



**TURUN  
YLIOPISTO**  
Kauppakorkeakoulu

# Vieraan pääoman hallinta muuttuvan korkotason aikana

Laskentatoimen ja rahoituksen  
kandidaatintutkielma

Laatija:  
Joonatan Kahra

Ohjaaja:  
KTT Mikko Kepsu

2.12.2024

Turku

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

## Kandidatutkielma

**Oppiaine:** Laskentatoimi ja rahoitus

**Tekijä:** Joonatan Kahra

**Otsikko:** Vieraan pääoman hallinta muuttuvan korkotason aikana

**Ohjaaja:** KTT Mikko Kepsu

**Sivumäärä:** 20

**Päivämäärä:** 2.12.2024

Tässä kandidaatintutkielmassa tutkitaan yhtiöiden vieraan pääoman hallintaa muuttuvassa korkoympäristössä, erityisesti tilanteessa, jossa Euroopan keskuspankin ohjauskorko on noussut äkillisesti matalalta tasolta. Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, miten korkojen äkillinen nousu on vaikuttanut yhtiöihin, miten ne ovat hallinneet korkoriskien vaikutuksia rahoitusstrategioissaan ja mitkä tekijät vaikuttavat päätöksiin vieraan pääoman käytöstä eri korkoympäristöissä. Tutkimus koostuu kirjallisuuskatsauksesta ja empiirisestä osuudesta. Kirjallisuuskatsauksessa käsitellään omaa ja vierasta pääomaa sekä Euroopan keskuspankin ohjauskoron muutoksia viime vuosina. Lisäksi tarkastellaan nousevan korkotason vaikutuksia yrityksiin, kuten investointipäätöksiin, kassavirtaan ja luottoluokitukseen.

Empiirisessä osuudessa haastatellaan kolmen suomalaisen yhtiön talousjohdon edustajia. Haastattelut paljastivat, että yhtiöt, jotka ylläpitävät vahvaa tasetta ja noudattavat konservatiivista rahoitusstrategiaa, kykenevät tehokkaasti hallitsemaan korkoriskejä. Ne eivät spekuloi korkotason muutoksilla vaan keskittyvät pitkäjänteiseen riskienhallintaan, käyttämällä suojautumiskeinoja kuten kiinteäkorkoista velkaa ja korkojohdannaisia. Tulokset osoittivat, että korkojen nopea nousu ei ole merkittävästi vaikuttanut yhtiöiden ydinliiketoimintaan tai investointipäätöksiin. Korkotaso ei ole ollut niin korkea, että se muodostaisi esteen investoinneille tai yrityskaupoille. Joissakin tapauksissa yhtiöt voivat hyödyntää korkeaa korkotasoa hankkimalla heikossa taloudellisessa asemassa olevia yrityksiä edullisemmin.

Tutkimus osoittaa myös, että toimialasta tai yrityksen koosta riippumatta lähestymistavat korkoriskien hallintaan ovat samankaltaisia. Vahva taloudellinen asema ja hyvä luottoluokitus helpottavat rahoituksen saatavuutta ja mahdollistavat edulliset lainaehdot, vaikka markkinakorot nousisivat. Johtopäätöksenä voidaan todeta, että yritykset, jotka keskittyvät vahvan taloudellisen aseman ylläpitämiseen ja aktiiviseen riskienhallintaan, pystyvät sopeutumaan muuttuvaan korkoympäristöön ilman merkittäviä häiriöitä toiminnassaan. Konservatiivinen rahoitusstrategia ja korkoriskiltä suojautuminen ovat keskeisiä tekijöitä tässä sopeutumisessa.

**Avainsanat:** vieras pääoma, korkoriski, korkoympäristö, rahoitusstrategia

# SISÄLLYS

<b>1</b>	<b>Johdanto</b>	<b>6</b>
1.1	Johdatus aiheeseen	6
1.2	Tutkimuskysymykset, tavoitteet ja rajaukset	6
<b>2</b>	<b>Taustat ja määrittely</b>	<b>8</b>
2.1	Oma ja vieras pääoma	8
2.2	Euroopan Keskuspankin muuttuva ohjauskorko	9
2.3	Nousevan koron vaikutus yrityksiin	10
<b>3</b>	<b>Empiirinen osuus</b>	<b>12</b>
3.1	Yhtiöiden taustat ja nykyinen rahoituspolitiikka	12
3.2	Korkotason muutoksen vaikutus yhtiöihin	13
3.3	Korkotason vaikutus investointeihin ja yrityskauppihin	14
3.4	Yritysjohtajien tiivistelmä korkotason muutoksista	15
<b>4</b>	<b>Keskustelu tuloksista ja johtopäätökset</b>	<b>17</b>
4.1	Keskustelu tuloksista	17
4.2	Johtopäätökset	17
<b>5</b>	<b>Yhteenveto</b>	<b>19</b>
	<b>Lähteet</b>	<b>20</b>

