessa keskityttiin tasearvoihin ja pääomarakennetta mitattiin velkaantumisasasteella. Kannattavuutta mitattiin puolestaan ROE:n ja ROA:n avulla.

Tutkimuksessaan Herciu ja Ogreaan (2017) havaitsivat, että pääomarakenteella ja kannattavuudella on yhteys ja ilman optimointia yrityksen kannattavuus heikkenee tukien aikaisempia tutkimuksia aiheesta (Mazanec, 2023; Demiraj ja muut, 2024). Tulokset osoittivat positiivista sekä negatiivista korrelaatiota velkaantumisasasteen ja ROE:n välillä riippuen vallitsevista olosuhteista. Toimialoja verrattaessa positiivisin korrelaatio oli teknologia-, telekommunikaatio- ja terveydenhuoltoaloilla. Ei merkittävä, mutta positiivinen korrelaatio oli moottoriajoneuvojen sekä osien ja energiasektoreilla. Käännekohtissa tulokset olivat hajanaiset, sillä sekä korkea että matala velan suhde omaan pääomaan saattoi johtaa korkeampaan ROE:hen. Optimaalisen pääomarakenteen määrittäminen yksittäiselle yritykselle on kuitenkin äärimmäisen vaikeaa. Korkealla velkaantumisasasteella yritys on taipuvainen saavuttamaan korkeamman ROE:n, mutta on myös huomioitava, että tällöin yritykselle aiheutuu taloudellisia paineita. (Herciu & Ogreaan, 2017)

Dao ja Ta (2020) tekivät meta-analyysin pääomarakenteesta ja yrityksen suorituskyvyn yhteydestä. Tutkimuksessa kerättiin aineisto 32 julkaisusta, joista valittiin 50 artikkelia sisältäen 340 tutkimusta. Artikkelien julkaisuajanjakso oli 2004–2019, ja niissä käytetyt data-aineistot jakoutuivat vuosille 1998–2017. Tuloksissa havaittiin paljon eroja, joten

artikkelissa selvitettiin myös, mitkä tekijät aiheuttivat eroja tuloksiin ja mistä ristiriidat aiheutuivat. Tuloksista havaittiin korkean velkaantumisen vaikuttavan negatiivisesti suorituskyyyn. Velkavipu vaikutti positiivisesti osakemarkkinoiden suorituskyyyn ja negatiivisesti liiketoimintasykliin. Osakemarkkinoilla velka siis tekee sijoittajien näkökulmasta yrityksestä houkuttelevamman, mutta velasta aiheutuvat kustannukset kuormittavat yrityksen toimintaa liiketoimintasyklin heiketessä.

Pääomarakenteen ja suorituskyyyn yhteys on monimutkainen ja riippuvainen tutkimusasetelmasta, kuten esimerkiksi toimintaympäristöstä, toimialasta ja yrityksen koosta. Tämä selittää, miksi aiheesta tehdyt tutkimukset ovat tuloksiltaan keskenään ristiriidassa. Pääomarakenne yksinään ole selittävä tekijä suorituskyyylle, sillä yrityksen ominaisuudet ja toimintaympäristö vaikuttivat tuloksiin. Pääomarakenne on siis osa laajempaa taloudellista ja toiminnallista kokonaisuutta. (Dao & Ta, 2020)

Hundal, Eskola ja Lyulyu (2020) selvittivät Suomessa pääomarakenteen vaikutuksia suorituskyyyn. Tutkimus keskittyi 50 suomalaiseen suureen pörssiyritykseen, jotka olivat listattuna Helsingin pörssissä vuosien 2011–2017 aikana. Tutkimukseen sisällytettiin rahoitusalan yrityksiä. Tutkimus osoitti velan vaikuttavan negatiivisesti suorituskyyyn ylittäessään tietyn tason, ja velasta aiheutuvat negatiiviset puolet, kuten riskit, ja kulut vaikuttavat kannattavuuteen enemmän negatiivisesti kuin esimerkiksi verohyödyt positiivisesti.

