



Vaasan yliopisto  
UNIVERSITY OF VAASA

Hilma Vesämäki

# **Kannustinongelmat ja kovenantit yritysrahoituksessa**

Tarkastelussa moraalikato ja rahoitussopimusten rooli

Laskentatoimen ja rahoituksen  
akateeminen yksikkö  
Taloustieteen kandidaattiohjelma  
Taloustieteen kandidaatintutkielma

Vaasa 2026

---

**VAASAN YLIOPISTO****Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

<b>Tekijä:</b>	Hilma Vesämäki		
<b>Tutkielman nimi:</b>	Kannustinongelmat ja kovenantit yritysrahoituksessa: Tarkastelussa moraalikato ja rahoitussopimusten rooli		
<b>Tutkinto:</b>	Kauppätieteiden kandidaatti		
<b>Opintosuunta:</b>	Taloustiede		
<b>Työn ohjaaja:</b>	Hannu Piekkola		
<b>Valmistumisvuosi:</b>	2026	<b>Sivumäärä:</b>	46

---

**TIIVISTELMÄ:**

Yritysrahoituksen epäsymmetrinen informaatio ja siihen liittyvät kannustinongelmat muodostavat keskeisen haasteen rahoituksen tehokkaalle kohdentumiselle. Erityisesti moraalikato heikentää rahoittajan mahdollisuuksia arvioida yrityksen käyttäytymistä ja riskisyyttä ja voi johtaa tehotomiin investointipäätöksiin tai rahoituksen niukkuuteen. Rahoitussopimusten rakenteelliset elementit, kuten kovenantit, ovat keskiössä riskienhallinnassa ja rahoitusmarkkinoiden toimivuuden turvaamisessa.

Tämän tutkielman tavoitteena on tarkastella miten moraalikato rajoittaa ulkoisen rahoituksen saantia yritysrahoituksessa ja millä tavoin kovenantit toimivat ratkaisuna tähän rajoitteeseen. Teoreettisena viitekehyksenä käytetään Holmström–Tirole-mallia, joka kuvaa epäsymmetrisen informaation aiheuttamaa rahoitusrajoitetta sekä yrittäjän kannustimien merkityksellisyyttä rahoitussopimusten rakenteessa. Lisäksi tutkimuksessa analysoidaan 40 suomalaisen pörssiyrityksen vuosikertomuksia vuodelta 2023, jotta saadaan empiirinen käsitys siitä millaisia kovenanttiehtoja yrityksen raportoivat ja miten ne suhteutuvat moraalikadon riskeihin.

Tutkimuksen tulokset osoittavat, että moraalikato muodostaa keskeisen rahoitusrajoitteen, tehden rahoituksen kohdentumisesta tehotonta. Kovenantit lieventävät tätä rajoitetta lisäämällä valvontaa, rajoittamalla opportunistista käyttäytymistä ja parantamalla rahoittajan asemaa sopimuskauden aikana. Empiirinen aineisto tukee teoreettisia havaintoja, sillä suurin osa yrityksistä raportoi taloudellisiin tunnuslukuihin perustuvia kovenantteja, jotka kohdistuvat erityisesti velkaantumiseen, kassavirtaan ja vakavaraisuuteen. Tulokset viittaavat siihen, että kovenantit ovat olennainen osa optimaalisia rahoitussopimuksia ja toimivat tehokkaasti moraalikadon hillitsijänä.

---

**AVAINSANAT:** Moraalikato, Epäsymmetrinen informaatio, yritysrahoitus, rahoitussopimus, Holmström—Tirole-malli, Kovenantti

## Sisällys

1	Johdanto	5
2	Teoreettinen viitekehys	7
2.1	Yritysrahoituksen peruspiirteet	7
2.2	Epäsymmetrinen informaatio yritysrahoituksessa	8
2.2.1	Epäsymmetrinen informaatio rahoitusmarkkinoilla	8
2.2.2	Haitallinen valikoituminen	9
2.2.3	Moraalikato	10
2.2.4	Päämies-agentti-ongelma	11
2.3	Holmström—Tirole-malli	12
2.3.1	Mallin oletukset	12
2.3.2	Optimointiongelma	14
2.3.3	Rahoitusrajoite	16
2.3.4	Mallin tulkinta	17
3	Kovenantit yritysrahoituksessa	19
3.1	Määritelmä ja luokittelu	19
3.2	Kovenantit moraalikadon ja kannustinongelman hallinnassa	20
3.3	Kovenanttien vaikutus Holmström—Tirole-mallin rahoitusrajoitteeseen	23
3.4	Kovenantit osana optimaalisia sopimuksia	25
3.5	Kovenanttien hyödyt ja haitat	26
3.5.1	Rahoittajan näkökulma	27
3.5.2	Yrityksen näkökulma	28
4	Empiirinen tarkastelu	30
4.1	Aineisto ja menetelmät	30
4.2	Kovenanttien esiintyminen suomalaisissa pörssiyhtiöissä	31
4.3	Kovenanttien kohdistuminen moraalikatoon ja rahoitusriskeihin	35
5	Johtopäätökset	37
5.1	Keskeiset tulokset	37
5.2	Tutkimuksen rajoitteet ja jatkotutkimus	38

Lähteet	40
Liitteet	46
Liite 1. Ilmoitus tekoälyn käytöstä	46

## **Kuviot**

Kuvio 1. Korko kannustinmekanismina (Stiglitz & Weiss, 1981, s.401)	24
---	----

## **Taulukot**

Taulukko 1. Kovenanttien esiintyvyys suomalaisissa pörssiyhtiöissä vuonna 2023 (julkisesti saatavilla oleva tieto).	31
---	----

# 1 Johdanto

Informaation saatavuus on keskeinen hyöty kannattavien sopimusten laatimisessa ja ylläpitämisessä. Yritysrahoituksen merkittävä haaste onkin rahoittajan ja yritysten välillä vallitseva epäsymmetrinen informaatio. Epäsymmetrinen informaatio tuottaa monia ongelmia niin yrityksille kuin rahoittajille, kuten moraalikatoa, haitallista valikoitumista sekä päämies-agentti ongelman. Erityisesti moraalikato luo ongelman rahoituksessa, sillä yrityksen johto tai yrittäjä voi toimia tavalla joka ei ole täysin rahoittajan havaittavissa ja joka heikentää rahoittajan asemaa sopimussuhteessa. Tämän vuoksi kaikki potentiaalisesti kannattavat investointiprojektit eivät saa ulkoista rahoitusta, joka rajoittaa yritysten kasvua ja talouden tehokkuutta.

Moraalikadon ja muiden ilmiöiden aiheuttamia ongelmia pyritään hallitsemaan rahoitussopimuksilla ja niiden ehdoilla. Yleistynyt ehto rahoitussopimuksissa on kovenantit, joilla rahoitussopimusten osapuolet asettavat toisilleen rajoitteita ja velvotteita. Kovenanttien avulla voidaan vähentää opportunistista käyttäytymistä sekä parantaa osapuolten suojaa joka siten edistää rahoituksen saatavuutta. Tästä huolimatta kovenantit eivät ole ongelmattomia, vaan ne voivat rajoittaa taloudellista toimintaa sekä aiheuttaa kustannuksia.

Tämän tutkielman tavoitteena on tarkastella, miten kannustinongelmat, erityisesti moraalikato, rajoittaa ulkoisen rahoituksen saatavuutta ja millä tavoin kovenantit toimivat ratkaisuna tähän ongelmaan. Tutkielma rajataan tarkastelemaan yritysrahoituksen kannustinongelmia velkarahoituksen näkökulmasta, jossa rahoittajina toimivat pankit. Tarkastelu keskittyy erityisesti moraalikatoon ja siihen liittyviin rahoitusrajoitteisiin sekä kovenanttien rooliin kannustinongelmien hillitsijänä. Lisäksi empiirinen tarkastelu rajataan suomalaisiin pörssiyhtiöihin ja niiden julkisesti raportoimiin kovenantteihin, mikä asettaa rajoitteita havaintojen yleistettävyydelle. Tutkielma ei siis pyri kattavaan analyysiin kaikista rahoitusmuodoista tai markkinoista, vaan keskittyy valittuun näkökulmaan teoreettisen ja empiirisen tarkastelun kautta.

Päätutkimuskysymys on seuraava:

Miten moraalikato rajoittaa ulkoista rahoitusta yritysrahoituksessa ja millä tavoin kovenantit toimivat ratkaisuna tähän ongelmaan?

Päätutkimuskysymystä tarkennetaan seuraavilla alatutkimuskysymyksillä:

- Miten Holmström–Tirole-mallissa johdetaan rahoitusrajoite moraalikadon seurauksena?
- Miten kovenantit vaikuttavat mallissa johdettuun rahoitusrajoitteeseen ja kannustinongelmaan?
- Millaisia kovenanteja suomalaisissa pörssiyhtiöissä raportoidaan ja mihin taloudellisiin riskeihin ne kohdistuvat?

Tutkielma toteutetaan pääosin kirjallisuuskatsauksena, jossa hyödynnetään yritysrahoituksen ja rahoitusteorian keskeistä tutkimuskirjallisuutta. Teoreettisena viitekehyksenä toimii erityisesti moraalikatoa ja rahoitusrajoitteita käsittelevä kirjallisuus sekä Holmström-Tirole-malli. Lisäksi tutkielmaan sisältyy empiirinen osio, jossa tarkastellaan kovenanttien esiintymistä ja kohdistumista suomalaisissa pörssiyhtiöissä julkisesti saatavilla olevan aineiston perusteella.

Tutkielma etenee siten, että luvussa kaksi esitellään teoreettinen viitekehys, jossa käsitellään yritysrahoituksen peruspiirteitä, epäsymmetristä informaatiota sekä moraalikatoa. Lisäksi luvussa tarkastellaan Holmström–Tirole-mallia ja sen johtamaa rahoitusrajoitetta. Luvussa kolme syvennyttään kovenanttien rooliin yritysrahoituksessa, käsitellen niiden määritelmiä, roolia osana optimaalista rahoitussopimusta sekä niiden hyötyjä ja haittoja. Luvussa neljä esitellään empiirinen tarkastelu suomalaisten pörssiyhtiöiden kovenanteista. Lopuksi luvussa viisi esitetään työn keskeiset johtopäätökset, arvioidaan tutkimuksen rajoitteita sekä esitetään mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

## 2 Teorettinen viitekehys

### 2.1 Yritysrahoituksen peruspiirteet

Pankin ja yrityksen välinen suhde on sopimussuhde, jossa molemmat osapuolet toimivat pyrkien saavuttamaan omia tavoitteitaan. Suhde on dynaaminen ja perustuu vuorovaikutukseen, jonka kautta osapuolet voivat saavuttaa hyötyjä esimerkiksi kustannusten ja epävarmuuden vähenemisen sekä kannattavuuden parantumisen muodossa (Zineldin, 1996). Yrityksen ja pankin intressit eivät kuitenkaan ole usein yhtenäiset, sillä yritykset tyypillisesti pyrkivät kasvattamaan toimintaansa ja parantamaan kannattavuuttaan, kun taas pankkien intressi on myönnetyn rahoituksen takaisinmaksun varmistaminen sopimuksen mukaisesti. Tästä syystä rahoitussuhde perustuu luottamukseen, sopimukseen sekä valvontamekanismeihin, joilla rahoittaja pyrkii hallitsemaan rahoitukseen liittyviä riskejä ja yritys puolestaan pyrkii takaamaan rahoituksen saannin.

Rahoitusmarkkinoiden tehtävänä on ohjata varoja ylijäämäsektorilta varoja tarvitsevalle alijäämäsektorille, mahdollistaen ulkoisen rahoituksen hankinnan (Mishkin, 2007).

Rahoitusmarkkinoiden keskeisenä tehtävänä on tarjota yrityksille mahdollisuus velkarahoitukseen. Kallion ja Vuolan (2018) mukaan rahoituksen hankinnan perimmäinen syy on aina sama: yrityksen oma pääoma ei riitä tarvittavien tai tavoiteltujen investointien tekemiseen tai juoksevien kulujen kattamiseen. Ulkoinen rahoitus mahdollistaa yrityksille tuotannon laajentamisen, uusien hankkeiden rahoittamisen sekä kassavirran hallinnan tilanteissa, joissa tulot ovat epävakaita. Täten ulkoinen rahoitus on keskeinen tekijä yritysten kasvun ja kestävän toiminnan kannalta. Pankkilainat ovat olleet Suomessa ylivoimaisesti merkittävin vieraan pääoman lähde kaiken kokoisille yrityksille (Niskanen & Niskanen, s.28, 2016).