## KUVIOT

Kuvio 1. Euroopan keskuspankin ohjauskorko ja 12 kuukauden euribor. Kuva: Suomen Pankki. 10

# 1 Johdanto

## 1.1 Johdatus aiheeseen

Yhtiöiden rahoitusrakenne ja vieraan pääoman hallinta ovat keskeisiä tekijöitä yritysten taloudellisessa menestyksessä ja vakaudessa. Vieras pääoma, eli yrityksen ulkopuolelta hankittu velkarahoitus, on monille yhtiöille olennainen osa liiketoiminnan rahoittamista, mutta sen käyttöön liittyy merkittäviä riskejä ja kustannuksia, erityisesti korkotason muuttuessa. Korkotaso on keskeinen muuttuja, joka vaikuttaa velkarahoituksen kustannuksiin ja siten yhtiöiden taloudellisiin päätöksiin. Viime vuosina Euroopan keskuspankin rahapolitiikka on ollut jatkuvassa liikkeessä, kun matalien korkojen kausi on päättynyt ja korot ovat nousseet äkillisesti. Tämä on asettanut yhtiöt uudenlaisten haasteiden eteen, kun heidän rahoituskustannuksensa saattoivat nousta äkillisesti.

Korkeammat korot nostavat yritysten lainojen kustannuksia (Bernanke & Gertler 1995, 36). Tämä voi vähentää osakkeenomistajille maksettuja osinkoja tai kasvuun käytettävissä olevia varoja. Yritykset saattavat myös joutua lykkäämään tai peruuttamaan suunniteltuja investointejaan korkeampien rahoituskustannusten vuoksi, sillä korkotaso vaikuttaa investointien kannattavuuteen. Kun korot nousevat, investointien nykyarvo laskee, mikä ei kannustaa yrityksiä investoimaan uusiin projekteihin (Modigliani & Miller 1958, 660–661). Korkeammat korot siis tekevät uusista investoinneista vähemmän houkuttelevia. Korkotason muutokset voivat vaikuttaa pankkien halukkuuteen myöntää lainaa. Korkeammat korot voivat johtaa tiukempiin luottoehtoihin, mikä vaikeuttaa erityisesti pienten ja keskiuurten yritysten rahoitusta (Bernanke & Gertler 1995, 40).

## 1.2 Tutkimuskysymykset, tavoitteet ja rajaukset

Tämä kandidaatintutkielma tarkastelee yhtiöiden vieraan pääoman hallintaa muuttuvan korkotason aikana. Viime vuosien nollakorkojen nousu nykyiselle tasolle tarjoaa hyvän tilaisuuden tutkia aiheita. Aihetta tutkitaan kirjallisuuskatsauksella, jonka lisäksi tutkimukseen tuodaan empiriaa asiantuntijahaastatteluiden avulla. Haastatellut henkilöt toimivat yhtiöidensä talousjohdossa. Tavoitteena on tunnistaa tutkimusaiikkoja kirjallisuudessa, ja vastata näihin haastattelujen avulla. Näiden kahden lähestymistavan avulla pyritään yhdistämään aiempaa tutkimusta ja haastatteluilla kerättyä empiiristä tietoa, mikä parantaa tutkimuksen kokonaisvaltaisuutta ja syvyyttä.

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, miten korkotason muutokset ovat vaikuttaneet yhtiöihin, miten yhtiöt ovat hallinneet korkoriskien vaikutuksia rahoitusstrategioissaan ja mitkä tekijät vaikuttavat yhtiöiden päätöksiin vieraan pääoman käytöstä eri korkoympäristöissä. Tutkimuksen empiirisessä osuu-

nessa syvennyttään kolmen suomalaisen yhtiön näkemyksiin ja kokemuksiin korkotason muutoksista. Haastattelujen avulla pyritään saamaan konkreettista tietoa siitä, miten yritykset ovat sopeutuneet korkojen nousuun, millaisia suojautumiskeinoja ne ovat käyttäneet ja miten ne näkevät korkotason vaikutukset tulevaisuudessa. Tutkimus tarjoaa näin käytännönläheisen näkökulman vieraan pääoman hallintaan muuttuvassa korkoympäristössä.