Abor (2005) havaitsi tutkimuksessaan lyhytaikaisen velan vaikuttavan positiivisesti ROE:hen ja puolestaan pitkäaikaisen velan negatiivisesti. Tämä toi uusia näkökulmia suhteeseen ja sen selittäviin tekijöihin. Aikaisempien tutkimusten vaihteleviin tuloksiin voitaisiin saada tarkempi selittävä tekijä jakamalla velka lyhyt- ja pitkäaikaiseen velkaan ja suhteuttamalla se kannattavuuteen. Näin saataisiin selville, minkä maturiteetin velka vaikuttaa yrityksessä positiivisesti sekä negatiivisesti kannattavuuteen, mikä parantaisi tutkimustulosten laatua ja voisi ohjata yrityksiä tekemään parempia rahoituspäätöksiä.

Rajoitettaessa yrityksen rahoitusta velan saatavuus kannustaisi agentteja keskittymään enemmän kulujen vähentämiseen ja suuntaamaan varat tehokkaammin, mikä parantaisi yrityksen kannattavuutta (Abor, 2005; Nguyen ja muut, 2023). Yritysostojen näkökulmasta velkaantuneempi yritys ei ole niin houkutteleva kohde, ja tämän vuoksi talousjohtajat saattavat käyttää velkaa hyödykseen välttääkseen yritysoston ja varmistaakseen oman asemansa yrityksessä (Abor, 2005). Samalla velka motivoi johtoa suoriutumaan paremmin ja kohdistamaan resurssit tehokkaasti, jolloin omistajat hyötyvät (Abor, 2005; Nguyen ja muut, 2023). Tämä osoittaa velan käytön olevan kannattavaa niin johtajien näkökulmasta kuin agenttikustannusten vähentämisen kannalta.

Nguyen ja muut (2023) tutkivat pääomarakenteen ja yrityksen kannattavuuden välistä suhdetta 300 vietnamilaisessa listatussa yrityksessä vuosina 2012–2018. Aihetta lähestyttiin tutkimalla lyhyt- ja pitkäaikaisen velan vaikutuksia yrityksen kannattavuuteen, joka mitattiin ROA- ja ROE-tunnusluvulla. Tutkimuksessa oli kaksi hypoteesia, jotka tukivat Aborin (2005) tuloksia: lyhytaikainen velka vaikuttaa positiivisesti yrityksen kannattavuuteen ja pitkäaikainen velka vaikuttaa negatiivisesti yrityksen kannattavuuteen. Tutkimuksessa havaittiin vietnamilaisten yritysten likviditeetillä ja lyhytaikaisella velalla olevan positiivinen vaikutus yrityksen kannattavuuteen, ja puolestaan negatiivista korrelaatiota havaittiin pitkäaikaisen velan ja tuoton maksimoinnin välillä. Tutkimuksessa oli alhainen selitysosuus eli tutkimusmalli ei ollut riittävä selittämään riippuvia muuttujia eli ROA- ja ROE-tunnuslukuja. Vietnam on myös kehittyvä markkina ja sosialistinen maa, joten esimerkiksi länsimaihin tulosten vertaaminen on hyvin vaikeaa.

Myös Kotey (2024) tutki pitkä- sekä lyhytaikaisen velan vaikutuksia kannattavuuteen 23 listatusta ghanalaisesta tuotanto- tai palvelualan yrityksestä vuosina 2003–2013. Tulokset osoittivat lyhytaikaisen velan vaikuttavan positiivisesti ROE:hen. Habib, Khan ja Wazir (2016) havaitsivat poikkeuksellisesti, että Pakistanissa lyhytaikainen velka vaikutti negatiivisesti kannattavuuteen ei-rahoitusalan yrityksissä. Tarkastelussa oli vuodet 2003–2012 ja aineistoa kerättiin 340 yrityksestä.