Yritysten pääomarakenne koostuu vieraasta ja omasta pääomasta. Vieraan pääoman ehtoinen rahoitus on luonteeltaan ulkoista rahoitusta, johon liittyy aina

takaisinmaksuvelvoite, joka erottaa sen olennaisesti oman pääoman ehtoisestä rahoituksesta, joka perustuu omistussuhteeseen, eikä sisällä sopimukseen perustuva takaisinmaksuvelvoitetta (Kallio & Vuola, 2018, s. 40) Velkarahoituksessa rahoittaja myöntää yritykselle pääomaa sovittua korkoa ja takaisinmaksusopimusta vastaan. Vieraaseen pääomaan liittyy aina luottoriski ja vaara yrityksen kassavirran riittävydestä, jonka rahoittaja ottaa luotonantohetkellä huomioon (Kallio & Vuola, 2018, s. 40)

Rahoitussopimuksilla on suuri rooli epävarmuuksien ja riskien hallinnassa. Välimäen (2014) mukaan rahoitussopimuksilla on nykyään pankkien kannalta enenevässä määrin muitakin kuin pelkkiä riskienhallinnallisia päämääriä. Sopimukset määrittelevät kummankin osapuolen vastuut, oikeudet ja velvollisuudet rahoitussuhteen ajaksi. Täydellistä rahoitussopimusta ei kuitenkaan ole mahdollista laatia, sillä kaikkiin sopimussuhteen aikana tapahtuviin muutoksiin ei ole mahdollista varautua. (Villa, 2003). Tästä syystä syntyy sopimusten epätäydellisyys. Kovenanteilla pyritään hallitsemaan epätäydellisten sopimusten luomaa epävarmuutta ja niiden aiheuttamia ongelmia (Välimäki, 2013, s. 73).

## **2.2 Epäsymmetrinen informaatio yritysrahoituksessa**

Tässä luvussa tarkastellaan epäsymmetristä informaatiota ja siitä aiheutuvia keskeisiä kannustinongelmia sekä niiden vaikutuksia yritysrahoituksessa. Tarkasteltavat kannustinongelmat moraalikato, haitallinen valikoituminen sekä päämies-agentti-ongelma muodostavat perustan myöhemmin käsiteltävillä sopimusratkaisuille.

### **2.2.1 Epäsymmetrinen informaatio rahoitusmarkkinoilla**

Rahoitussopimukset ovat erityisen alttiita epäsymmetriselle informaatiolle, sillä rahoitussuhde on tyypillisesti pitkäkestoinen, eikä rahoittaja voi jatkuvasti seurata

yrittäjien todellista tilannetta taikka päätöksentekoa. Vaikka sopimuksia tehdään, ne eivät voi olla täydellisiä (Välimäki, 2014).

Epäsymmetrinen informaatio ei ole pelkästään teoreettinen käsite, vaan se aikaansaa usein taloudellisia ongelmia rahoitusmarkkinoilla. Ongelmia syntyy informaatioeron kautta niin ennen rahoitussopimuksen laatimista, kuin myös sopimuksen voimassaoloaikana (Mishkin, 2007). Ongelmat ilmenevät haitallisena valikoitumisena, moraalikatona sekä epäsymmetristä informaatiota kuvaavana päämies-agentti-ongelmana.

### **2.2.2 Haitallinen valikoituminen**

Akerlof (1970) määrittelee haitallisen valikoitumisen käytettyjen autojen markkinoiden esimerkillä. Akerlofin (1970) määritelmää voidaan soveltaa rahoitusmarkkinoihin seuraavasti: haitallinen valikoituminen syntyy, kun markkinoilla huonolaatuiset toimijat valikoituvat suhteellisesti mukaan hyvien toimijoiden kustannuksella. Tämän seurauksena rahoittaja ei pysty erottamaan hyviä ja huonoja lainanottajia toisistaan, ja rahoitusehdot määräytyvät keskimääräisen riskin mukaan. Lopulta matalariskiset yritykset vetäytyvät markkinoilta ja jäljelle jää vain suhteellisesti riskisempiä vaihtoehtoja. Luotonantaja kärsii haitallisesta valikoitumisesta, mikäli se ei kykene erottamaan eri luottoriskin omaavia hankkeita luotonmyönnön yhteydessä (Bebczuk, 2003)

Yrittäjien todellinen riski ja laatu eivät ole siis täydellisesti havaittavissa, joka tekee haitallisesta valikoitumisesta ilmiönä prekontraktuaalisen, eli ongelma syntyy ennen rahoitussopimuksen solmimista (Välimäki, 2014). Ilmiö vaikuttaa rahoittajan luotonantopäätökseen, sekä lainan hinnoittelun ja ehtojen määrittelyyn. Pelkkä koron nostaminen ei ratkaise haitallisen valikoitumisen ongelmaa, jonka vuoksi rahoittajat tukeutuvat erilaisiin sopimuksellisiin ehtoihin riskin ehkäisemistä varten.

### 2.2.3 Moraalikato

Moraalikato (tai moraalinen hasardi) on epäsymmetrisen informaation aiheuttama ongelma, joka ilmenee postkontraktuaalisesti, eli sopimuksen laatimisen jälkeen. Se on käsitetty tilanteeksi, jossa toinen sopimusosapuoli voi muuttaa omaa käyttäytymistään sopimuksen laatimisen jälkeen toisen osapuolen kustannuksella, niin että toinen osapuoli kantaa lisääntyneen riskin seuraukset (Välimäki, 2014). Sopimusosapuolen moraaali heikkenee, kun sopimuksen tuotot jaetaan molemminpuolisesti, mutta riskit jaetaan tai ne kantavat vain toinen osapuoli (Ferran, 2008, s. 21).

Moraalikadon ilmeneminen yritysrahoituksessa on moninaista. Se voi tarkoittaa sitä, että yritys investoi eri projektiin, kuin siihen mihin rahoittajan kanssa on sopimusta laatiessa sovittu (Bebczuk, 2003). Se voi tarkoittaa esimerkiksi myös sitä, että myönteisen rahoituspäätöksen jälkeen yrityksen kannustimet voivat muuttua siten, että investointipäätökset suuntautuvat aiempaa voimakkaammin kasvuun ja korkeampaan riskinottoon, tai että varojen käyttö johdon ja omistajien hyväksi lisääntyy (Garleanu & Zwiebel, 2006).

Moraalikato on keskeinen ongelma yritysrahoituksessa, koska rahoittaja ei osallistu yrityksen päivittäiseen toimintaan, jonka vuoksi se ei kykene täydellisesti havainnoimaan tai valvomaan yrityksen tekemiä päätöksiä sopimuskauden aikana. Täten yrityksellä on parempi informaatioasema rahoittajaa kohtaan, joka kannustaa yritystä toimimaan tavalla, joka ei välttämättä tue rahoittajan intressejä (Mishkin, 2007).

Pelkkä rahoituksen koron nostaminen ei ratkaise moraalikadon ongelmaa, koska korko vaikuttaa rahoituksen hintaan, eikä suoraan yrityksen toimintaan sopimuksen voimassaoloaikana. Stiglitz ja Weiss (1981) toteavat tutkimuksessaan, että korkeampi korko lisää yritysten riskinottoa, joka usein johtaa huonoihin tuloksiin. Moraalikadon hallinta tarvitseeikin muita rahoitusehtoja kuin koron hinnan käyttöä.

#### 2.2.4 Päämies-agentti-ongelma

Jensen ja Meckling (1976) määrittelevät päämies-agentti-suhteen sopimukseksi, jossa päämies delegoi päätöksenvaltaa agentille, mutta koska molemmat osapuolet tavoittelevat omaa hyötyään, agentti ei välttämättä toimi päämiehen edun mukaisesti. Tästä suhteesta syntyy päämies-agentti-ongelma, joka johtuu kannustineroista ja informaation epäsymmetriasta. Rahoitussuhteessa päämiehenä toimii rahoittaja, ja agenttina yrityksen johto / omistajat.

Kannustinriitaa syntyy sillä rahoittajan ja yrityksen kannustimet ovat erilaisia. Yritys tavoittelee usein kasvua, kannattavuutta sekä omistaja-arvon maksimointia, kun taas rahoittaja tavoittelee lainan takaisinmaksua sekä riskien hallintaa. Yrityksen optimaalinen riskitaso on usein liian korkea rahoittajan näkökulmasta. Yksi päämies-agentti-ongelman ilmenemismuodoista on aiemmin käsitelty moraalikato (tai moraalinen hasardi).

Yrityksellä (agentilla) on parempi informaatio omasta toiminnastaan kuin rahoittajalla (päämiehellä). Tämä synnyttää erilaisia kustannuksia, joita kutsutaan agenttikustannuksiksi (agency costs). Näihin kustannuksiin kuuluvat valvontakustannukset (monitoring costs), joita päämies joutuu tekemään agentin toiminnan seuraamiseksi, sekä residuaalinen tappio (residual loss), joka kuvaa agentin toiminnasta aiheutuvia haittoja, joita ei pystytä valvomaan tai eliminoimaan kannustimilla (Jensen & Meckling, 1976). Näitä kustannuksia ei pystytä kokonaisuudessa eliminoimaan, mutta niitä pyritään minimoimaan sopivilla valvonta- ja kannustinmekanismeilla.

Päämies pyrkii ohjaamaan agentin käyttäytymistä rahoitussopimusten avulla siten, että se vastaa paremmin päämiehen intressejä. Tätä toteutetaan esimerkiksi sopimuksellisten rajoitteiden, raportointivaatimusten sekä taloudellisten tunnuslukuehtojen avulla. Tavoitteena on yhdenmukaistaa molempien osapuolten intressejä ja vähentää agenttikustannuksia sopimuskauden aikana (Mishkin, 2007). Sopimukset eivät kuitenkaan voi kattaa kaikkia mahdollisia tilanteita, minkä vuoksi

rahoituskovenantit toimivat yhtenä keskeisenä välineenä riskien ja epäsymmetrisen informaation hallinnassa.

## **2.3 Holmström—Tirole-malli**

Holmström–Tirole (1997) -malli on modernin yritysrahoituksen viitekehys, joka kuvaa ulkoisen rahoituksen ja kannustinongelmien välistä suhdetta epäsymmetrisen informaation vallitessa. Malli tarkastelee tilannetta, jossa rahoittajalla on rajoitetusti tietoa yrityksen hankkeiden laadusta ja yrittäjän toiminnasta, mikä luo moraalikatoon liittyvän kannustinongelman. Koska rahoittaja ei voi täydellisesti valvoa yrittäjää, rahoituspäätökset tai -määrät eivät perustu pelkästään projektin tuotto-odotuksiin, vaan siihen miten sopimuksellisesti voidaan varmistamaan yrittäjän kannustimet toimia rahoittajan näkökulmasta optimaalisella tavalla (Holmström & Tirole, 1997). Malli osoittaa, että kannustinongelman hallinta synnyttää rahoitusrajoitteen, joka määrittää ulkopuolisen rahoituksen enimmäismäärän. Tässä luvussa tarkastellaan mallin keskeisiä oletuksia, optimointiongelmaa ja rahoitusrajoitteen johdantoa ja tulkintaa. Koko 2.3 kappale perustuu Nobel palkittujen Bengt Holmströmin ja Jean Tirolen artikkeliin ”Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector” (1997)

### **2.3.1 Mallin oletukset**

Holmström–Tirole (1997) -malli perustuu asetelmaan, jossa yritys tarvitsee ulkopuolista rahoitusta investointiprojektiin, mutta rahoittajalla on epätäydellinen informaatio yrityksen toiminnasta ja projektin laadusta. Malli sisältää seuraavia oletuksia, jotka kuvaavat moraalikadon syntyä ja rahoitussopimuksen rakennetta:

### 1. Projekti ja investointitarve

Yrityksellä on investointiprojekti, jonka toteuttaminen vaatii alkuinvestoinnin  $I$ . Pääomaa on yrittäjällä käytettävissä määrä  $A$  ja loppuosa  $I - A$  tulee ulkopuoliselta rahoittajalta. Projekti onnistuessa tuotto on  $R$  ja epäonnistuessa tuoton arvo on 0. Mallissa ei havaita tilanteita, joissa tuotto  $< 0$  (Holmström & Tirole, 1997).