Haastattelujen avulla tuodaan tutkimukseen käytännön näkökulmaa, eli miten yhtiöt todella toimivat muuttuvassa korkoympäristössä. Tämä toiminta voi poiketa teoriasta, ja jos näin on, voidaan haastatteluiden aikana kysyä lisäkysymyksiä yritysten toiminnasta ja sen syistä. Haastatteluissa pyritään myös tuomaan esiin syvällisiä näkemyksiä, joita ei välttämättä löydy kirjallisuudesta, kuten yrityskohtaisia strategioita ja haasteita, joita eri yritykset kohtaavat korkotason muutosten aikana. Koska haastatellut asiantuntijat työskentelevät eri toimialoilla toimivissa yrityksissä, pystytään myös hieman vertailemaan eri toimialojen ja yrityskokojen käytäntöjä ja reaktioita korkojen muutoksiin. Tämä antaa arvokasta tietoa siitä, miten erilaiset yritykset hallitsevat vieraan pääoman riskejä.

Tutkielma etenee siten, että luvussa 2 käsitellään taustatietoja ja määritelmiä liittyen omaan ja vieraaseen pääomaan sekä Euroopan keskuspankin ohjauskoron muutoksiin. Luvussa 3 esitellään empiirisen tutkimuksen tulokset, joissa analysoidaan haastateltujen yritysten rahoitusstrategioita ja korkotason muutosten vaikutuksia yhtiöiden toimintaan. Lopuksi luvussa 4 keskustellaan tuloksista ja esitetään johtopäätökset.

## 2 Taustat ja määrittely

### 2.1 Oma ja vieras pääoma

Yhtiön pääoma koostuu sekä omasta että vieraasta pääomasta. Oma pääoma koostuu yrityksen omistajien sijoittamista varoista sekä yrityksen kerryttämistä voittovaroista. Se edustaa omistajien omistusosuutta yrityksessä ja on yrityksen varojen ja velkojen erotus. Oma pääoma sisältää osakepääoman, eli alkuperäiset sijoitukset, jotka omistajat ovat tehneet yritykseen. Omaan pääomaan luetaan myös kertyneet voitot, joita ei ole jaettu osinkoina. Muita oman pääoman eriä ovat esimerkiksi ylikurssirahasto ja vararahastot.

Vieras pääoma on velkaa, jonka yritys on velvoitettu maksamaan takaisin määrätyn ajan kuluessa. Vieras pääoma jaetaan taseessa pitkä- ja lyhytaikaiseen. Jos takaisinmaksuaika on yli vuoden, puhutaan pitkäaikaisesta velasta. Jos velka erääntyy vuoden sisällä, puhutaan lyhytaikaisesta. Velkoihin liittyy sopimusvelvoitteita, jotka koskevat tietyn summan ja koron takaisinmaksua tietyn ajanjakson aikana. Oma pääoma taas on yhtiön omistajien vaatimus yrityksen varoista. Yleisellä tasolla, kun yritys ottaa velkaa, se antaa velkojilleen ensimmäisen saatavan kiinteästä kassavirrasta. (Ross & Westerfield 1988, 24)

Vieras pääoma tarjoaa yrityksille veroedun verrattuna omaan pääomaan. Tämä johtuu siitä, että velkarahoituksen korot ovat verovähennyskelpoisia yrityksen verotuksessa. Kun yritys maksaa korkoja velkojilleen, se voi vähentää nämä korkokulut verotettavasta tuloksestaan. Tämä vähentää yrityksen verorasitusta ja pienentää siten velkarahoituksen todellista kustannusta. Toisaalta oman pääoman ehtoisiin sijoituksille maksetut osingot eivät ole verovähennyskelpoisia yritykselle. Yritys maksaa veroa koko voitostaan ennen osinkojen jakamista osakkeenomistajille. Tämä tekee oman pääoman rahoituksesta kalliimpaa verrattuna velkarahoitukseen. (Modigliani & Miller 1963; Ross & Westerfield 1988)

Jos vieraan pääoman ehtoinen rahoitus on halvempaa kuin oman, mikseivät yritysjohtajat rahoita yhtiöidensä toimintaa pelkästään velalla, säilyttäen vain lain vaatiman sidotun oman pääoman? Yksi syyistä on, että korkea velkataso kasvattaa yrityksen taloudellista riskiä. Velkojen hoitamiseen tarvittavat kassavirrat voivat olla haastavia ylläpitää, erityisesti jos yrityksen tulot heikkenevät. Toinen syy on, että yhtiöiden velkaantuessa uuden velan ehdot muuttuvat yhtiön näkökulmasta aina huonomiksi. Tämä johtuu siitä, että konkurssitilanteessa yhtiön varallisuutta jaettaessa uudet velkojat ovat heikommassa asemassa jo olemassa oleviin velkoihin nähden, ja he haluavat tästä riskistä korvauksen. (Bond & Meghir 1994, 6)