Pham ja Hrdý (2023) tutkivat Visegard-maissa eli Tšekeissä, Slovakiassa, Unkarissa ja Puolassa pääomarakenteen määrääviä tekijöitä pienissä ja keskisuurissa yrityksissä. Tutkimus sijoittui vuosille 2011–2018 ja aineistoa kerättiin 6713 yrityksestä. Maiden talouksia voidaan pitää kyseisellä tarkasteluajanjaksolla siirtymätalouksina. Velan havaittiin vaikuttavan negatiivisesti kannattavuuteen. Jokaisessa maassa kokonaisvelalla sekä lyhyt- ja pitkäaikaisella velalla havaittiin olevan negatiivinen korrelaatio kannattavuuden kanssa. Tutkimus antaa tärkeää tietoa eurooppalaisista yrityksistä, mutta on olennaista ottaa huomioon, että yritykset olivat siirtymätalouksia tarkastelun aikana.

Gill, Biger ja Mathur (2011) jatkoivat Aborin (2005) tutkimusta pitkä- ja lyhytaikaisen velan vaikutuksista kannattavuuteen soveltaen 272 listattua yhdysvaltalaisesta palvelu- tai tuotantoalan yritystä vuosina 2005–2007. Tutkimustulokset osoittivat lyhytaikaisen velan vaikuttavan positiivisesti kannattavuuteen, mikä tuki useita aikaisempia tutkimuksia (Abor, 2005; Nguyen ja muut, 2023; Kotey, 2024). Tämä voidaan selittää lyhytaikaisen velan matalammilla kustannuksilla, jotka parantavat kannattavuutta. Gillin ja muiden (2011) tutkimuksessa pitkäaikaisen velan vaikutukset kannattavuuteen havaittiin positiivisina, mikä eroaa useista aikaisempien tutkimusten tuloksista (Abor, 2005; Nguyen ja muut, 2023; Kotey, 2024). Ero saattaa aiheutua Yhdysvaltojen sen hetkisistä matalista koroista pitkäaikaisissa lainoissa sekä talouden laskusuhdanteesta (Gill ja muut, 2011).

Aikaisemmissa tutkimuksissa lyhytaikaisen velan on havaittu korreloivan positiivisesti kannattavuuteen. (Abor, 2005; Gill ja muut, 2011; Nguyen ja muut, 2023; Kotey, 2024). Korrelaation on kuitenkin havaittu olevan myös negatiivista (Habib ja muut, 2016; Pham & Hrdý, 2023). Pitkäaikaisen velan on useissa tutkimuksissa havaittu vaikuttavan negatiivisesti kannattavuuteen (Abor, 2005; Habib ja muut, 2016; Nguyen ja muut, 2023; Pham & Hrdý, 2023; Kotey, 2024). Tästä poiketen Gill, Biger ja Mathur (2011) havaitsivat positiivisen korrelaation.

6 Yhteenveto

Pääomarakenteen ja kannattavuuden suhde on saanut huomiota useita vuosikymmeniä tieteellisellä kentällä. Suhteeseen vaikuttavia tekijöitä on pyritty tunnistamaan ja kehittämään teorioita. Kuitenkaan ei ole vielä kyetty muodostamaan yritykselle kokonaisvaltaista pääomarakenteen mallia. Aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet, että pääomarakenne vaikuttaa merkittävästi kannattavuuteen. Yrityksen pääomarakennetta on tärkeää tutkia, sillä yrityksen päätehtävä on tuottaa voittoa omistajilleen. Onnistuakseen siinä yrityksen on oltava kannattava. Vaikeampi tehtävä on selvittää, dominoivatko velan positiiviset vai negatiiviset vaikutukset suhteessa kannattavuuteen, sillä aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet tulosten huomattavan vaihtelun (Dao & Ta, 2020).