### 2. Yrittäjän valvottavissa oleva ponnistelutaso

Yrittäjä voi valita kahden eri tasoisen ponnistelun väliltä: korkea ponnistelun (*high effort*) ja matala ponnistelu (*low effort*). Korkean ponnistelun tilanteessa onnistumistodennäköisyys on tasolla  $p_H$ . Matalalla ponnistelulla onnistumistodennäköisyys on  $p_L < p_H$ , ja lisäksi yrittäjä saa yksityisen hyödyn  $B$ . Yksityinen hyöty ei koskaan koidu rahoittajan hyväksi (Holmström & Tirole, 1997).

### 3. Epäsymmetrinen informaatio

Rahoittajalla ei ole informaatiota siitä, kumman ponnistelutason yrittäjä investointiprojektissaan valitsee eikä rahoittaja voi myöskään todentaa sitä jälkikäteen. Tästä syystä sopimus ei voi perustua suoraan yrittäjän toimintaan, vaan ainoastaan projektin toteutuneisiin tuottoihin (Holmström & Tirole, 1997).

### 4. Rahoittajat ja markkinat

Rahoittajat ovat riskineutraaleja ja kilpailevat keskenään, minkä vuoksi he vaativat sijoituksilleen nollatuoton. Rahoittajien odotettu takaisinmaksu on siis vähintään sijoituksen suuruinen (Holmström & Tirole, 1997).

### 5. Sopimukset ja rajoitettu valvonta

Sopimukset voivat määritellä rahavirtojen jakautumisen eri tuottotilanteissa, mutta rahoittaja ei kuitenkaan voi valvoa yrityksen toimintaa eikä siten eliminoida moraalikatoa kokonaan. Valvonta on mahdollista vain rajallisesti tai kustannuksellisesti, jolloin täydellistä informaatiota ei voida saavuttaa (Holmström & Tirole, 1997).

## 6. Yrittäjän rajallinen varallisuus

Yrityksellä on omaa pääomaa rajoitetusti, mikä tekee investointiprojektin ulkoisesta rahoituksesta välttämätöntä. Tämä tekee kannustinongelmasta myös yrittäjälle taloudellisesti merkityksellisen (Holmström & Tirole, 1997).

Nämä oletukset muodostavat mallin kehyksen, jossa rahoittajan on suunniteltava sopimus niin että yrittäjä valitsee korkean ponnistelun vaihtoehdon. Tämä onnistuu vain, jos sopimuksessa jätetään yrittäjälle riittävä osuus projektin mahdollisista tuotoista, mikä muodostaa mallin keskeisen tuloksen, rahoitusrajoitteen (Holmström & Tirole, 1997). Rahoitusrajoite määrittää rahoituksen enimmäismäärän.

### 2.3.2 Optimointiongelma

Holmström–Tirolen (1997) mallissa rahoitussopimuksen suunnittelu esitetään optimointiongelmana. Ongelman tavoitteena on ratkaista tapa, jolla yrittäjä valitsee korkean ponnistelutason ja että ulkopuoliset rahoittajat saavat vähintään sijoituksensa suuruisen odotetun tuoton. Optimointiongelma koostuu kolmesta rajoitteesta: yrittäjän kannustinehdosta, rahoittajien osallistumisehdosta sekä yrittäjän osallistumisehdosta.

Yrittäjän odotettu hyöty riippuu projektin tuotosta ja rahoitussopimukseen kirjatusta tuotto-osuudesta. Jos projekti onnistuu, yrittäjä saa tuotosta osan  $R$ , josta vähennetään rahoittajalle maksettava määrä  $R_I$ . Korkean ponnistelutason tapauksessa yrittäjän odotettu hyöty on:

$$U_H = p_H(R - R_I) - A \quad (1)$$

missä  $p_H$  on korkean ponnistelun onnistumistodennäköisyys ja  $A$  on yrittäjän itsensä sijoittama summa.

Koska rahoittaja ei voi havaita ponnistelutasoa, on sopimukseen jätettävä yrittäjälle tarpeeksi hyvät kannustimet valita korkea ponnistelutaso. Matalan ponnistelutason valitessaan, yrittäjä saa yksityisen hyödyn  $B$ . Tällöin projektin onnistumistodennäköisyys laskee kuitenkin tasolle  $p_L$ . Yrittäjän tulee siis saada suurempi odotettu hyöty korkeasta ponnistustasosta kuin matalasta. Tätä kutsutaan kannustinehdoksi (incentive compatibility, IC).

$$p_H(R - R_I) \geq p_L(R - R_I) + B \quad (2)$$

Tämä kannustinehto kuvaa mallin keskeistä rajoitetta, ja muodostaa moraalikatoon kuuluvan kannustinongelman. Yrittäjän ponnisteluastetta ei voida suoraan määrittää rahoitussopimuksessa, vaan kannustimet rakennetaan rahavirtojen kautta.

Rahoittajat ovat mallin oletusten mukaan riskineutraaleja ja kilpailevia, jonka vuoksi he vaativat vähintään nollatuoton. Jos rahoittaja sijoittaa  $I - A$ , tulee rahoittajan odotetun tuoton olla vähintään sijoituksen suuruinen. Tästä muodostuu rahoittajan osallistumisehto (investor participation constraint, IPC):

$$p_H R_I \geq I - A \quad (3)$$

Rahoittajat saavat takaisinmaksun vain projektin onnistuessa, mikä tekee  $R_I$ :stä projektin onnistumistuottoon sidotun rahoituserän.

Yrittäjän osallistumisehto (entrepreneur participation constraint, EPC) perustuu siihen, että yrittäjä on valmis toteuttamaan projektin vain, jos hänen odotettuhuötynsä ei ole negatiivinen. Tästä muodostuu seuraava kaava:

$$U_H = p_H(R - R_I) - A \geq 0 \quad (4)$$

Optimointiongelman tavoitteena on löytää ratkaisu siihen, miten kannustinehto sekä rahoittajan ja yrittäjän osallistumisehto toteutuu. Näiden ehtojen samanaikainen

toteutuminen määrittää mallissa rahoitussopimuksen rakenteen. Koska kannustinehto rajoittaa sitä, miten tuotot jaetaan onnistumistilanteessa, mallissa syntyy optimaalista sopimusta kuvaava rahoitusrajoite. Rahoitusrajoite määrittää ulkoisen rahoituksen enimmäismäärän. Seuraavassa luvussa määritetään optimaalinen tuottojen jakautuminen rahoitussopimuksessa sekä se, miten rahoitusrajoite määrittyy.

### 2.3.3 Rahoitusrajoite

Mallissa täytyy siis ratkaista se, miten rahoittajalle ja yrittäjälle jaetaan onnistumistilanteessa tuotto  $R$  siten että kolme ehtoa täyttyy:

1. Kannustinehto (IC)

$$p_H(R - R_I) \geq p_L(R - R_I) + B \quad (5)$$

2. Rahoittajan osallistumisehto (IPC)

$$p_H R_I \geq I - A \quad (6)$$

3. Yrittäjän osallistumisehto (EPC)

$$U_H = p_H(R - R_I) - A \geq 0 \quad (7)$$

Optimointiongelman ratkaisu perustuu Lagrangen menetelmään, jolla voidaan tunnistaa mitkä rajoitteet sitovat optimaalisessa sopimuksessa ja miten näiden rajoitteiden yhteisvaikutus tuottaa ulkoisen rahoituksen enimmäismäärän, eli rahoitusrajoitteen (Holmström & Tirole, 1997). Mallissa ratkaistava muuttuja on rahoittajalle onnistumistilanteessa maksettava tuotto,  $R_I$ . Epäonnistumistilanteissa tuotto on nolla.

Lagrangen funktio voidaan kirjoittaa siten, että rahoittajien saamaksi tuotoksi valitaan optimoitava lauseke ja kannustinehto kerrotaan Lagrangen kertoimella:

$$\mathcal{L} = p_H R_I + \lambda(p_H(R - R_I) - p_L(R - R_I) - B) \quad (8)$$

Derivoimalla Lagrangen funktio  $R_I$ :n suhteen saadaan ratkaisu, jossa kannustinehtoja ja rahoittajan nollatuotto ehto pätevät samanaikaisesti. Tämä yhdistelmä antaa kaksi yhtälöä, joiden ratkaisu määrittää yrittäjälle ja rahoittajalle investointiprojektin onnistumistilanteessa maksettavat osuudet.

Rahoittajan osallistumisehto:

$$R_I = \frac{I - A}{p_H} \quad (9)$$

Tämä sijoitetaan kannustinehtoon:

$$R - \frac{I - A}{p_H} \geq \frac{B}{p_H - p_L} \quad (10)$$

Lopulta saadaan muoto:

$$A \geq I - p_H \left( R - \frac{B}{p_H - p_L} \right) \quad (11)$$

Tämä kaava kuvaa mallin keskeistä tulosta, eli rahoitusrajoitetta. Rahoitusrajoite määrittää yrityksen vähimmäisomavaraisuuden  $A$ , jolla projekti voidaan rahoittaa. Rahoitusrajoitetta tulkitaan ehtona, jossa moraalikadon aiheuttama kannustinongelma rajoittaa ulkoisen rahoituksen maksimimäärää.

#### 2.3.4 Mallin tulkinta

Holmström–Tirolen (1997) mallin tulkinta perustuu juuri siihen, miten rahoitussopimusten rakenne muovautuu moraalikadon vallitessa ja miten kannustinongelma määrittää ulkoisen rahoituksen enimmäismäärän. Mallin keskeinen

johtopäätös on se, että epäsymmetrinen informaatio ja yrittäjän mahdollisuus valita matala ponnistelutaso luovat tilanteen, jossa rahoittajan on jätettävä yrittäjälle riittävä osuus investointiprojektin onnistumistilanteen tuotoista. Tämän seurauksena rahoittaja ei voi sijoittaa hankkeeseen rajattomasti, vaikka se vaikuttaisi ulkopuolelle potentiaaliselta.

Rahoitusrajoitteen merkitys ulottuu mallin näkökulmasta myös rahoitusvälityksen rooliin. Yksittäisillä yrityksillä on rajallinen kyky signalointiin sekä sitoutumiseen, jonka vuoksi rahoittajien on vaikeaa havaita yritysten käyttäytymistä mikä vaikeuttaa suoran rahoituksen saantia hajaantuneessa markkinassa. Tässä tilanteessa pankit toimivat välittäjinä, joiden keskeinen tehtävä on lieventää informaatio-ongelmia sekä monitoroida yrityksiä. Mallissa todetaan, että pankit eivät synny vain rahoituksen välittäjiksi, vaan ratkaisemaan moraalikadon ja epäsymmetrisen informaation aiheuttamia kannustinongelmia (Holmström & Tirole, 1997).

Makrotasolla malli heijastaa sitä, miten investointiprojektit voivat jäädä toteuttamatta pelkästään siksi, että yrittäjän osuus tuotoista ei ole kannustinoptimaalinen, eikä siksi, ettei investointiprojekti itsessään olisi tuottava. Tästä seuraa investointien alituotanto, joka hidastaa talouden tehokkuutta ja kasvua. Eli mallin mukaan moraalikato ei johda pelkästään tehottomiin sopimuksiin, vaan suoraan investointien vähentymiseen. Moraalikadon ja sopimusten rakenteen vuoksi onkin syytä tarkastella rahoitussopimukseen liitettäviä hillintäkeinoja eli kovenantteja.

### 3 Kovenantit yritysrahoituksessa

#### 3.1 Määritelmä ja luokittelu

Kovenantit ovat keskeinen osa yritysrahoituksen sopimusrakennetta, ja ne liittyvät erityisesti velkarahoitukseen ja luottosopimuksiin. Kovenantit ovat rahoitukseen liittyviä sopimusehtoja, joiden keskeisenä tavoitteena on rahoittajan luotto- ja tuottoriskin hallinta (Välimäki, 2014). Kovenantit ovat liitännäisiä rahoitus sopimuksiin, eivätkä irrallisia sääntöjä. Kovenantteja voidaan pitää tietynlaisina sopimusvakuuksina, mutta ne eroavat vakuuksista siten, että ne perustuvat sopimukselliseen valvontaan eikä omaisuuserien panttaukseen.