## 2.2 Euroopan Keskuspankin muuttuva ohjauskorko

Viimeisen viiden vuoden aikana Euroopan keskuspankki (EKP) on toteuttanut merkittäviä muutoksia rahapolitiikassaan vastauksena erilaisiin taloudellisiin haasteisiin. Näitä ovat olleet muun muassa matala inflaatio, koronaviruspandemian aiheuttama talouskriisi sekä inflaation nopea kiihtyminen energian hintojen ja geopoliittisten jännitteiden vuoksi. EKP:n päätökset ovat heijastaneet sen keskeistä tavoitetta ylläpitää hintavakautta ja tukea euroalueen talouden kestävästä kasvusta. Euroopan keskuspankilla on käytössään kolme korkoa, joille se ohjaa rahamarkkinoita, tulen kuitenkin keskittymään vain perusrahoitusoperaatioiden korkoon, jota nimitän ohjauskoroksi, sillä se asettuu näiden korkojen väliin. Myös Suomen Pankki käyttää nimitystä ”ohjauskorko” puhuessaan perusrahoitusoperaatioiden korosta.

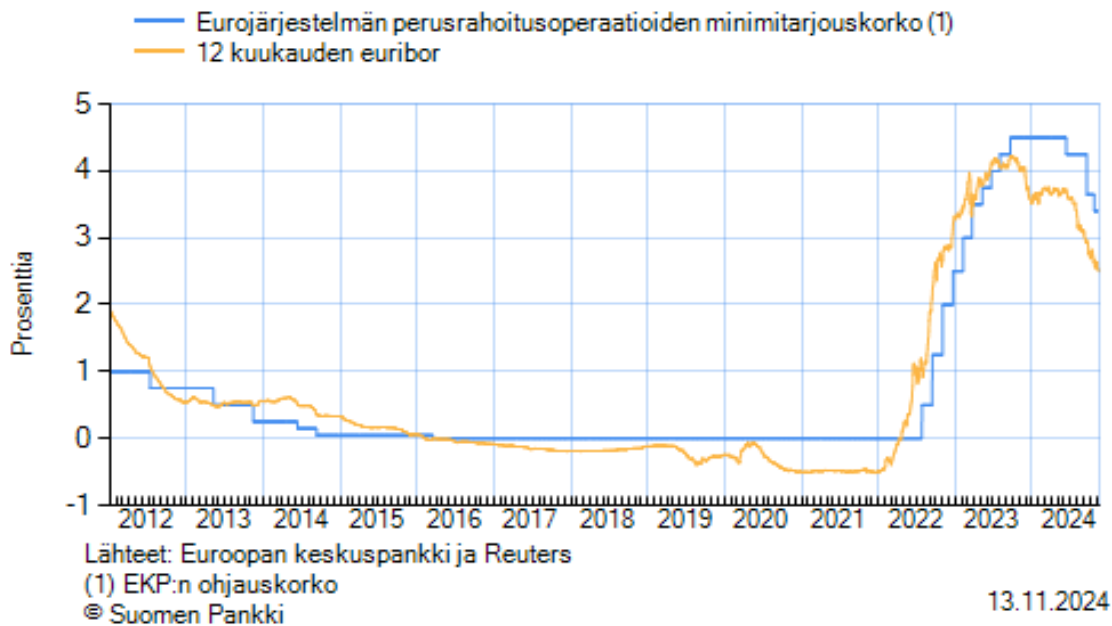
Vuonna 2019 euroalueen talouskasvu pysyi maltillisena, ja inflaatio oli EKP:n 2 %:n tavoitetason alapuolella. EKP reagoi tilanteeseen laskemalla ohjauskorkoaan. Lisäksi EKP ilmoitti uudesta omaisuuserien osto-ohjelmasta lisätäkseen markkinalikviditeettiä ja tukeakseen talouskasvua. (Suomen Pankki 2020)

Vuonna 2020 koronapandemia aiheutti ennennäkemättömän taloudellisen kriisin. EKP vastasi nopeasti käynnistämällä Pandemic Emergency Purchase Programme -ohjelman, jonka kokonaismäärä oli alun perin 750 miljardia euroa ja jota laajennettiin myöhemmin 1 850 miljardiin euroon. Korkotasojen pidettiin historiallisen alhaisina. Näiden toimien tarkoituksena oli turvata rahoitusolosuhteet, estää luottolaman syntyminen ja tukea talouden elpymistä pandemian aiheuttamasta shokista. (Suomen Pankki 2021)