Tavoitteena tutkielmassa oli selvittää yrityksen pääomarakenteen vaikutuksia kannattavuuteen. Aihetta lähestyttiin esittelemällä keskeisiä pääomarakenneteorioita ja aikaisempia tutkimuksia. Aikaisemmissa tutkimuksissa oli paljon vaihtelua tuloksissa. Tulosten vaihteluun vaikuttivat esimerkiksi tutkimusmenetelmät ja markkinatilanne. Pääomarakenteen havaittiin vaikuttavan kannattavuuteen sekä positiivisesti että negatiivisesti. Tarkemman ymmärryksen muodostamiseksi velka jaettiin lyhyt- ja pitkäaikaiseen velkaan. Näin saatiin tarkempi näkemys velan vaikutuksista kannattavuuteen.

Aikaisemmissa tutkimuksissa on havaittu vaihtelua siinä, miten lyhytaikainen velka vaikuttaa kannattavuuteen. Abor (2005) havaitsi suhteen olevan positiivinen eli lyhytaikaista velkaa hankkiessa myös kannattavuus paranee. Samanlaisia tuloksia saivat Nguyen ja muut (2023) sekä Kotey (2024). Lisäksi Gill ja muut (2011) havaitsivat yhdysvaltalaisissa palvelu- ja tuotantoalan yrityksissä positiivisen korrelaation lyhytaikaisen velan ja kannattavuuden välillä. Mainituista tuloksista poiketen Pham ja Hrdý (2023) havaitsivat kaikissa Visegard-maissa lyhytaikaisen velan vaikuttavan negatiivisesti kannattavuuteen. Myös Habib ja muut (2016) havaitsivat negatiivisen korrelaation muuttujien välillä. Huolimatta poikkeavista tuloksista aikaisemmat tutkimukset ovat antaneet näyttöä siitä, että lyhytaikainen velka vaikuttaa kannattavuuteen positiivisesti. Havaintojen pohjalta

esitetään tutkielman ensimmäinen hypoteesi (mukaiillen Nguyen ja muut, 2014; Nguyen ja muut, 2023):

H₁: Lyhytaikainen velka vaikuttaa positiivisesti yrityksen kannattavuuteen.

Pitkäaikaisen velan vaikutukset kannattavuuteen ovat olleet myös vaihtelevia. Aikaisemmissa tutkimuksissa muun muassa Abor (2005) sekä Nguyen ja muut (2023) havaitsivat pitkäaikaisen velan vaikuttavan negatiivisesti kannattavuuteen. Lisäksi Kotey (2024), Pham ja Hrdý (2023) sekä Habib ja muut (2016) saivat negatiivisen korrelaation muuttujien välillä. Gill ja muut (2011) puolestaan havaitsivat positiivisen yhteyden pitkäaikaisen velan ja kannattavuuden välillä. Tutkimuskentällä suhteen negatiivinen korrelaatio on kuitenkin hallitseva. Näiden havaintojen pohjalta muodostetaan toinen hypoteesi (mukaiillen Nguyen ja muut, 2014; Nguyen ja muut, 2023):

H₂: Pitkäaikainen velka vaikuttaa negatiivisesti yrityksen kannattavuuteen.

Hypoteesien avulla pystytään selvittämään, miten velka ja tarkemmin lyhyt- ja pitkäaikainen velka vaikuttavat yrityksen kannattavuuteen. Ottamalla huomioon velan maturiteettin saadaan tarkempaa ja relevantimpaa tietoa pääomarakenteen ja kannattavuuden suhteesta.