Yleisimmin kovenantit nähdään yritystä velvoittavina ja rajoittavina ehtoina. Vaikka kovenanttien ehdot ovat usein yritystä velvoittavia, voivat ne kuitenkin sisältää velvoitteita myös rahoittajalle (Välimäki, 2014). TT työryhmä (1996) määrittelee kovenantit luottoihin liittyviksi sopimusehdoiksi, jotka vaikuttavat sekä luotonottajaan että luotonantajaan. Varsinkin ennen vuoden 2008 finanssikriisi kovenantit yleistyivät kaksipuolisina sopimuksina, mutta kriisin jälkeen luotonottajan velvoitteet ovat kuitenkin jälleen korostuneet (Välimäki, 2014). Kovenanttiehtojen rikkoutumisesta voi seurata esimerkiksi lainaehtojen uudelleen neuvottelu, marginaalikoron nousu tai muita sanktioita, joka tekee kovenanteista myös kurinpidollisia mekanismeja.

Kovenanttien moninaisuuden ja monien eri funktioiden puolesta niitä on syytä luokitella. Luokittelu on kuitenkin haastavaa, sillä lainsäädäntöä ei ole ja niiden sitoumukset voivat olla hyvinkin erilaisia (Hemmo, 2001). Luokitteluja on tehty ajan saatossa monia, esimerkiksi tilinpäätös- ja tunnuslukupohjaiset finanssikovenantit ja toiminnalliset kovenantit (Laurila, 2004). Finanssikovenantit ovat usein mitattavia ehtoja, joita seurataan tilinpäätösten ja raporttien perusteella, kun taas toiminnalliset kovenantit kohdistuvat yrityksen päätöksentekoon ja toiminnan rajoittamiseen. Lisäksi sekä

finanssi- että toimintakovenantit voidaan jakaa positiivisiin ja negatiivisiin kovenantteihin. Positiiviset kovenantit velvoittavat yritystä tekemään jotain, kuten toimittamaan rahoittajalle raportointia tai ylläpitämään tiettyjä käytäntöjä, kun taas negatiiviset kovenantit rajoittavat yrityksen toimintaa, kuten lisävelan ottamista tai omaisuuserien myyntiä (Ferran, 1999 & 2008). Välimäki (2014) luokittelee kovenantit taas toiminta-, finanssi-, intensiivi-, ja informaatiokovenantteihin, joka korostaa sitä, että yksittäiset kovenanttiehdot ovat usein kytköksissä useisiin velkasuhteen riskeihin ja täydentävät toisiaan. Luokittelun moninaisuus johtuukin kovenanttien monimuotoisuudesta ja siitä, että velkasuhteen erilaiset riskit ovat usein vahvasti kytköksissä toisiinsa.

Kovenantit ovat nykyään hyvinkin vakiintuneessa asemassa rahoitussopimuksissa. Tutkimukset kovenanttien esiintyvyydestä raportoivat eri lukuja, mutta kaikki tukevat näkemystä siitä, että kovenantit ovat keskeisessä roolissa. Vuonna 1999 tehty tutkimus (Niskanen ja Niskanen) osoitti, että rahoitussopimukset sisältävät keskimäärin 2,1 kovenanttia. Olli Välimäen (2014) väitöskirjatutkimuksessa todettiin, että kovenanttien määrä sopimusta kohden on lisääntynyt 5–8 erilaiseen kovenanttiin, ja että keskimäärin rahoitussopimuksesta löytyy 11,68 kovenanttia. Kovenantteja ilmenee rahoitussopimuksissa vähimmillään 1, ja enimmillään yli 20 per sopimus (Välimäki, 2014).

### **3.2 Kovenantit moraalikadon ja kannustinongelman hallinnassa**

Kovenantit muodostavat yhden keskeisimmistä mekanismeista, joilla rahoittaja voi hallita velkasuhteeseen liittyviä kannustinongelmia epäsymmetrisen informaation vallitessa. Moraalikato ei synny pelkästään siksi, että yrityksen tietämys omasta toiminnastaan on korkeampi kuin rahoittajan tietämys, vaan siksi, että yrityksillä on taloudellisia kannustimia muuttaa toimintaansa rahoitussuhteen aikana tavoilla, jotka tuottavat yritykselle yksityistä hyötyä jättäen rahoittajan huonompaan asemaan. Kovenanttien rooli on muuttaa rahoitussuhteen aikaista käyttäytymistä niin, että

opportunistisen käyttäytymisen mahdollisuuden pienenevät ja rahoittajan asema turvataan.

Kovenanttien teoreettinen perusta on vahvasti sidoksissa yritysrahoituksen agenttiteoriaan. Jensen ja Meckling (1976) osoittivat että velkasopimuksissa esiintyy väistämättä agenttikustannuksia, koska yrityksen johto toimii omistajan etua ajatellen samaan aikaan kun rahoittajan intressit liittyvät riskien minimointiin. Myers (1977) sekä Smith ja Warner (1979) täydensivät tätä tutkimusta kehittämällä laajempaa velkakirjasopimusten kovenanttiteoriaa. Tutkimuksen mukaan kovenantit ovat vastaus tiettyihin systemaattisiin tilanteisiin, jossa yrityksellä on kannustin toimia rahoittajan edun vastaisesti (Myers, 1977 Smith & Warner, 1979). Näitä opportunistisia toimintoja ovat esimerkiksi omaisuuserien väärinkäyttö tai jakaminen osinkoina (unauthorized distributions), uusien velkojen liikkeellelasku (Claim Dilution), investointi odottamattoman riskisiin projekteihin (Asset Substitution), kassavirtojen käyttäminen tappiollisten hankkeiden rahoittamiseen (Over-Investment) sekä kannattavista, mutta omistajille vähemmän hyödyllisistä investointiprojekteista luopuminen (Under-Investment) (Bradley & Roberts, 2015). Juuri näiden toimintojen ehkäisemiseksi rahoittajat käyttävät sopimuksissaan kovenantteja. Kovenantit ovat näin keskeinen osa agenttiteoreettista sopimusrakennetta, jonka tarkoituksena on minimoida velkasuhteen sisäisiä kannustinongelmia.

Kovenanttien tärkeä rooli on sopimusperusteinen valvonta. Kun kovenantteja käytetään pienentämään yrityksen toimintamahdollisuuksia ja tiettyjä toimintatapoja tulkitaan sopimuksen rikkomiseksi, lisää se rahoittajan mahdollisuuksia reagoida ennen varsinaisen ongelman, kuten maksukyvyttömyyden, syntymistä. Kovenantit vähentävät rahoittajan valvontakustannuksia, koska ne käyttäytyvät varhaisena varoituskoneistina, jonka kautta rahoittaja voi tunnistaa poikkeamat yrityksen toiminnassa ilman jatkuvaa seuranta (Diamond, 1984). Kovenantit voivat velvoittaa yrityksiä toimittamaan raporteja esimerkiksi likviditeetistä, kannattavuudesta tai

velkaantuneisuudesta. Raportointivelvollisuus lieventää näin informaation epäsymmetriaa osapuolten välillä.

Toinen kovenanttien keskeinen tehtävä on yrityksen riskinoton vähentäminen. Taloudelliset kovenantit, kuten velkaantuneisuus- ja käyttökatevaatimukset pakottavat yrityksen ylläpitämään vakavaraisuutta, mikä taas pienentää kannustinta siirtyä korkeamman riskiprofiilin projekteihin. Kovenantit toimivat varoituskoneiston lisäksi myös kurinpidollisena mekanismina. Esimerkiksi Billettin, Kingin ja Maurin (2007) tekemä empiirinen tutkimus osoittaa, että rikotut kovenantit johtavat välittömiin ja useimmiten tiukkoihin rahoittajan interventioihin, kuten investointien rajoittamiseen ja omistusrakenteen muutokseen. Tämä tukee kovenanttien roolia kurinpidollisena mekanismina.

Vaikka kovenanttien rooli on vahvasti kytkeytynyt moraalikadon hallintaan, voivat kovenantit myös lieventää haitallista valikoitumista. Yritykset, jotka odottavat rikkovansa kovenantteja, joko välttelee tiukkoja sopimusehtoja tai joutuvat maksamaan korkeampaa korkoa, jolloin kovenantit toimivat signaalina sekä rahoittajan että laadukkaamman lainanottajan näkökulmasta. Tässä logiikassa voidaan soveltaa Akerlofin (1970) ja Beczuckin (2003) analyysiä informaatioepäsymmetrian vaikutuksesta lainan hinnoitteluun ja saatavuuteen.

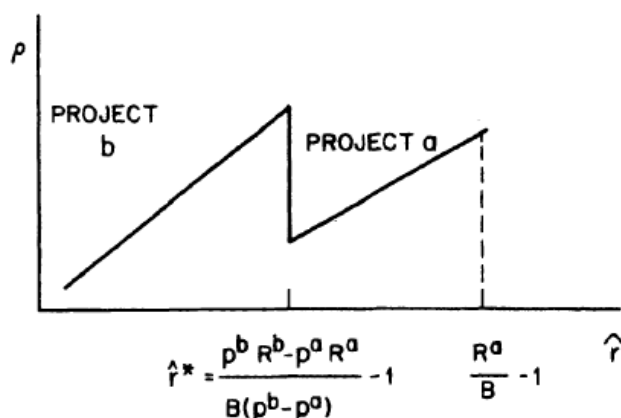
Kokonaisuutena kovenantit ovat keskeinen sopimuksellinen ratkaisu moraalikadon ja muiden epäsymmetrisen informaation ilmiöiden hallintaa. Ne rajoittavat velallisen toimintamahdollisuuksia, vähentävät yrityksen mahdollisuutta muuttaa riskisyyttään sopimuskauden aikana sekä lisäävät rahoittajan signaalien uskottavuutta. Tämä parantaa rahoituksen tehokasta kohdentumista ja selittää, minkä takia kovenantit ovat nykyään välttämätön osa rahoitussopimusten rakennetta. Seuraavassa luvussa tarkastellaan miten kovenantit linkittyvät Holmström–Tirolen (1997) mallin kannustinrakenteeseen ja miten ne voivat lieventää mallissa johdettua rahoitusrajoitetta.

### 3.3 Kovenanttien vaikutus Holmström–Tirole-mallin rahoitusrajoitteeseen

Holmström–Tirole (1997) malli osoittaa, että epäsymmetrisen informaation aiheuttama moraalikato rajoittaa ulkoisen rahoituksen määrää. Rahoittaja ei voi havainnoida yrittäjän ponnistelutasoa, joten rahoittajan on jätettävä yrittäjälle tarpeeksi suuri osuus projektin onnistumistilanteen tuotoista, jotta korkea ponnistelu on yrittäjälle kannattavaa. Tämä mekanismi synnyttää mallin keskeisen tuloksen, rahoitusrajoitteen, joka kuvastaa ulkoisen rahoituksen enimmäismäärää. Kannustinrakennetta ei voida säätää pelkästään rahoituksen hinnoittelulla, sillä korko vaikuttaa yrittäjän tuloihin mutta ei siihen, miten yritys valitsee toimintatapansa sopimuskauden aikana.

Stiglitz ja Weiss (1981) osoittavat tutkimuksessaan, että korkotason nostaminen ei ainoastaan epäonnistu kannustimien yhdenmukaistamisessa, vaan pahentaa ongelmaa entisestään. Korkeamman koron myötä yrityksen onnistumistilanteen tuotto heikkenee, jolloin matalariskinen projekti ei enää tarjoa kannustimia korkean tason ponnisteluun. Yritys siirtyy tällöin oletettavasti riskisempään hankkeeseen, jossa onnistumistilanteen tuotto on suurempi, mutta jonka onnistumistodennäköisyys on rahoittajan näkökulmasta heikompi.

Tämä projektin valinta on esitetty Stiglitzin ja Weissin (1981) kaaviossa (kuvio 1). Kaaviossa näkyy, että kun korko ylittää kriittisen tason  $r^*$ , yritys vaihtaa matalan riskin projektista  $a$ , riskisempään projektiin  $b$ . Seurauksena tästä rahoittajan odotettu tuotto pienenee, vaikka nimellinen korko nousee. Ilmiö havainnollistaa sen, miksi korkojen nostaminen ei korvaa sopimuksellisia valvontamekanismeja ja miksi optimaalinen rahoitussopimus tarvitsee kovenanteja tai muita rakenteellisia ehtoja rahoittajan riskin hallitsemiseksi. Holmström–Tirole (1997) mallissa ytimenä on juurikin se, että koska hinnalla ei voida ratkaista moraalikatoa, syntyy rahoitusrajoite, jota voidaan lieventää lisäämällä sopimuksellisia ehtoja lisäämään valvontaa ja rajoittamaan toimintaa.



