

## Väitöskirja omistajan diversifioinnin vaikutuksesta yrityksen pääomarakenteeseen ja investointeihin

EVA LILJEBLOM

Mika Ihamuotila: Corporate Ownership, Capital Structure and Investment; A Theory and Evidence, Helsinki School of Economics and Business Administration A-97, Helsinki 1994.

Mika Ihamuotilan tutkimus liikkuu rahoitusteorian uudemmissa alueilla, yhdistäen piirteitä corporate control-kirjallisuudesta, ja uudemmassa yrityksen pääomarakennetta ja agenttikustannuksia, ja näiden interaktioita käsittelevästä kirjallisuudesta. Tutkimuksen kohteena on sijoittajan diversifioinnin vaikutus hänen sijoituspäätöksiinsä silloin, kun sijoittaja saa hyötyä yritysten kontrollista, ja kun kontrolli voi olla välttämätöntä, jotta sijoituskohteena olevan yritys saataisiin valitsemaan tuottavimmat, mutta riskillisemmät, projektit.

Kummallista kyllä, rahoitusteorian kaksi päälinjaa - "asset pricing" eli arvopaperien hinnoittelu, ja "corporate finance" eli yrityksen rahoitusteoria, ovat siinä suhteessa kulkeneet omia teitään, että edellisessä yleistä tulosta, portfoliodiversifointia, ei ole huomioitu kovin paljoa yrityksen rahoitusteorian sisällä yhdessä yrityksen agentti- tai kontrollikysymysten kanssa. Täten Ihamuotilan asettama kysymys, onko yritysten investointikäytymisessä havaittavissa eroja riippuen siitä, onko kontrolloiva omistaja hyvin vaiko huonosti diversifioidun salkun pitäjä, on rahoitusteoriassa uusi ja mielenkiitoinen. Kun tutkijalla on lisäksi käytössään empiiristä aineis-

toa suurimpien sijoittajien koko salkuista, siis aineistoa jota amerikkalaisilla tutkijoilla tuskin on saatavilla, antaa tämä mahdollisuuden mallitarkastelun lisäksi suoraan myös testata johdettujen tulosten empiiristä pitävyyttä Suomen aineistolla. Kokonaisuudessaan Ihamuotilan työ siis tutkii sangen mielenkiintoista teemaa niin teoreettisen mallin kuin empiirisen tutkimuksenkin osalta.

Työn teoreettisessa osassa johdettavassa mallissa kontrollin oletetaan olevan arvostettua. Kontrollia voi ensinnäkin harjoittaa pitämällä alkuperäisen omaisuutensa (antaa kontrollihyötyä mutta ei varsinaista tuottoa). Tätä kirjoittaja vertaa esim. perittyyn yritykseen tai maa-alueeseen. Huomautettakoon, että tää kontrollihyöty on riskiton. Saman suuruisen kontrollihyödyn voi myös saada mikäli sjoittaa yritykseen, jonka osakepääomasta omistaa puolet tai enemmän. 50% ylittävä lisäomistus ei kuitenkaan lisää kontrollihyötyä laisinkaan, sen sijaan yritys antaa aina myös riskillisen tuoton suhteessa omistusosuuteen. Tällainen yrityskontrolli vaatii kuitenkin varallisuutta, vähintään puoleen osakepääomasta asti. Mikäli kontrolloitu yritys on puoliksi velkarahoitettu, kontrollihyödyn saa pienemmällä rahasummalla. Tällöin kuitenkin myös riski kasvaa, koska velkarahoitetun yrityksen mennessä konkurssiin kontrollihyöty menetetään täysin, mitä ei tapahdu omapääma-rahoitteisen yrityksen kaatuessa.

Sijoittajan on siten mahdollista joko saada varma mutta alhaisin lopputulos pelkän kontrolli-  
hyödyn myötä, korkeampi mutta riskillisempi  
tulos (kontrolli-  
hyöty + tuotto) OP-rahoitteisesta  
yrityksestä, ja vielä korkeampi tulos (tuotto+koko  
kontrolli-  
hyöty pienemmällä summalla) velkara-  
hoitteisesta yrityksestä, jonka riski on kuitenkin  
edellistä suurempi. Näiden lisäksi on mahdollista  
realisoida vähäriskinen (diversifioitu) tuotto  
sijoittamalla yritysjohtajien kontrolloimiin yrityk-  
siin (salkkuun). Omaisuuden ollessa suuri, voi-  
daan myös diversifioinnin avulla alentaa riskiä  
pitämällä useita kontrolloipositiota.