Lähteet

- Abdullah, H., & Tursoy, T. (2021). Capital structure and firm performance: evidence of Germany under IFRS adoption. *Review of Managerial Science*, 15(2), 379–398. <https://doi.org/10.1007/s11846-019-00344-5>
- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: An empirical analysis of listed firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 6(5), 438–445. <https://doi.org/10.1108/15265940510633505>
- Ahmed, A. M., Nugraha, D. P., & Hågen, I. (2023). The relationship between capital structure and firm performance: The moderating role of agency cost. *Risks*, 11(6), 102. <https://doi.org/10.3390/risks11060102>
- Azofra, V., Rodríguez-Sanz, J. A., & Velasco, P. (2020). The role of macroeconomic factors in the capital structure of European firms: How influential is bank debt? *International Review of Economics & Finance*, 69, 494-514. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.06.001>
- Chen, L.-J., & Chen, S.-Y. (2011). How the pecking-order theory explain capital structure. *Journal of International Management Studies*, 6(3), 92–100.
- Czerwonka, L., & Jaworski, J. (2022). Capital structure and its determinants in companies originating from two opposite sides of the European Union: Poland and Portugal. *Economics and Business Review*, 8(1), 24-49. <https://doi.org/10.18559/ebr.2022.1.3>
- Dao, B. T. T., & Ta, T. D. N. (2020). A meta-analysis: Capital structure and firm performance. *Journal of Economics and Development*, 22(1), 111–129. <https://doi.org/10.1108/JED-12-2019-0072>
- Demiraj, R., Labadze, L., Dsouza, S., Demiraj, E., & Grigolia, M. (2024). The quest for an optimal capital structure: An empirical analysis of European firms using GMM regression analysis. *EuroMed Journal of Business*. <https://doi.org/10.1108/EMJB-07-2023-0206>

- Fleckenstein, M., Longstaff, F. A., & Strebulaev, I. A. (2020). Corporate taxes and capital structure: A long-term historical perspective. *Critical Finance Review*, 9(1-2), 1–28. <https://doi.org/10.1561/104.00000069>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1–37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Gebauer, S., Setzer, R., & Westphal, A. (2018). Corporate debt and investment: A firm-level analysis for stressed euro area countries. *Journal of International Money and Finance*, 86, 112–130. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2018.04.009>
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2011). The effect of capital structure on profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management*, 28(4), 3–15.
- Habib, H. J., Khan, F., & Wazir, M. I. (2016). *Impact of Debt on Profitability of Firms: Evidence from Non-Financial Sector of Pakistan*. *City University Research Journal*, 6(1), 70–80. <https://ssrn.com/abstract=2714461>
- Habibniya, H., Dsouza, S., Rabbani, M. R., Nawaz, N., & Demiraj, R. (2022). Impact of Capital Structure on Profitability: Panel Data Evidence of the Telecom Industry in the United States. *Risks*, 10(8), 157. <https://doi.org/10.3390/risks10080157>
- Hashemi Tilehnoei, M., & Boregowda, S. (2014). A brief review of capital structure theories. *Research Journal of Recent Sciences*, 3(10), 113–118.
- Herciu, M., & Ogorean, C. (2017). Does capital structure influence company profitability? *Studies in Business and Economics*, 12(3), 50–61. <https://doi.org/10.1515/sbe-2017-0036>
- Hundal, S., Eskola, A., & Lyulyu, S. (2020). The impact of capital structure on firm performance and risk in Finland. *Eurasian Economic Perspectives*, 15(1), 43–76. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-48531-3>
- Ichwanudin, W., Nurhayati, E., & Nupus, H. (2022). Building a model to assess signaling theory in its correlation between capital structure and firm value. *European Journal of Business and Management*, 14(22), 60–66. <https://doi.org/10.7176/EJBM/14-22-06>