**Kuvio 1** Korko kannustinmekanismina (Stiglitz & Weiss, 1981, s.401)

Tässä tilanteessa kovenantit luovat mekanismin, jolla rahoittaja voi puuttua yrityksen toimintaan sopimuskauden aikana ja näin pienentää yrittäjän opportunistista käyttäytymistä. Kun rahoittaja pystyy kovenanttien avulla valvomaan yrityksen riskejä paremmin, yrittäjälle ei tarvitse jättää yhtä suurta osuutta projektin onnistumistilanteen tuotoista kannustimien turvaamiseksi. Tämä pienentää kannustinehdon aiheuttamaa rahoitusrajoitetta ja mahdollistaa sen, että rahoittaja voi myöntää suuremman määrän rahoitusta yrityksen investointiin ilman, että yrittäjän ponnistelutasoon kohdistuvat kannustinongelmat kasvavat.

Kovenantit lieventävät rahoitusrajoitetta myös toisella tavalla. Ne voivat rajoittaa niitä yrityksen strategisia valintoja, joiden kautta yritys voisi muuttaa projektin riskitasoa sopimussuhteen aikana (Smith & Warner, 1979). Esimerkiksi velkaantumisrajoitteet, varojen jakamista koskevat rajoitteet ja lisävelanoton rajoitteet estävät niitä toimia, jotka muuten heikentäisivät rahoittajan asemaa.

Kokonaisuutena kovenantit toimivat ratkaisuna Holmström–Tirole-mallin rahoitusrajoitteelle. Ne vähentävät moraalikadon riskiä, lisäävät valvontaa ja parantavat rahoittajan mahdollisuuksia velan takaisinmaksuun. Näistä syistä rahoituksen määrä voi kasvaa sen tason yli, joka olisi paras mahdollinen pelkästään hinnan ja kannustinehdon perusteella. Kovenantit eivät siis ole vain rahoitussopimusten lisäehtoja, vaan ne

muodostavat tärkeän osan optimaalisia rahoitussopimuksia sekä myös parantavat rahoituksen saatavuutta.

### **3.4 Kovenantit osana optimaalisia sopimuksia**

Kovenanttien rooli optimaalisissa rahoitussopimuksissa on keskeinen, sillä täydellisten velkasopimusten laatiminen on mahdotonta. Epätäydellisten sopimusten teorian mukaan sopimukseen ei voida laittaa ylös kaikki mahdollisia tilanteita, päätöksiä tai toimintamahdollisuuksia, eikä yrityksen toimintaa voida havaita täydellisesti koko sopimuskauden läpi (Villa, 2003). Tästä syystä on tärkeää sisällyttää sopimukseen mekanismeja ja tietynlaisia toimintaohjeita, joiden avulla pystytään hallitsemaan riskejä. Kovenantit toimivat tällaisina sopimusoikeudellisina riskienhallintamekanismeina, jotka kompensoivat sopimuksen epätäydellisyyttä rajoittamalla yrityksen toimintavapautta ja lisäämällä rahoittajan kontrollia (Välimäki, 2014).

Välimäen (2014) mukaan kovenantit ovat nimenomaan keino hallita rahoitussopimuksen informaatoriskiä ja yrityksen mahdollisuutta toimia rahoittajan intressejä vastaan. Rahoitussopimukset perustuvat siihen, ettei yrityksen käyttäytymistä voida ennakoida eikä kaikkea toimintaa voida määritellä prekontraktuaalisesti (Välimäki, 2014). Kovenantit mahdollistavat rahoittajan oikeudellisen vallan, silloin kun yritys toimii rahoitussopimukseen laadittujen ehtojen vastaisesti. Valvontaoikeudet ja ehdot edesauttavat sopimuksen optimaalisuutta.

Kovenantit minimoivat myös agenttikustannuksia epätäydellisissä sopimuksissa. Smith ja Warner (1979) osoittavat tutkimuksessaan, että ilman rajoittavia ehtoja rahoittajat altistuvat arvon uudelleenjako-strategioille, esimerkiksi yritysten lisävelanotolle, varojen jakamiselle ja riskisen projektin valinnalle. Koska kaikkiin tällaisiin tilanteisiin ei voida varautua, sisältyy rahoitussopimukseen yleisluontoisia ehtoja, kuten velkaantumisrajoja.

Kovenantit ovat olennainen osa optimaalisia rahoitussopimuksia juuri siksi, että täydellisiä sopimuksia on mahdotonta laatia. Kovenantit kompensoivat sopimusten rakenteellisia puutteita tarjoamalla mekanismeja opportunistisin vähentämiseen, valvonnan parantamiseen ja antamalla rahoittajalle oikeuden puuttua yritysten toimintaan tilanteissa, joita sopimusta laatiessa ei pystytty ennustamaan. Näin kovenantit muodostavat keskeisen instrumentin, jonka avulla rahoitussopimukset voivat toimia tehokkaasti epäsymmetrisen informaation ja epävarmuuden vallitessa.

### **3.5 Kovenanttien hyödyt ja haitat**

Tässä luvussa tarkastellaan kovenanttien hyötyjä ja haittoja rahoitussuhteen molempien osapuolten näkökulmasta. Aiemmissa luvuissa käsitellyn teorian mukaan, voidaan kovenantteja pitää mekanismeina, jotka vähentävät opportunistista käyttäytymistä, turvaavat rahoituksen takaisinmaksukykyä sekä rajoittavat Holmström–Tirole-mallissa johdettua rahoitusrajoitetta. Kovenantit eivät kuitenkaan ole täysin ongelmaton ratkaisu. Niiden asettaminen ja jatkuva valvonta aiheuttavat kustannuksia, rajoittavat yritysten strategisia päätöksiä ja saattavat jopa lisätä taloudellisia ongelmia tietyissä tilanteissa esimerkiksi kovenanttien rikkomisesta johtuvan neuvotteluvaikutuksen vuoksi.

Kovenanttirahoituksessa ja kumppanuussopimuksissa on huomattava määrä yhteisiä piirteitä, kuten luottamuksen korostaminen, informaation merkitys sekä jatkuva yhteistyö (Välimäki, 2014). Kovenanttien käyttöä voidaan tarkastella myös merkittävänä yhteistyösuhteena, jossa rahoittaja ja yritys toimivat pitkäaikaisessa kumppanuudessa keskenään. Tällaisesta kumppanuussuhteesta voi olla paljonkin hyötyä kummallekin osapuolelle. Luottamuksen ja vuorovaikutuksen on todettu sekä laskevan kustannuksia, että tehostavan toimintaa osapuolten välillä (Vesalainen, 2006).

Kovenanttien vaikutuksessa korostuu kuitenkin osapuolten asymmetria, jossa se, mikä pienentää rahoittajan riskejä voi samanaikaisesti rajoittaa yrityksen toimintavapautta. Rahoittajalle kovenantit ovat riskienhallinnan ja informaatio-ohjauksen välineitä, joiden

avulla voidaan vähentää luottotappion todennäköisyyttä sekä pitkällä aikavälillä alentaa seurantakustannuksia (Billet, King & Mauer, 2007). Yritykselle nämä mekanismit voivat olla raskaita ja rajoittaa yrityksen strategista joustavuutta, varsinkin jos kovenantit ovat erityisen tiukkoja (Välimäki, 2014). Kovenanttien hyötyjä ja haittoja on syytä tarkastella erikseen rahoittajan ja velallisen näkökulmista, koska osapuolten tavoitteet ja intressit ovat ristiriitaisia yritysrahoituksessa. Seuraavissa alaluvuissa analysoidaan kovenanttien hyödyt ja haitat ensin rahoittajan ja sitten yrityksen näkökulmasta.

### **3.5.1 Rahoittajan näkökulma**

Rahoittajan näkökulmasta kovenantit muodostavat tärkeä mekanismin informaation epäsymmetrian vähentämisessä ja luottoriskin hallinnassa. Kovenanttien avulla säännöllisesti päivittyvää tietoa yrityksen taloudellisesta tilanteesta ja toiminnasta, mikä mahdollistaa valvonnan ilman kallista ja jatkuvaa monitorointia (Bradley & Roberts, 2015). Kovenantit voivat myös toimia varhaisen varoituksen mekanismina, jolloin rahoittaja saa tiedon yrityksen taloudellisen tilan heikkenemisestä jo ennen varsinaista maksukyvyttömyyden ongelmaa. Tämä luo mahdollisuudet korjaaville toimille riittävän aikaisessa vaiheessa.

Kovenanttien rikkominen lisää myös rahoittajan neuvotteluvoimaa yritystä kohtaan tilanteessa, jossa kovenantin ehtoja on rikottu. Kovenanttiehtojen rikkominen siirtää sopimuksen hallinnan rahoittajalle, joka voi tällöin vaatia vakuuksia, korkeampia marginaaleja tai muita sopimuksen ehtojen muutoksia (Garleanu & Zwiebel, 2009). Tämä muuttaa rahoitussopimuksen voimatasapainoa selvästi rahoittajan eduksi (Villa, 2003).

Vaikka kovenantit ovat tärkeä ja toimiva rakenteellinen osa rahoitussopimuksia, voivat ne silti aiheuttaa rahoittajalle ongelmia. Esimerkiksi vaikka monitorointi kustannukset tyypillisesti pienenevät kovenanttirahoituksessa, koituu niistä silti rahoittajalle kustannuksia. Liiallinen määrä kovenantteja tai epärealistiset kovenanttiehdot voivat myös heikentää rahoittajan tuottoja pitkällä aikavälillä, sillä yritys voi alkaa

käyttäytymään ehtojen varassa liian varovaisesti, mikä rajoittaa yrityksen kasvua (Niskanen & Niskanen, 2016).

### 3.5.2 Yrityksen näkökulma

Yrityksen näkökulmasta kovenantteja voidaan tarkistella samanaikaisesti positiivisina, että negatiivisina ehtoina ja mekanismeina. Holmström–Tirole-mallissa (1997) johdettu rahoitusrajoite osoittaa, että kovenanttien käyttö ja hyväksyminen rahoitussopimuksissa voi alentaa rahoituksen kustannuksia, sillä ne poistavat epätäydellisen informaation uhkia. Myös Niskanen ja Niskanen (2016) toteavat kirjassaan, että kun rahoittajan epävarmuus pienenee, niin rahoituksen hinta alenee. Tämä voi myös lieventää rahoitusrajoitetta ja mahdollistaa suurempien lainamäärien saamisen yritykselle.

Kovenantin ovat hyödyllisiä yrityksille myös, sillä ne mahdollistavat rahoituksen yksilöllisen räätälöinnin. Välimäki (2014) korostaa väitöskirjassaan, että yrityksen kyky sopia juuri omaan toimialaansa ja riskiprofiiliinsa soveltuva kovenanttikokonaisuus on vahva etu yrityksille. Lisäksi kovenanttien noudattaminen voi toimia vahvana positiivisena signaalina markkinoille, mikä vähentää epävarmuutta yrityksen taloudellisesta tilanteesta ja voi myös parantaa muiden rahoitusten saantia (Billett, King & Mauer, 2007). Kovenantit kumppanuussuhteen mahdollistajana voivat myös tuoda yritykselle hyötyjä pitkällä aikavälillä (Välimäki, 2014).

Kovenanttien haitat liittyvät erityisesti operatiiviseen ja strategiseen rajoittuneisuuteen. Rajoituksia voi olla monenlaisia. Ne voivat esimerkiksi estää tiettyjä investointeja, vaikuttaa yrityksen riskinottoon sekä rajoittaa varojenjakoja, velkaantuneisuusastetta tai strategisia muutoksia (Välimäki, 2014). Kovenanttien raportointivaatimukset aiheuttavat yrityksille myös lisäkuluja, joka voi olla etenkin pienemmälle yritykselle suurikin rasite. Lisäksi kovenanttien rikkominen heikentää yrityksen asemaa, sillä rahoittajalla on oikeus neuvotella sopimusehdot uudestaan, joka voi johtaa korkeampiin kustannuksiin tai

tiukempiin ehtoihin (Villa, 2003). Näistä syistä kovenanttirahoituksen vaikutus yritykseen ei ole yksiselitteisesti positiivista.