Vuonna 2022 inflaatio alkoi kiihtyä merkittävästi, johtuen energian hintojen noususta, toimitusketjujen häiriöistä ja Venäjän hyökkäyksestä Ukrainaan. Heinäkuussa 2022 EKP nosti ohjauskorkoaan ensimmäistä kertaa yli kymmeneen vuoteen. Ohjauskoron nostoja jatkettiin, ja vuoden loppuun mennessä ohjauskorko oli 2,5 %. (Suomen Pankki 2023)

2023 EKP jatkoi rahapolitiikan kiristämistä inflaation hillitsemiseksi. Ohjauskorko nousi 2,50 %:sta 4,50 %:iin. EKP pyrki hillitsemään inflaatiota myös pienentämällä tasettaan vähentämällä arvopapereiden uudelleensijoituksia. (Suomen Pankki 2024) Vuonna 2024 nähtiin ensimmäiset koronlaskut, kun inflaatio euroalueella oli alkanut hellittää. Kuvio 1 havainnollistaa ohjauskoron muutosta.

## Euroopan keskuspankin ohjauskorko ja 12 kuukauden euribor



Kuvio 1. Euroopan keskuspankin ohjauskorko ja 12 kuukauden euribor. Kuva: Suomen Pankki.

### 2.3 Nousevan koron vaikutus yrityksiin

Vaihtuvakorkoisten joukkovelkakirjalainojen suosio liittyy epävarmaan inflaatioon. Jos tarkastelemme kiinteäkorkoista velkaa, kun inflaatio on odotettua korkeampi, lainanottajat tekevät voittoa lainanantajien kustannuksella ja kun inflaatio on odotettua pienempi, lainanantajat tekevät voittoja lainanottajien kustannuksella. Pitkäaikaiset kiinteäkorkoiset joukkovelkakirjalainat ovat epävarman inflaation vuoksi uhkapeliä sekä yhtiöille ja myös joukkovelkakirjojen haltijoille. Koska pitkäaikaisen joukkovelkakirjojen inflaatoriskiä kantavat sekä liikkeeseenlaskijat että joukkovelkakirjojen haltijat, molempia osapuolia ei voida kompensoida korkeammilla tuotoilla, ja on molempien osapuolien etujen mukaista solmia lainasopimukset, jotka minimoivat inflaatoriskin. Onkin hyvä huomata, että yhtiöt voivat ottaa velkaa myös kiinteällä korolla. (Ross & Westerfield 1988, 498)

Korkeammat korot voivat saada yhtiöt harkitsemaan pääomarakenteensa uudelleenjärjestelyä. Yhtiöt, joilla on vaihtuvakorkoista velkaa, näkevät korkomenojensa kasvavan korkotason noustessa, koska lainan korko on sidottu markkinakorkoihin. Tällaisessa tilanteessa yritysjohto saattaa suosia oman pääoman ehtoista rahoitusta velkarahoituksen sijaan korkeamman velan hinnan vuoksi. Jos yrityksellä on jakamatonta voittoa, se pyrkii hyödyntämään sitä ennen osakkeidensa liikkeeseen laskua.

Yritysjohto voi myös päättää jakaa vähemmän osinkoa. On kuitenkin hyvä huomata, että tämä ei ole mahdollista yrityksille, jotka eivät maksa osinkoa ollenkaan. (Brealy & Meyers 1991, 328, 446)

Korkotason nousu vaikuttaa yritysten investointeihin. Hankkeet, jotka olivat aiemmin kannattavia matalien korkojen aikana, voivat muuttua vähemmän houkutteleviksi korkeampien rahoituskustannusten myötä. Korkeammat rahoituskustannukset myös nostavat investointien tuottovaatimusta, mikä voi johtaa investointien lykkäämiseen tai perumiseen. Investointien vähentyminen voi siten hidastaa yrityksen tulevaa kasvua ja heikentää kilpailukykyä. (Kashyap ym. 1993, Banque de France 2024)

Lisääntyneet korkokulut heikentävät nettotulosta ja kassavirtaa. Korkeammat rahoituskulut ja heikentynyt kannattavuus voivat johtaa luottoluokituksen laskuun, mikä nostaa edelleen lainakustannuksia. Heikompi luottokelpoisuus voi vaikeuttaa uuden velkarahoituksen saamista tai heikentää sen ehtoja yhtiön näkökulmasta. Korkeammat korkomaksut voivat myös kiristää yhtiöiden likviditeettiä, erityisesti yhtiöissä, joissa on korkea velkaantumisaste. Korkeammat korot kasvattavat käteisen vaihtoehtoiskustannusta, sillä yhtiöllä on mahdollisuus sijoittaa rahansa lyhytaikaisiin joukkovelkakirjalainoihin. (Ysmaïlov, 2021, 11–12)