- Ikäheimo, S., Malmi, T., & Walden, R. (2024). *Yrityksen laskentatoimi*. Alma Insights.
- Iqbal, U., & Usman, M. (2018). Impact of financial leverage on firm performance. *SEISENSE Journal of Management*, 1(2), 70–78. <https://doi.org/10.33215/sjom.v1i2.13>
- Jaworski, J., & Czerwonka, L. (2021). Determinants of Enterprises' Capital Structure in Energy Industry: Evidence from European Union. *Energies*, 14(7), 1871. <https://doi.org/10.3390/en14071871>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- Karadag, H. (2015). Financial Management Challenges in Small and Medium-Sized Enterprises: A Strategic Management Approach. *Emerging Markets Journal*, 5(1), 26–40. <https://doi.org/10.5195/emaj.2015.67>
- Knüpfer, S., & Puttonen, V. (2024). *Moderni rahoitus*. Alma Talent.
- Kolari, J. W., & Velez-Pareja, I. (2012). Corporation income taxes and the cost of capital: A revision. *Innovar*, 22(46), 53–72. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1715044>
- Kontuš, E. (2021). Agency costs, capital structure and corporate performance: A survey of Croatian, Slovenian and Czech listed companies. *Ekonomski vjesnik/Econviews - Review of Contemporary Business, Entrepreneurship and Economic Issues*, 34(1), 73–85. <https://doi.org/10.51680/ev.34.1.6>
- Kotey, R.A. (2024). Does Capital Structure Affect Profitability of Listed Ghanaian Firms? *The Journal of Developing Areas*, 58(2), 161-177. <https://dx.doi.org/10.1353/jda.2024.a924534>.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. <https://doi.org/10.2307/2978343>

- Lemmon, M. L., & Zender, J. F. (2010). Debt capacity and tests of capital structure theories. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), 1161-1187. <https://doi.org/10.1017/S0022109010000499>
- Mazanec, J. (2023). Capital Structure and Corporate Performance: An Empirical Analysis from Central Europe. *Mathematics*, 11(9), 2095. <https://doi.org/10.3390/math11092095>
- Milošev, I. (2021). Impact of Debt Management on Profitability of Large Non-Financial Firms in Serbia. *Economic Themes*, 59(4), 461-477. <https://doi.org/10.2478/ethemes-2021-0026>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443. <http://www.jstor.org/stable/1809167>
- Morton, W. A. (1954). The Structure of the Capital Market and the Price of Money. *The American Economic Review*, 44(2), 440–454. <http://www.jstor.org/stable/1818357>
- Mugoša, A. (2015). The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Western Europe. *Business and Economic Horizons*, 11(2), 76–95. <http://dx.doi.org/10.22004/ag.econ.246151>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592. <https://doi.org/10.2307/2327916>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. <https://ssrn.com/abstract=274547>

- Nguyen, D. T. T., Diaz-Rainey, I., & Gregoriou, A. (2014). Determinants of the Capital Structure of Listed Vietnamese Companies. *Journal of Southeast Asian Economies*, 31(3), 412–431. <http://www.istor.org/stable/43264737>
- Nguyen, S. L., Pham, C. D., Truong, T. V., Phi, T. V., Le, L. T., & Vu, T. T. T. (2023). Relationship between Capital Structure and Firm Profitability: Evidence from Vietnamese Listed Companies. *International Journal of Financial Studies*, 11(1), 45. <https://doi.org/10.3390/ijfs11010045>
- Niskavaara, E. (2024). *Yritystaloutta esihenkilöille*. Alma Insights.
- Panigrahi, A. K., & Vachhani, K. (2021). Financial analysis by return on equity (ROE) and return on asset (ROA) – A comparative study of HUL and ITC. *Journal of Management Research and Analysis*, 8(3), 131–138. <https://doi.org/10.18231/j.imra.2021.027>
- Pham, L. H., & Hrdý, M. (2023). Determinants of S.M.E.s capital structure in the Visegrad group. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 36(1). <https://doi.org/10.1080/1331677X.2023.2166969>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Rashid, C. A. (2021). The efficiency of financial ratios analysis to evaluate company's profitability. *Journal of Global Economics and Business*, 2(4), 119–132.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signaling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Singh, R., Gupta, C. P., & Chaudhary, P. (2024). Defining return on assets (ROA) in empirical corporate finance research: A critical review. *Empirical Economics Letters*, 23(Special Issue 1), 25–36. <https://doi.org/10.5281/zenodo.10901886>
- Stoiljković, A., Tomić, S., Leković, B., Uzelac, O., & Ćurčić, N. V. (2024). The impact of capital structure on the performance of Serbian manufacturing companies: Application of agency cost theory. *Sustainability*, 16(2), 869. <https://doi.org/10.3390/su16020869>