## 4 Empiirinen tarkastelu

### 4.1 Aineisto ja menetelmät

Empiirisen analyysin tavoitteena on täydentää rahoitusrajoitteen näkökulmaa selvittämällä, millaisia kovenantteja suomalaiset pörssiyritykset raportoivat julkisesti ja millaisiin taloudellisiin riskeihin kovenanttiehdot kohdistuvat. Tarkastelu perustuu 40 suomalaisen pörssiyrityksen julkisiin raportteihin vuodelta 2023. Raporttien sisältöä analysoidaan kuvailevan sisältöanalyysin avulla. Luvun tavoitteena on tunnistaa, missä määrin tutkielman teoreettinen viitekehys vastaa raportoituja kovenanttiehtoja suomalaisissa pörssiyrityksissä.

Tutkimuksessa tarkastellaan 40 suomalaisen pörssiyrityksen vuoden 2023 vuosikertomuksia, joista on koottu mainintoja velkarahoitukseen liittyvistä kovenanttiehdoista. Aineisto on koottu käsin, käymällä läpi yritysten julkisia raportteja, joissa kovenantteja tyypillisesti raportoidaan. Näihin lukeutuivat tilinpäätökset, hallituksen toimintakertomukset sekä vuosikertomusten muut liitteet. Aineiston muodostuminen perustuu yrityksen omaan viestintään ja avoimuuteen, jonka vuoksi tarkastelu rajoittuu julkisesti löydettävään tietoon ja ehtoihin. Aineisto ei näin ollen tavoita rahoitussopimuksia, joissa kovenanttiehtoja kirjataan tarkasti.

Menetelmällisesti tutkimus on kuvailevaa sisältöanalyysiä. Analyysissä on tarkasteltu kovenanttien raportoinnin tasoa, jotka on luokiteltu ”numeerinen” (julkinen tieto ehtoihin sisältyvistä tunnusluvuista), ”tyyppi” (kovenanttiehto on spesifioitu julkisesti) ja ”yleinen” (raportoitu pelkästään kovenanttien olevan osa sopimusta). Tarkastelussa on myös raportointitiheydet, mahdolliset kovenanttiehtojen rikkomusten seuraukset, kovenanttiehto, sekä kunkin yrityksen toimiala. Toimiala tarkastelu mahdollistaa analyysin siitä, kohdistuvatko kovenantit voimakkaammin pääomavaltaisille tai velkaintensiivisille sektoreille.

Tarkastelu on rajattu koskemaan vuotta 2023, joka tarjoaa ajankohtaisen näkökulman yritysrahoituksen käytäntöihin koronapandemian jälkeisessä ympäristössä. Rajaus yhteen vuoteen tarjoaa vertailukelpoisen ja yhtenäisen aineiston tarkoittaen samalla, ettei tutkimus ota kantaa kovenanttien pitkän aikavälin muutoksiin. Lisäksi tutkimus rajautuu suomalaisiin pörssiyrityksiin, koska niiden raportointivelvollisuutta voidaan pitää yhteneväisenä. Nämä menetelmät tarjoavat kokonaiskuvaa siitä, mitä kovenanttiehtoja pörssiyritysten rahoitussopimuksiin yleisesti kuuluu, miten laajasti kovenanteja käytetään ja millä tasolla kovenanttiehtoja julkisesti raportoidaan.

## 4.2 Kovenanttien esiintyminen suomalaisissa pörssiyrityksissä

Tässä luvussa tarkastellaan aineiston avulla, kuinka laajasti suomalaiset pörssiyritykset raportoivat kovenanteista sekä millaisia ehtoja vuosikertomuksissa tuodaan esiin. Aineistoon on kerätty tiedot kovenanttien raportoinnista, raportoinnin tasosta, ehtojen sisällöstä, raportointitiheydestä, rikkomusten seurauksista sekä yrityksen toimialasta.

**Taulukko 1.** Kovenanttien esiintyvyys suomalaisissa pörssiyrityksissä vuonna 2023 (julkisesti saatavilla oleva tieto).

Yhtiö	Raportoi	Raportoinnin taso	Kovenanttiehdot	Raportointitiheys	Rikkomus seuraukset	Toimiala
Aspo Oyj	Kyllä	Numeerinen	Omavaraisuus, Nettovelka/käyttökate	Kvartaaleittain	x	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Boreo Oyj	Kyllä	Tyyppi	Omavaraisuusaste	Puolivuositain	Rahoituskulujen kasvu	Teollisuustuotteet ja -palvelut
CapMan Oyj	Kyllä	Tyyppi	Omavaraisuusaste, Nettovelkaantumisen tuminen	x	x	Rahoitus
Citycon Oyj	Kyllä	Numeerinen	Nettovelka/käyttökate, korkokate	Kvartaaleittain	x	Kiinteistöt
Consti yhtiöt Oyj	Kyllä	Tyyppi	Nettovelka/käyttökate, velkaantumisen aste	Kvartaaleittain	Lainojen ennakoinnin erääntyminen	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Digia Oyj	Kyllä	Numeerinen	Nettovelka/käyttökate	x	x	Informaatioteknologia

Etteplan Oyj	Kyllä	Numeerinen	Omavaraisuus, Nettovelka/käyttökate	x	Lainojen ennenaikainen erääntyminen	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Evli Oyj	Kyllä	x	Ei kovenanttiehtoja	x	x	Rahoitus
Fiskars Oyj Abp	Kyllä	Tyyppi	Vakavaraisuus	x	Lainojen ennenaikainen erääntyminen	Kulutustavarat ja -palvelut
Fortum Oyj	Ei	x	x	x	x	Energia
Gofore Oyj	Kyllä	Tyyppi	Nettovelka/käyttökate, omavaraisuusaste	x	x	Informaatioteknologia
HKScan Oyj	Kyllä	Numeerinen	Nettovelkaantumisaste, Nettovelka/käyttökate, likviditeetti	x	Uudelleen neuvottelu	Päivittäistavarat
Huhtamaki Oyj	Ei	x	x	x	x	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Incap Oyj	Kyllä	Numeerinen	Omavaraisuus, Nettovelka/käyttökate	Puolivuosittain	Lainojen ennenaikainen erääntyminen	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Investors House Oyj	Kyllä	Numeerinen	Omavaraisuusaste	x	x	Kiinteistöt
Kemira Oyj	Kyllä	Numeerinen	Nettovelkaantuminen	x	x	Perusteollisuus
Kesko Oyj	Kyllä	Yleinen	Ei tarkennettuja ehtoja	x	x	Päivittäistavarat
Kesla Oyj	Ei	x	x	x	x	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Kojamo Oyj	Kyllä	Tyyppi	Velkaantumisaste	x	x	Kiinteistöt
Konecranes Oyj	Kyllä	Tyyppi	Nettovelkaantumisaste	Kvartaaleittain	x	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Marimekko Oyj	Kyllä	Yleinen	Ei tarkennettuja ehtoja	x	x	Kulutustavarat ja -palvelut
Metsä Board Oyj	Kyllä	Tyyppi	Nettovelkaantumisaste, vakuusrajoituksia, omaisuuden luovutusrajoituksia, tytäryhtiöiden velkaantumisrajoja	x	Uudelleen neuvottelu, Lainojen ennenaikainen erääntyminen	Perusteollisuus
Musti Group Oyj	Kyllä	Tyyppi	Nettovelka/käyttökate	Kvartaaleittain	Lainojen irtisanominen, rahoituskulujen kasvu	Kulutustavarat ja -palvelut
Olvi Oyj	Ei	x	x	x	x	Päivittäistavarat
Outokumpu Oyj	Kyllä	Yleinen	Ei tarkennettuja ehtoja	x	x	Perusteollisuus

Ponss Oyj	Kyllä	x	Ei kovenanttiehtoja	x	x	Teollisuustuotteet ja -palvelut
QT Group	Ei	x	x	x	x	Teknologia
Raisio Oyj	Ei	x	x	x	x	Päivittäistavarat
Revenio Group Oyj	Kyllä	Numeerinen	Nettovelka/käyttökate, omavaraisuusaste	x	x	Terveystuotteet
Scanfil Oyj	Kyllä	Tyyppi	Omavaraisuus, Nettovelka/käyttökate	Kvartaaleittain	Rahoituskulujen kasvu	Teollisuustuotteet ja -palvelut
SRV Oyj	Kyllä	Numeerinen	Omavaraisuusaste, nettovelkaantumisaste, minimikäyttökate, minimilikviditeetti	Kvartaaleittain, kuukausittain	Lainojen ennaikainen erääntyminen	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Stockmann	Ei	x	x	x	x	Kulutustavarat ja -palvelut
Talenom	Kyllä	Tyyppi	Nettovelka/käyttökate, omavaraisuusaste	Puolivuositteittain	x	Rahoitus
Tietoenvy Oyj	Kyllä	Tyyppi	Nettovelka/käyttökate	x	x	Informaatioteknologia
Tokmanni Group Oyj	Kyllä	Tyyppi	Nettovelka/käyttökate	Kvartaaleittain	x	Kulutustavarat ja -palvelut
UPM Kymmenen Oyj	Kyllä	x	Ei kovenanttiehtoja	x	x	Perusteellisuus
Valmet Oyj	Kyllä	Yleinen	Ei tarkennettuja ehtoja	x	x	Teollisuustuotteet ja -palvelut
Verkkokauppa.com	Kyllä	Tyyppi	Nettovelka/käyttökate, Nettovelkaisuusaste	Puolivuositteittain	x	Kulutustavarat ja -palvelut
Wärtsilä	Kyllä	Tyyppi	Omavaraisuusaste	x	x	Teollisuustuotteet ja -palvelut
YIT Oyj	Kyllä	Tyyppi	Velkaantumisaste, likviditeetti, korkokate	Kvartaaleittain, kuukausittain	Lainojen ennaikainen erääntyminen	Teollisuustuotteet ja -palvelut

Aineiston perusteella valtaosa yrityksistä raportoi kovenanteista. Neljästäkymmenestä yhtiöstä 33 ilmoittaa rahoitussopimusten sisältävän kovenanteja, kun taas seitsemän yhtiötä ei raportoi kovenantteista lainkaan. Velkaintensiivisillä ja pääomavaltaisilla toimialoilla, kuten teollisuudessa, kovenanteista raportoidaan laajemmin.

Yhtiöissä, jotka eivät raportoivat kovenantteja on kevyempi rahoitusrakenne tai vahva kassavirta ja vakaa tase (Fortum, Olvi, Stockmann). Osalla yhtiöistä (UPM, Ponsse, Evli) vuosikertomuksissa todetaan erikseen, että velkarahoitukseen ei liity kovenanttiehtoja, mikä tekee raportoinnista erityisen läpinäkyvää. Osa yhtiöistä ilmoitti kovenanttien olemassaolosta, mutta ei tarkentanut sopimusehtoja (Kesko, Marimekko, Outokumpu, Valmet). Raportoinnin läpinäkyvyys ja taso vaihtelivat paljon yhtiöiden välillä.

Yleisimpiä kovenanttiehtoja ovat tunnuslukukovenantit: nettovelkaisuusaste, omavaraisuusaste, korkokate sekä nettovelka/käyttökate. Kymmenen yhtiötä raportoivat näistä tunnuslukukovenantteista numeerisia ehtoja. Jos numeeriset ehdot oli raportoitu, usein raportoitiin myös se, että kovenanttiehdoissa on pysytty ja ehtojen sisällä on hyvin liikkumavaraa. Metsä Board Oyj oli ainoa yhtiö, joka raportoivat ei-numeerisia ehtoja: vakuusrajoitus ja omaisuuden luovutusrajoitus.

Raportointitiheydestä mainitsi 13 yhtiötä, ja yhdeksällä näistä raportointitiheys on neljännesvuosittain (kvartaaleittain). Osa yrityksistä raportoivat kahta eri raportointitiheyttä, jotka viittasivat eri kovenanttiehtojen raportointiin. Yksi yritys raportoivat kovenantteistaan kuukausittain (YIT).