Kun yhtiöt uusivat velkarahoitustaan maturiteetin lähestyessä, korkeammat korot tarkoittavat, että lainanotto on kalliimpaa. Tätä tarkoittaa uudelleenrahoitusriski. Uudelleenrahoitusriskin realisoituessa yhtiö ei löydä osapuolta, joka on halukas lainaamaan jäljellä olevan velan arvoa vastaavaa summaa tai tarjoamaan vertailukelpoista korkoa ensimmäisen pääoman maturiteetin lähestyessä. Tämä voi johtua joko muutoksesta lainanottajan luottoluokituksessa tai muutoksista laajemmassa korkoympäristössä. (He & Xiong, 2012, 416–417)

Nämä tekijät rasittavat viimekädessä osakkeenomistajia, jotka kärsivät omistamiensa osakkeiden pienemmistä tuotoista. Kun yhtiöllä on vähemmän kassavirtaa ja vapaata pääomaa, se saattaa joutua leikkaamaan osinkoja tai vähentämään takaisinostoja. Myös heikentynyt luottoluokitus voi heikentää sijoittajien luottamusta yhtiöön. Nämä tekijät voivat vaikuttaa negatiivisesti yhtiön arvoon ja sitä kautta osakekurssiin.

### 3 Empiirinen osuus

#### 3.1 Yhtiöiden taustat ja nykyinen rahoituspolitiikka

Empiriaa varten haastateltiin kolmen suomalaisen pörssiyhtiön edustajia. Haastattelut toteutettiin 1.10., 2.10. ja 22.10. Yhtiöiden edustajille lähetettiin haastattelukysymyslomake, jotta heillä olisi aikaa tutustua kysymyksiin ja pohtia niihin vastauksia etukäteen. Haastattelut toteutettiin etänä haastateltavien pyynnöstä, ja ne kestivät 30–45 minuuttia. Käytän yhtiöistä nimiä A, B ja C. Yhtiö A toimii teollisuustuotteet ja -palvelut -sektorilla, B toimii kulutustuotteet sektorilla ja C toimii viestintäpalvelut sektorilla. A ja B yhtiön edustajat työskentelevät talousjohtajan roolissa. C yhtiötä edustivat sijoittajaviestintävastaava sekä controlleri.

Aloitetaan esittelemällä hieman yhtiöiden nykyistä rahoitusstrategiaa. Yhtiö A:n nykyinen rahoitusstrategia on ylläpitää 50 % nettovelkaantumisaseta-tavoitetta, tasapainottaen velan suhteen omaan pääomaan. Tämä konservatiivinen velkaantumisaseta heijastaa heidän mukaansa defensiivistä rahoitusstrategiaa. Yhtiön tavoite ei ole tuottaa voittoa rahoitustoiminnan kautta, vaan suojella konsernia taloudellisilta riskeiltä. Ylläpitämällä optimaalista rahoitusrakennetta yritys varmistaa, että se voi ottaa tarvittavia liiketoimintariskejä operatiivisessa toiminnassaan altistumatta liikaa rahoitusmarkkinoiden vaihteluille.

Heidän vuonna 2005 laadittu rahoituspolitiikkansa on suunniteltu pitkäaikaiseksi, mikä luo vakautta yhtiöön ja vähentää tarvetta jatkuville muutoksille. Yhtiön edustaja uskoo, että heidän toimintamallinsa on tyypillinen heidän toimialallansa. Hänen mukaansa korot aiheuttavat haasteita pääasiassa aggressiivisille yrityksille, jotka tavoittelevat nopeaa kasvua ja jotka saattavat olla voimakkaasti velkaantuneita. Sen sijaan he eivät kiinnitä juurikaan huomiota korkotasoon, vaan keskittyvät vahvan taseen ylläpitämiseen.