Ihmuotila johtaa numeeristen oletusten  
avulla sijoittajan valinnat, antaen hänen omaisuu-  
tensa ja kontrolli-  
hyödyn suuruuden vaihdella. Tulokset näyttävät mm., että sijoittajan omaisuu-  
den ollessa rajoitettu, suhteellisen varmat vaihto-  
ehdot tulevat valituiksi: riippuen kontrolli-  
hyödyn suuruudesta, investoija valitsee joko  
markkinasalkun tai alkuperäisen omaisuutensa, ja  
silloinkin, kun kontrolli on mahdollista, kontrolli-  
hyödyn kasvaessa varmemmat vaihtoehdot -  
OP-rahoitteinen yritys - dominoivat. Varsin  
varakas sijoittaja kontrolloi kuitenkin mahdolli-  
simman montaa velkarahoitteista yritystä saaden  
näin sekä kontrolli- että diversifointi-  
hyötyä.

Mallia kehitetään huomioimalla mahdollisuus  
valita kontrolloidun yrityksen investointiprojektin  
riski. Riskillisemmällä projektilla on korkeampi  
odotusarvo, mutta suurempi konkurssitodennä-  
köisyys. Hajautetusti omistettujen yritysten  
johtajat eivät koskaan valitse tätä projektia.  
Silloin ainoa tapa realisoida tämä korkeampi  
tuotto on hankkia kontrolli yrityksessä, ja siten  
pakottaa se valitsemaan riskillisempi projekti.  
Tämä oletus tuo malliin mukaan varakkaille  
omistajille mahdollisen "ylisuuren tuoton". Pien-  
sijoittajien ei oleteta koskaan pääsevän tähän  
tuottoon käsiksi, koska yritysjohtajien kontrolloi-  
mat yritykset eivät valitse näitä projekteja ja  
piensijoittajan ostaessa osuuden suursijoittajan  
kontrolloimasta riskillisestä yrityksestä, hän ostaa  
osakkeet hinnalla jolla niiden odotettu tuotto on  
sama kuin vähemmän riskillisen yrityksen osak-

keiden. Tosin piensijoittajan riski näiden kahden  
suhteen on myös sama - hänen hyvin diversifioi-  
dussa salkussaan kaikki riski oletetaan eli-  
minoiduksi.

Mallin kehitetyn version tulokset numeerisilla  
oletuksilla ovat pitkälle yhdenmukaisia edellisen  
version kanssa: kontrolli-  
hyödyn ollessa suuri varmemmat ratkaisut - riskittömämmät projektit  
ja OP-rahoitus - dominoivat, kun taas kontrolli-  
hyödyn ollessa alhaisempi ja varallisuuden suuri,  
valitaan mahdollisimman monta riskillistä ja  
pienellä sijoituksella (suurella velkarahoituksella)  
kontrolloitua projektia. Kiintoisa lisäpiirre on se,  
että koska riskillisen projektin avulla kontrolli-  
hyötyyn pääsee kiinni pienemmällä summalla, se  
tulee usein valituksi ensin, kun taas varallisuuden  
kasvaessa halutaan siirtyä kontrolloimaan alhai-  
semman riskin omaavaa yritystä.

