



<input checked="" type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>

Master's Thesis
Licentiate's Thesis
Doctor's Thesis

Subject	Accounting and Finance	Date	6.9.2010
Author	Eero Lamminen	Student number	
		Number of pages	86
Title	The relationship between state ownership and corporate bond yield spreads		
Supervisors	Ph.D Erkki Vuorenmaa, M.Sc. Juuso Lindeqvist		

Abstract

This study is an empirical analysis of the relationship between corporate bond yield spreads and state ownership of corresponding issuers. The aim of the study is to answer to the first research questions about whether the state ownership affects the corporate bond yield spreads as well as to the second question about whether this possible relationship is positive or negative and whether it is statistically significant. In earlier research the evidence about effects of state ownership was contradictory. State ownership has been found to lead to weaker company performance, to lack of incentives to lower cost efficiency and to inefficient investments in terms of profitability. On the other hand, scholars have found evidence of negative relationship between the state ownership and probability of default of companies.

Quantitative analysis was performed by conducting a linear multiple regression analysis using ordinary least squares method (OLS). The yield spread of corporate bond was chosen as a dependent variable while company size of the issuer, liquidity of corporate bond, ownership of the issuer and credit worthiness of the issuer were chosen as independent variables. Synthetic credit ratings derived from Altman's EMS-model were used as variables indicating the credit worthiness of the issuer. The Russian public bond market was chosen as a subject of study due to heterogeneous ownership structures of Russian corporate bond issuers. The company and bond specific data was retrieved primarily from Amadeus database and Reuters 3000 Xtra platform while being cross-checked by comparison with the actual financial publications of the issuers if necessary.

Coinciding with the hypothesis of the study, the state ownership was found to be among the statistically significant factors affecting the corporate bond yield spread. This relationship was negative, thus indicating that the presence of a state owner lead to the lower corporate bond yield spreads in average. In practice, this means that state owned corporate faced lower financing costs in average when borrowing money from the financial markets by issuing corporate bonds. Additionally, the credit worthiness of the issuers was also confirmed to be a significant factor in explaining the corporate bond yield spreads.

Credit ratings issued by credit rating agencies such as Standard & Poor's, Moody's and Fitch have been found to reflect the with changes in issuer's state with a significant time lag and thus understanding how e.g. a privatization, nationalization or direct investment by the state would affect the corporate bond yield spread on bond markets is important. The evidence on the existence of the relationship is hence valuable information for all stakeholders, i.e. to issuers, to fixed income investors as well as to the governments.

Key words	State ownership, corporate bonds, yield spread, Russia
Other	



X

Oppiaine	Laskentatoimi ja rahoitus	Päivämäärä	6.9.2010
Tekijä(t)	Eero Lamminen	Matrikkelinumero	
		Sivumäärä	86
Otsikko	The relationship between state ownership and corporate bond yield spreads		
Ohjaaja(t)	KTT Erkki Vuorenmaa, KTM Juuso Lindeqvist		

Tiivistelmä

Tutkimuksessa tarkastellaan yrityslainojen tuottoeron ja yrityslainojen liikkeellelaskijoiden valtio-omistuksen välistä vuorovaikutusta empiirisen analyysin avulla. Keskeisenä tarkoituksena on selvittää, vaikuttaako valtio-omistus yrityslainojen tuottoeroon, onko tämä vuorovaikutus positiivista vai negatiivista ja onko se tilastollisesti merkitsevää. Aiemmat tutkimustulokset valtio-omistuksesta ovat tämän tutkimuksen kannalta ristiriitaisia. Valtio-omistuksen on havaittu johtavan heikompaan tuottavuuteen, tuottavuuden näkökulmasta kannattamattomiin investointeihin sekä kustannustehokkuutta tavoittelevien kannustinten puuttumiseen. Toisaalta valtio-omistuksen on todettu pienentävän yritysten luottotappioriskiä.

Tässä kvantitatiivisessa tutkimuksessa vuorovaikutusta analysoidaan lineaarisella monimuuttujaregressiolla pienimmän neliösumman menetelmällä. Regressiomallissa riippuvaksi muuttujaksi valittiin yrityslainojen tuottoero ja riippumattomiksi muuttujiksi liikkeellelaskijan koko, yrityslainan likviditeetti, liikkeellelaskijan omistusrakenne sekä liikkeellelaskijan luottokelpoisuus. Luottokelpoisuutta mallinnettiin niin sanotuilla synteettisillä luottoluokituksilla, jotka johdettiin muun muassa yrityskohtaisista tilinpäätöstiedoista Altmanin EMS-mallia hyödyntäen. Tarkastelun kohteeksi valittiin Venäjän julkiset yrityslainamarkkinat venäläisten liikkeellelaskijoiden monipuolisten omistusrakenteiden vuoksi. Yritys- ja yrityslainakohtainen materiaali haettiin ensisijaisesti Amadeus-taloustietokannasta sekä Reuters 3000 Xtra-portaalista. Tarvittaessa materiaali ristiintarkistettiin liikkeellelaskijoiden julkaisemista taloustiedotteista.

Tutkimushypoteesin mukaisesti valtionomistuksen havaittiin olevan yksi tilastollisesti merkittävistä yrityslainojen tuottoeroon vaikuttavista tekijöistä. Tämä vuorovaikutus oli negatiivinen, mikä tarkoittaa sitä, että valtionomistus keskimäärin laskee yrityslainojen tuottoeroja. Liikkeellelaskijoiden näkökulmasta tämä tarkoittaa sitä, että valtio-omistajan olemassaolo keskimäärin laskisi näiden yritysten yrityslainamarkkinoilta hankitun rahoituksen kustannuksia.

Tutkimuksen tuloksia voidaan pitää merkittävänä sekä liikkeellelaskijoille, sijoittajille että valtio-omistajille. Virallisten luottoluokituslaitosten, kuten Standar & Poor'sin, Moody'sin ja Fichin on tutkimuksissa havaittu päivittävän virallisia luottoluokituksiaan vasta huomattavasti luottoriskissä tapahtuneen muutoksen jälkeen. Tällöin muun muassa edellä mainituille toimijoille on erittäin tärkeää ymmärtää, miten esimerkiksi yrityksen mahdollinen kansallistaminen, yksityistäminen tai muu vastaava muutos omistusrakenteessa käytännössä tulisi vaikuttamaan kohteena olevan yrityksen yrityslainojen tuottoeroon ja siten myös näiden lainojen markkinahintoihin.

Asiasanat	Valtionomistus, yrityslainat, tuottoero, Venäjä
Muita tietoja	