Yhtiö B on ollut nettovelaton jo useita vuosia, mikä on poikkeuksellinen tilanne. Heidän rahoituspolitiikkansa on suunniteltu varautumaan mahdollisiin riskeihin, vaikka velkaa ei olekaan. Keskeisessä asemassa ovat suojautumiseen liittyvät toimenpiteet, erityisesti valuutta- ja korkoriskien hallinta. Suojautumisstrategiat on määritelty hyvin tarkasti yrityksen politiikassa, mikä osoittaa heidän sitoutumisensa riskien minimoimiseen. Yrityksen vähäinen velkaantuminen johtuu siitä, että he ovat nettomääräisesti myyneet liiketoimintoja enemmän kuin ovat ostaneet. Lisäksi he ovat jakaneet suuria osinkoja omistajilleen. Huomionarvoista on, että korkotason muutokset eivät ole estäneet osinkojen maksua, mikä korostaa yrityksen vahvaa taloudellista asemaa ja kassavirran hallintaa. Yhtiön edustajan mukaan, he ennakoivat korkotason muutoksia tarkastelemalla markkinoiden näkemyksiä korko-

jen liikkeistä, jonka jälkeen he yhdistävät nämä tiedot yhtiön omaan näkemykseen korkotason muutoksista.

Yhtiö C:n rahoitusstrategian lähtökohtana on tarjota rahoitus ja likviditeetti ydinliiketoiminnan operaatioille mahdollisimman tehokkaasti. Tämä tarkoittaa kustannusten minimointia ja riskien hallintaa. Rahoitusta ei nähdä omana liiketoimintanaan, vaan se palvelee yrityksen ydintoimintoja. Yritys ei spekuloi tulevalla korkokehityksellä rahoituspäätöksissään, vaan keskittyy vakaaseen ja ennakoitavaan rahoitusrakenteeseen.

### **3.2 Korkotason muutoksen vaikutus yhtiöihin**

Yhtiöiden edustajien konsensus oli, että korkojen nopea nousu ei ole vaikuttanut liiketoimintaan merkittävästi. He myös korostivat, että korkotaso ei missään vaiheessa ollut erityisen korkea. Kuitenkin korkotason nopea nousu aiheutti haasteita niin ydinliiketoiminnan kuin rahoituksenkin osalta. Yhtiö A:n edustajan mukaan yhtiö keskittyy ylläpitämään vakavaraisuutta ja terveellistä velkaantumisasetta pitkällä aikavälillä sen sijaan, että reagoisi korkojen heilahteluihin. He eivät yritä ennakoida korkotason liikkeitä. Jos kuitenkin esiintyy epänormaalin korkeita korkopiikkejä, he voivat mukauttaa toimintaansa, kuten lykätä joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskua ja odottaa että olosuhteet ovat suotuisammat.

Yhtiö A käyttää johdannaisia, kuten valuuttatermiinejä, suojautuakseen taloudellisilta riskeiltä. He eivät ole käyttäneet korko-optioita tai futuureja, mutta heillä on ollut korkojohdannaisia käytössään. Yhtiön edustajan mukaan, perinteisesti heidän strategiansa on laskea liikkeeseen kiinteäkorkoisia lainoja, joiden nykyinen keskimääräinen korko on 1,5 %, mitä he pitävät suotuisana. Yhtiön edustaja kertoo, että he ovat onnistuneet tekemään rahoitusjärjestelyjä oikeaan aikaan, vaikka eivät olekaan yrittäneet ennakoida korkotasoa.

Yhtiö B:n edustajan mukaan korkotason nousu on vaikuttanut yritykseen lähinnä laskevan kysynnän kautta, kuitenkin vaikutus taseeseen jäi vähäiseksi. Vuonna 2022 yhtiön rahoituserät kohtasivat haasteita, kun heidän korkorahastosijoituksiensa arvo laski korkojen noustessa. Yhtiöllä on myös huomattavia käteisvaroja maksuliiketeileillä. Vaikka korkojen nousu laski rahastosijoitusten arvoa, nousseet tilikorkojen tuotot kompensoivat tätä. Yhtiöllä on noin 15 miljoonan euron leasing-vastuu uudesta tehtaastaan, mutta tämä on suojattu kiinteäkorkoisella forward start -rakenteella. Suojaus otettiin jo vuonna 2020, mutta se astui voimaan puolentoista vuoden kuluttua ja on edelleen voimassa erittäin matalalla kokonaiskorolla.

Yhtiön edustajan mukaan heidän toimialansa on hyvin herkkä korkotason muutoksille yhtiön valuuaation kautta. Korkeammat korot tekevät korkosijoituksista houkuttelevampia vaihtoehtoja, mikä laskee osakkeen arvoa. Tässä tilanteessa uusien osakkeiden liikkeeseenlasku ei ole yhtiön edustajan mukaan optimaalista, mikä tuo rahoituksen tuottamiseen tiettyjä rajoitteita. Huolimatta tästä, yrityksen vahva taseasema on houkutelut pankkeja tarjoamaan rahoitusta edullisin ehdoin, sekä sen luottoluokitus on pysynyt samana. Yhtiön edustajan mukaan, rahoituksen saanti on helppoa, vaikeampaa on löytää sopivaa investointi.