Malli on monessa suhteessa erittäin yksinker-  
taistettu, mikä toisaalta takaa sen selkeyden,  
mutta toisaalta rajoittaa pois kiintoisia tarkastelu-  
kohtia. Esim. mallissa velan ja hajoitettun osa-  
kesijoittamisen avulla yritykseen tuodulla lisära-  
hoituksella ei ole mitään eroa itse ulkoisen rahoit-  
uksen antajan kannalta. Ainoastaan suuromista-  
jan kannalta rahoitusvaihtoehdoilla on väliä,  
koska ne vaikuttavat hänelle jäävään kontrolli-  
hyötyyn konkurssitapauksessa. Toinen outo piirre  
on malliin rakennettu suuromistajien hyödynnet-  
tämissä oleva ylisuuri tuotto korkean riskin omaa-  
vien projektien osalta. Tämän tuoton riskihän on  
täysin poisdiversifioitavissa todella varakkaan  
sijoittajan salkusta. Edelleen, koska kontrolli-  
hyöty on täysimääräisenä saatavissa jo 50%  
osakesijoituksella, suurempaa yksittäistä omis-  
tusosuutta ei mallissa havaita muuta kuin silloin  
kun pysytellään täysin alkuperäisessä varallisuus-  
dessa. Tämä sijoitus on kuitenkin täysin riskitön  
eikä siten suoraan verrannollinen. Täten herää  
kysymys ajaako mallissa valittu diskreetti kontrol-  
lihyöty sijoituksia suuremmassa määrin diversifi-  
oinnin suuntaan - diversifointi-  
hyöty kun on jatkuvasti paraneva.

Yleisesti ottaen olisi ollut kiintoisaa nähdä  
muutakin kuin numeeristen ratkaisujen avulla

havainnollistettu malli. Projektin tuottojen kuvaaminen jakaumien avulla olisi mahdollistanut portfolion riskin eksplisiittisemmän mallittamisen. Toisaalta malli havainnollistaa suhteellisen hyvin pääidean, eli diversifioinnin vaikutuksen, ja päätulokset lienevät kuitenkin sellaisia etteivät ne ole riippuvaisia mallin yksityiskohtien tarkasta muodosta eivätkä rajatut harvoille parametriarvoille.

Työn empiirisessä osissa tarkastellaan muutamaa seurausta em. mallista. Näistä ensimmäisessä tarkastellaan omistajan diversifioinnin suhdetta yrityksen velkaisuusasteeseen ja riskiin. Aineistona on 40 suomalaista yritystä, oita on tutkittu periodilla 1988-91. Tulokset ovat odotettuja: omistajan diversifioinnin kasvaessa yritysten riski ja velkaisuusaste kasvavat. Toisena tarkastelun kohteena on kysymys siitä, vaaditaanko hyvin diversifioitun omistajan kontrolloimalta yritykseltä enemmän vakuuksia lainaa otettaessa. Jälleen tulokset ovat mallin odotusten mukaisia. Havaitaan myös, että hyvin diversifioituiden sijoittajat toimivat useasti aloilla, joiden pääomakannan arvo on helpommin määriteltävissä.

Nämä empiiriset tulokset omaavat saman uutuusarvon kuin esitetty malli, ja tukevat mielenkiintoisella tavalla mallin tulemia. Empiiristä työtä haittaa kuitenkin käytetyn aineiston sup-

peus, niin poikkileikkauksen kattavuuden kuin muuttujien mittaussajakohdankin suhteen. Kun muuttujina on mm. yritysten kasvuvauhti (liikevaihdon kasvuvauhti, 4 vuoden keskiarvo) ja riski (kirjanpidollisten voittojen varianssi 6 vuodelta), käytetyt määritelmät lienevät tuoneen huomattavaa epävarmuutta muuttujien arvoihin. Myös tutkimusperiodi edustaa poikkeuksellista aikaa Suomen taloudessa, mikä on voinut vaikuttaa tuloksiin. Käytettyjen muuttujien jakaumia olisi voitu kuvata tarkemmin, eikä myöskään estimoitujen mallien kohdalla ole pahemmin tarkasteltu sitä, pitävätkö tilastolliset taustaoletukset paikkansa. Hakuprosessin takia muuttujat tuskin ovat niin merkitseviä kuin raportoidut arvot antavat olettaa. Tuloksien uskottavuutta kuitenkin parantaa se, että havaitut yhteydet esiintyvät myös luokkiin jaetuissa materiaalissa selvinä ryhmäkeskiarvojen eroituksina ja trendeinä.

Kaiken kaikkiaan Ihamuotilan työ muodostaa mielenkiintoisen kokonaisuuden jossa tarkastellaan tuoretta ideaa. Teoreettinen osuus havainnollistaa mallin pääideoita hyvin, ja empiirinen puoli antaa tukea esitetyille hypoteeseille. Ote työhön on innovatiivinen, ja tutkimuksella on selvästi tieteellistä kontribuutiota, joskaan mallin ja empiiristen tutkimusten hiominen ei olisi ollut haitaksi.