Neljstäkymmenestä yrityksestä 11 mainitsee vuosiraporteissaan kovenanttiehtojen rikkomisen seurauksista. Yleisin seuraamustyyppi oli lainan ennaikainen erääntyminen. Joissakin tilanteissa tämä tarkoitti välitöntä lainan takaisinmaksua. Myös rahoituskulujen (marginaalin) kasvu, lainaehtojen uudelleen neuvottelu sekä lainojen irtisanominen oli listattu seuraamukseksi. Seuraamusten raportointi osoittaa, että kovenanttien rikkoutuminen johtaa yleisesti vakaviin seurauksiin.

Seuraavassa luvussa aineisto sidotaan työn teoreettiseen viitekehykseen. Luvussa analysoidaan muun muassa sitä, miksi kovenantteja käytetään, miten löydökset vastaavat Holmström–Tirole-mallia, miten moraalikadon ongelma näkyy raportoiduissa kovenantteissa ja miten raportoinnin taso vaikuttaa yrityksen antamiin signaaleihin.

### 4.3 Kovenanttien kohdistuminen moraalikatoon ja rahoitusriskeihin

Aineisto osoittaa, että kovenantit ovat suomalaisissa pörssiyrityksissä keskeinen osa velkarahoituksen valvontaa, ja niiden esiintyvyys ja sisältö vastaa monin tavoin yritysrahoituksen kannustinongelmia käsittelevän teorian tulkintoja. Holmström–Tirole-mallin (1997) mukaan moraalikato syntyy siitä, ettei rahoittaja voi havaita yrittäjän toimintaa eikä ponnistelutasoa, joka synnyttää yrittäjälle mahdollisuuden opportunistiseen käyttäytymiseen. Tämä epäsymmetrinen informaatio pakottaa rahoittajan rakentamaan sopimuksellisia mekanismeja, joilla yrittäjän kannustimet pysyvät linjassa rahoittajan kanssa. Kovenantit toimivat juuri tällaisina mekanismeina rahoitussopimuksissa, tilanteissa, joissa suora valvonta ei ole mahdollista.

Aineiston perusteella yritykset käyttävät erityisesti tunnuslukukovenantteja, kuten nettovelka/käyttökate ja omavaraisuus. Näiden ehtojen luonne vastaa suoraan Holmström–Tirole-mallin (1997) tilanteeseen, jossa opportunistinen käyttäytyminen johtaa yrityksen päätöksiin sijoittaa riskisiin projekteihin tai muuten yrityksen varojen käyttöön tavalla, joka ei palvele rahoittajan etua. Keskeisenä havaintona on myös se, että velkaintensiivisillä toimialoilla, joissa moraalikadon riski on suuri, raportoidaan kovenanttien käytöstä systemaattisemmin. Esimerkiksi teollisuustuotteiden ja -palveluiden sektorilla suurin osa yhtiöistä raportoi kovenanteista juuri velallisuutta rajoittavina tekijöinä.

Kovenanttien sisällöt heijastavat moraalikadon kannalta keskeisiä riskejä. Esimerkiksi nettovelka/käyttökate -mittari rajoittaa yrityksen mahdollisuutta lisävelkaantumiseen suhteessa tuloksentelekykyyn. Tämä vastaa Garleanun & Zwibelin (2006) tulkintaa siitä, että moraalikadon vallitessa yrityksen kannustimet voivat muuttua postkontraktuaalisesti siten, että investointipäätökset suuntautuvat voimakkaammin riskinottoon. Myös Metsä Groupin raportoimat rakenteelliset kovenantit (vakuus- ja omaisuuden luovutusrajoitukset) vastaavat moraalikadon teoriaa. Ne rajoittavat varojen

siirtämistä pois rahoittajan ulottuvilta ja estävät niitä toimia, jotka voisivat tuottaa yksityistä hyötyä yritykselle rahoittajan kustannuksella.

Myös raportointitiheyden vaihtelut tukevat teoreettista tulkintaa siitä, että rahoittajan täytyy valvoa yrityksen toimintaa riittävän usein, jotta moraalikadon riski ei kasva liian suureksi. Tiheämpi raportointiväli voidaan nähdä reaktiona siihen, että yrityksellä olisi muuten mahdollisuus vaihtaa riskitasoaan sopimuskauden aikana ilman että rahoittaja huomaa asiaa.

Koska kovenanttien julkisia raportointivaatimuksia ei ole säännelty, on raportoinnilla selkeä signaalivaikutus yritysten sidosryhmille, kuten sijoittajille. Aineiston perusteella useat yritykset eivät raportoi kovenanteista lainkaan, mikä ei tarkoita sitä, ettei kovenanteja yrityksen rahoitussopimuksissa olisi. Tämä raportoinnin puute voi lisätä epävarmuutta sidosryhmille, koska tieto siitä, rajoittavatko kovenanttiehdot esimerkiksi yrityksen riskinottoa, ei ole selvää.

Kovenanttien täytyminen ja niiden noudattaminen voidaan tulkita markkinoilla positiivisena signaalina, joka parantaa yrityksen uskottavuutta (Billett, King & Mauer, 2007). Monet yhtiöt korostivat erikseen sitä, että kovenanttiehdot täyttyivät ja jopa että ehdoissa on hyvin liikkumavaraa. Yrityksen riskiprofiilin epävarmuus haihtuu sidosryhmien silmissä, kun yritys viestii taloudellisen aseman olevan kovenanttirajojen sisällä. Kiinnostavaa oli myös se, että yritykset, jotka muutenkin raportoivat kovenanteista laajemmin, mainitsivat myös ehtojen täyttymisestä. Tämä raportoinnin laatu voi tulevaisuudessa helpottaa lisärahoituksen saamista tai parantaa neuvotteluasemaa tulevissa rahoitussopimuksissa.

## 5 Johtopäätökset

### 5.1 Keskeiset tulokset

Tutkielman tavoitteena oli selvittää, millä tavoin moraalikato rajoittaa ulkoisen rahoituksen saatavuutta, ja miten kovenantit toimivat ratkaisuna tähän ongelmaan. Työssä lisäksi tarkasteltiin millaisia kovenantteja suomalaiset pörssiyritykset käyttävät ja raportoivat julkisesti sekä sitä, miten havainnot suhteutuvat moraalikadon teoreettisiin riskeihin. Tutkielman tulokset voidaan esittää kolmena kokonaisuutena, jotka käydään läpi seuraavana.

Ensinnäkin analyysi osoittaa, että moraalikato muodostaa merkittävät rajoitteen ulkoiselle rahoitukselle. Holmström–Tirole-mallin (1997) perusteella moraalikato on selittävä tekijä rahoitusrajoitteen syntymiseen. Tutkimuksessa osoitettiin myös, että rahoituksen hinnan nostaminen ei poista ongelmaa, vaan jopa lisää riskisyyttä ja pahentaa moraalikatoa. Rahoitusrajoitteen vuoksi rahoitus ei kohdistu markkinoilla tehokkaasti, ja aiheuttaa sen, ettei talous kasva potentiaalinsa mukaan. Näistä syistä voidaan todeta, että moraalikato on rakenteellinen ongelma yritysrahoituksessa, ja sen hillitsemiseen tarvitaan ratkaisuja.

Toiseksi tutkielma osoittaa, että kovenantit toimivat tehokkaana mekanismina rahoitusrajoitteen lieventämisessä. Teoreettisen tarkastelun perusteella selviää, että kovenantit antavat rahoittajalle mahdollisuuden valvoa yrityksen toimintaa sopimuskauden aikana, näin vähentäen yrittäjän opportunistista käyttäytymistä lisäksi mahdollistaen suuremman ulkoisen rahoituksen määrän. Lisäksi kovenantit voivat rajoittaa sellaisia päätöksiä, jotka usein aiheuttavat moraalikadon ongelmaa. Näitä ovat esimerkiksi lisävelanotto, varojen jako ja riskisempien projektien valinta. Kovenantit siis toimivat tärkeänä osana optimaalisia rahoitussopimuksia.

Kolmanneksi empiirinen tarkastelu tukee teoreettisia havaintoja. Suomalaiset pörssiyhtiöt raportoivat suhteellisen laajasti kovenanteista, erityisesti tunnuslukuihin kohdistetuista ehdoista. Nämä ehdot kohdistuvat suoraan niihin riskitekijöihin, joihin moraalikato vaikuttaisi, eli velkaantumisasasteeseen, kassavirtaan ja kykyyn suoriutua velvoitteista. Aineisto osoittaa myös, että kovenanttien rikkomisella on usein merkittäviä seurauksia, kuten lainan ennenaikainen erääntyminen tai rahoituskulujen kasvu. Rikkomusseuraukset todistavat kovenanttien roolia kurinpidollisina mekanismeina ja osoittaa niiden tärkeyden.

Yhteenvetona voidaan todeta, että sekä teoreettinen ja empiirinen tarkastelu tukevat näkemystä siitä, että moraalikato on keskeinen ulkoisen rahoituksen rajoite ja että kovenantit toimivat keskeisenä välineenä tämän rajoitteen lieventämiseen. Kovenantit vahvistavat rahoittajan asemaa, parantavat valvontaa ja mahdollistavat rahoituksen tehokkaamman kohdistumisen.

## **5.2 Tutkimuksen rajoitteet ja jatkotutkimus**

Tutkielman tulkintoihin ja johtopäätöksiin liittyy rajoitteita, jotka on syytä huomioida tuloksia arvioitaessa. Keskeinen rajoite liittyy luvun viisi aineiston luonteeseen. Empiirinen tarkastelu perustuu ainoistaan julkisena saatavilla olevaan tietoon sekä suomalaisiin pörssiyhtiöihin. Yksityiskohtaisia kovenanttiehtoja ei ole julkisesti saatavilla, sillä rahoitussopimukset ovat yksityisiä. Aineisto ei siis kuvaa täydellisesti kovenanttiehtojen sisältöä tai määrää. Useat yritykset raportoivat kovenanteista ilman tarkemmin eriteltyjä ehtoja, joka johtaa siihen, että kovenanttien rakenteesta tehdään vain aineiston sallimia päätelmiä. Aineisto on myös rajattu koskemaan vuotta 2023, joten se ei ota huomioon pitkän aikavälin muutoksia, kuten suhdannevaihtelua, yleistä korkotasoa tai muita makrotaloudellisia tekijöitä.

Tutkielman viitekehys Holmström–Tirole-malli on myös pelkistetty tutkielmassa koskemaan vain yritysten ja pankkien välistä toimintaa, ja keskitetty moraalikadon

vaikutuksiin mallin tulkinnassa. Malli ei kata kaikkia rahoitusinstrumentteja, vakuusjärjestelyjä tai eri markkinoita, mikä rajaa sen soveltuvuutta todellisiin rahoitussopimuksiin.

Nämä rajoitteet luovat kuitenkin luontevia jatkotutkimusideoita aiheelle. Ensinnäkin jatkotutkimuksessa olisi hyödyllistä tarkastella kovenanttien käyttöä laajemmalla ja monipuolisemmalla aineistolla, joka kattaisi myös yksityiset rahoitussopimukset. Tämä mahdollistaisi tarkemman analyysin todellisista kovenanttiehdoista yritysrahoituksessa. Myös vertaileva tutkimus esimerkiksi Suomen ja muiden Pohjoismaiden välillä olisi hyödyllistä, sillä rahoitusmarkkinoiden rakenteet ja pankkikeskeisyys vaihtelee maiden välillä. Myös tutkimus siitä, miten markkinat reagoivat kovenanttiehtojen rikkomuksiin syventäisi kovenanttien laajempaa makrotaloudellista kuvaa.

## Lähteet

- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Aspo Oyj. (2023). *Tilinpäätös ja toimintakertomus 2023*. <https://mb.cision.com/Main/17472/3931960/2615622.pdf>
- Bebczuk, R. N. (2003). *Asymmetric information in financial markets: Introduction and applications*. Cambridge University Press.
- Billett, M. T., King, T.-H. D., & Mauer, D. C. (2007). Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants. *The Journal of Finance*, 62(2), 697–730. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01221.x>
- Boreo Oyj. (2023). *Tilinpäätös ja toimintakertomus 2023*. <https://boreo.com/files/documents/Boreo%20-%20Hallituksen%20toimintakertomus%20ja%20tilinpaatos%202023.pdf>
- Bradley, M., & Roberts, M. R. (2015). The structure and pricing of corporate debt covenants. *The Quarterly Journal of Finance*, 5(2), 1550001. <https://doi.org/10.1142/S2010139215500019>
- CapMan Oyj. (2023). *Vuosikertomus 2023*. [https://capman.com/wp-content/uploads/2024/03/Capman\\_Vuosikertomus\\_2023.pdf](https://capman.com/wp-content/uploads/2024/03/Capman_Vuosikertomus_2023.pdf)
- Citycon Oyj. (2023). *Tilinpäätös 2023*. [https://www.citycon.com/sites/default/files/material/Citycon\\_Tilinpaatos%202023.pdf](https://www.citycon.com/sites/default/files/material/Citycon_Tilinpaatos%202023.pdf)
- Consti Oyj. (2023). *Vuosikertomus 2023*. <https://mb.cision.com/Main/15911/3956084/2709612.pdf>
- Diamond, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economic Studies*, 51(3), 393–414. <https://doi.org/10.2307/2297430>
- Elisa Oyj. (2023). *Vuosikertomus 2023*. [https://static.elisa.com/v2/image/2tqybbhjs47b/4utNF1WDjUN1q50U58kJBu/Elisa\\_Vuosikertomus\\_2023.pdf](https://static.elisa.com/v2/image/2tqybbhjs47b/4utNF1WDjUN1q50U58kJBu/Elisa_Vuosikertomus_2023.pdf)
- Etteplan Oyj. (2023). *Talouskatsaus 2023*. <https://mb.cision.com/Main/11766/3948068/2678921.pdf>

- Evli Oyj. (2023). *Vuosikertomus 2023*. [https://evli-website.files.svcdn.com/production/Evli.com/Documents/IR/FI/2023/Vuosikertomus-2023-Evli-Oyj\\_acc.pdf](https://evli-website.files.svcdn.com/production/Evli.com/Documents/IR/FI/2023/Vuosikertomus-2023-Evli-Oyj_acc.pdf)
- Ferran, E. (1999). *Company law and corporate finance*. Oxford University Press.
- Ferran, E. (2008). *Principles of corporate finance law*. Oxford University Press.
- Fiskars Oyj Abp. (2023). *Financial statements 2023*. <https://mb.cision.com/Main/17472/3931960/2615622.pdf>
- Gârleanu, N., & Zwiebel, J. (2006). *Design and renegotiation of debt covenants*. University of Pennsylvania; Stanford Graduate School of Business.
- Gofore Oyj. (2023). *Vuosikertomus 2023*. <https://gofore.com/media/gofore-vuosikertomus-2023.pdf>
- Hart, O., & Moore, J. (1988). Incomplete contracts and renegotiation. *Econometrica*, 56(4), 755–785. <https://doi.org/10.2307/1912698>
- Hemmo, M. (2001). *Pankkioikeus*. Kauppakaari; Lakimiesliiton Kustannus.
- HKScan Oyj. (2023). *Toimintakertomus ja tilinpäätös 2023*. [https://www.hkfoods.com/globalassets/hkfoods.com/3-investors---sijoittajat/vuosi--ja-vastuullisuuskertomus/02a\\_hkscan-toimintakertomus-ja-tilinpaatos-2023.pdf](https://www.hkfoods.com/globalassets/hkfoods.com/3-investors---sijoittajat/vuosi--ja-vastuullisuuskertomus/02a_hkscan-toimintakertomus-ja-tilinpaatos-2023.pdf)
- Huhtamäki Oyj. (2023). *Vuosikertomus 2023*. <https://www.huhtamaki.com/globalassets/global/investors/reports-and-presentations/fi/2023/huhtamaki-vuosikertomus-2023.pdf>
- Incap Oyj. (2023). *Vuosi- ja vastuullisuusraportti 2023*. <https://incapcorp.com/storage/2024/04/Incap-Vuosi-ja-vastuullisuusraportti-2023.pdf>
- Investors House Oyj. (2023). *Tilinpäätös ja toimintakertomus 2023*. <https://storage.googleapis.com/inderes-widgets-prod-assets/investorshouse/calendarEventAttachments/2023/investors-house-oyj-tilinpaatos-ja-toimintakertomus-2023.pdf>
- Kallio, A., & Vuola, L. (2018). *Joukkorahoitus*. Alma Talent.

- Kemira Oyj. (2023). *Annual report 2023*.  
<https://www.kemira.com/app/uploads/2024/02/kemira-annual-report-2023-full.pdf>
- Kesko Oyj. (2023). *Vuosiraportti 2023*. [https://www.kesko.fi/492905/globalassets/03-sijoittaja/raporttikeskus/2024/q1/vuosiraportti-2023/kesko\\_vuosiraportti\\_2023.pdf](https://www.kesko.fi/492905/globalassets/03-sijoittaja/raporttikeskus/2024/q1/vuosiraportti-2023/kesko_vuosiraportti_2023.pdf)
- Kesla Oyj. (2023). *Vuosikertomus 2023*.  
[https://kesla.com/fileadmin/2024/2024\\_1\\_Vuosikertomus\\_2023.pdf](https://kesla.com/fileadmin/2024/2024_1_Vuosikertomus_2023.pdf)
- Kojamo Oyj. (2023). *Hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös 2023*.  
<https://yritys.lumo.fi/wp-content/uploads/2024/02/hallituksen-toimintakertomus-ja-tilinpaatos-2023.pdf>
- Konecranes Oyj. (2023). *Hallinnointi ja taloudellinen katsaus 2023*.  
[https://investors.konecranes.com/sites/konecranes/files/Annual\\_report\\_2023/hallinnointi\\_ja\\_taloudellinen\\_katsaus\\_2023.pdf](https://investors.konecranes.com/sites/konecranes/files/Annual_report_2023/hallinnointi_ja_taloudellinen_katsaus_2023.pdf)
- Laurila, J. (2004). *Pääomasijoittaminen*. Edita Publishing.
- Marimekko Oyj. (2023). *Marimekon vuosi 2023*.  
[https://company.marimekko.com/app/uploads/2024/03/Marimekon\\_vuosi\\_2023-1.pdf](https://company.marimekko.com/app/uploads/2024/03/Marimekon_vuosi_2023-1.pdf)
- Metsä Board Oyj. (2023). *Vuosikatsaus 2023*.  
<https://www.metsagroup.com/globalassets/metsa-board/documents/investors/annual-report/2023/metsa-board-vuosikatsaus-2023.pdf>
- Mishkin, F. S. (2007). *The economics of money, banking, and financial markets* (8th ed.). Pearson.
- Musti Group Oyj. (2023). *Vuosikertomus 2023*. <https://www.mustigroup.com/wp-content/uploads/2023/12/Musti-Group-Vuosikertomus-2023.pdf>
- 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)
- Niskanen, J., & Niskanen, M. (2016). *Yritysrahoitus*. Edita.

- Olvi Oyj. (2023). *Vuosikertomus* 2023. <https://www.olvigroup.fi/app/uploads/sites/2/2024/02/Olvi-Oyj-Vuosikertomus-2023-2.pdf>
- Outokumpu Oyj. (2023). *Vuosikertomus* 2023. <https://mb.cision.com/Main/18751/3938943/2640365.pdf>
- Ponsse Oyj. (2023). *Vuosikertomus* 2023. <https://cdn-ponsse.contenthub.fi/api/v1/cdn/20213153>
- Qt Group Oyj. (2023). *Vuosikertomus* 2023. [https://www.vuosikertomukset.net/resources/Qt\\_group/fin/vuosikertomukset/Qt\\_group\\_vuosikertomus\\_2023.pdf](https://www.vuosikertomukset.net/resources/Qt_group/fin/vuosikertomukset/Qt_group_vuosikertomus_2023.pdf)
- Raisio Oyj. (2023). *Vuosikatsaus ja yritysraportti* 2023. <https://www.raisio.com/wp-content/uploads/2024/03/Raisio-Oyj-Vuosikatsaus-ja-yritysraportti-2023.pdf>
- Revenio Group Oyj. (2023). *Hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös* 2023. <https://www.reveniogroup.fi/files/documents/Revenio%20Group%20Oyj%20Hallituksen%20toimintakertomus%20ja%20tilinpaatos%202023.pdf>
- Scanfil Oyj. (2023). *Vuosikertomus* 2023. <https://www.scanfil.com/wp-content/uploads/2024/03/Scanfil-Oyj-Vuosikertomus-2023.pdf>
- Smith, C. W., & Warner, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117–161. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90029-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(79)90029-4)
- SRV Yhtiöt Oyj. (2023). *Vuosikertomus* 2023. [https://cdn.srv.fi/2024-02/srv\\_vuosikertomus\\_2023\\_fi.pdf](https://cdn.srv.fi/2024-02/srv_vuosikertomus_2023_fi.pdf)
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393–410.
- Stockmann Oyj Abp. (2023). *Talouskatsaus* 2023. [https://report.stockmanngroup.com/vuosi2023/pdf/Stockmann\\_Talouskatsaus\\_2023\\_FIN.pdf](https://report.stockmanngroup.com/vuosi2023/pdf/Stockmann_Talouskatsaus_2023_FIN.pdf)

- Talenom Oyj. (2023). *Vuosikatsaus* 2023.  
<https://investors.talenom.com/files/documents/Talenom%20vuosikatsaus%202023.pdf>
- Tietoevry Oyj. (2023). *Taloudellinen katsaus* 2023.  
[https://ar2023.tietoevry.com/siteassets/tietoevry\\_taloudellinen\\_katsaus\\_2023.pdf](https://ar2023.tietoevry.com/siteassets/tietoevry_taloudellinen_katsaus_2023.pdf)
- Tokmanni Group Oyj. (2023). *Hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös* 2023.  
<https://tokmannigroup.com/wp-content/uploads/2025/08/Tokmanni-Group-Oyj-Hallituksen-toimintakertomus-ja-tilinpaatos-2023.pdf>
- UPM-Kymmene Oyj. (2023). *Vuosikertomus* 2023.  
<https://www.upm.com/siteassets/investors/reports-and-presentations/2023/upm-vuosikertomus-2023.pdf>
- Valmet Oyj. (2023). *Tilinpäätös* 2023.  
<https://www.valmet.com/globalassets/investors/reports--presentations/annual-reports/2023/valmet-tilinpaatos-2023.pdf>
- Verkkokauppa.com Oyj. (2023). *Hallituksen toimintakertomus ja tilinpäätös* 2023.  
[https://cdn.ir.solutions/verkkokauppa/verkkokauppa-site/documents/Hallituksen\\_toimintakertomus\\_ja\\_Tilinpaatos\\_2023.pdf](https://cdn.ir.solutions/verkkokauppa/verkkokauppa-site/documents/Hallituksen_toimintakertomus_ja_Tilinpaatos_2023.pdf)
- Vesalainen, J. (2006). *Kaupankäynnistä kumppanuuteen: Yritystenvälisten suhteiden elementit, analysointi ja kehittäminen* (Teknolohiateollisuuden julkaisija 8/2006)
- Villa, S. (2003). *Velkojan asema osakeyhtiössä*. Talentum Media.
- Välimäki, O. (2014). *Rahoitussopimuksen kovenanttiohjaus: Vakuuden arvioinnista kohti sopimusoikeudellisia riskienhallintamekanismeja*. Kauppakamari.
- Wärtsilä Oyj Abp. (2023). *Vuosikertomus 2023*. <https://www.wartsila.com/docs/default-source/investors/investors-fi/taloudellinen-aineisto/vuosikertomukset/wartsila-vuosikertomus-2023.pdf>
- YIT Oyj. (2023). *Vuosikatsaus* 2023.  
[https://www.yitgroup.com/siteassets/investors/annual-reports/2023/yit\\_vuosikatsaus\\_2023.pdf](https://www.yitgroup.com/siteassets/investors/annual-reports/2023/yit_vuosikatsaus_2023.pdf)

Zineldin, M. (1996). Bank-corporate client “partnership” relationship: Benefits and life cycle. *International Journal of Bank Marketing*, 14(3), 14–22.  
<https://doi.org/10.1108/02652329610113135>

## **Liitteet**

### **Liite 1. Ilmoitus tekoälyn käytöstä**

Tutkielmassa on hyödynnetty Microsoft Copilot -tekoälytyökalua tekstin kielelliseen tarkistukseen sekä tutkielman rakenteen selkeyttämiseen. Tutkielman tutkimusasetelma, aineiston keruu, analyysi, rajaukset, tulkinnat ja johtopäätökset ovat tekijän itse laatimia.