Yhtiö C:n edustajien mukaan velanhoitokustannukset ovat kasvaneet korkotason nousun myötä. Yhtiöllä on olemassa suojaustoimenpiteitä korkoriskin hallitsemiseksi, vaikkakaan koko lainakantaa ei ole suojattu. He eivät spekuloi korkotason muutoksilla, vaan pyrkivät hallitsemaan riskiä sopivalla suojaustasolla, joka on linjassa yhtiön rahoitusstrategian kanssa. Suojaukset toteutetaan johdannais-sopimuksilla, kuten koronvaihtosopimuksilla, joiden avulla tietty pääoma sidotaan kiinteään korkoon. Tällä hetkellä noin 50 % yrityksen lainakannasta on kiinteäkorkoista. Yhtiöllä on pitkän aikavälin tavoite korkoduraation suhteen, ja rahoitusosasto työskentelee pitääkseen duraation tietyn vaihteluvälin rajoissa.

### **3.3 Korkotason vaikutus investointeihin ja yrityskauppoihin**

Yhtiö A:n edustaja painotti, että he eivät pidä 3–4 % korkotasoa investointien esteenä. Jos tällaiset korot vaikuttaisivat merkittävästi investointipäätöksiin, se saattaa viitata ongelmiin yrityksen perustoiminnassa. Koska yhtiö A oli tehnyt merkittäviäkin yrityskauppoja, korkotason vaihteluilla oli ollut vaikutusta tältä osin. Yhtiö A:n edustajan mukaan yrityskaupoissa korkea korkotaso voi vaikuttaa pääomasijoitusyhtiöihin, jotka ovat riippuvaisia velkarahoituksesta, vähentäen potentiaalisten ostajien määrää. Toisaalta yritys voi hyödyntää korkeita korkoja hankkimalla heikon taseen omaavia yrityksiä, jotka kamppailevat korkeiden korkokulujen kanssa, edullisemmilla hinnoilla. Yhtiö A:n edustaja kuitenkin huomautti, että koska yrityskaupat vievät niin kauan aikaa, niiden ajoitusta on vaikea muuttaa, vaikka korkotaso muuttuisikin.

Yhtiö B:n merkittävin investointi viimeisen viiden vuoden aikana on ollut 50 miljoonan euron tuotantolaitos. Alun perin investointi oli tarkoitus rahoittaa kokonaan kassavirralla ja vapaalla pääomalla. Kuitenkin edullisen korkotason ja marginaalien vuoksi yhtiö päätti hyödyntää vieraan pääoman ehtoista rahoitusta. He ottivat 20 miljoonan euron leasing-rahoituksen, jonka kokonaiskorko oli hieman yli prosentin. Loput investoinnista katettiin kassavirralla ja vapaalla pääomalla. Korkotason nousu ei estänyt yhtäkään investointia tapahtumasta. Yhtiö B:n edustajan korostaa, että jos investointi ei ole kannattava 5,5 % korolla, sitä ei todennäköisesti kannata toteuttaa lainkaan. He tavoittelevat noin

10 % tuottoa investoinneilleen, mikä ylittää selvästi korkokustannukset. Edustajan mukaan tämä ajattelutapa osoittaa yhtiön pitkäjänteisen strategian ja investointien harkitun suunnittelun.

Yhtiö C on myös ollut aktiivinen yrityskaupoissa, mutta korkotason muutokset eivät ole merkittävästi vaikuttaneet heidän strategiaansa. Yhtiöiden arvostukset ovat tulleet alas, erityisesti vuonna 2021 vallinneen ylikuumentuneen markkinatilanteen jälkeen. Halvan rahan poistuminen markkinoilta on nähty positiivisena asiana teollisen sijoittajan näkökulmasta. Pääomasijoittajille korkojen nousu on tuonut lisää kustannuksia, mutta yhtiö ei ole joutunut muuttamaan strategiaansa tämän vuoksi. Yrityskaupat on voitu rahoittaa tulorahoituksella tai olemassa olevilla lainoilla, eikä uusia lainoja ole tarvinnut nostaa. Tämä ei ole ollut tietoinen päätös välttää lainanottoa, vaan enemmänkin seurausta siitä, että rahoitustarpeet on voitu kattaa olemassa olevin keinoin.

### **3.4 Yritysjohtajien tiivistelmä korkotason muutoksista**

Yritysjohtajien kokemukset niin kuin myös tiivistelmät korkotason muutoksista olivat hyvin samankaltaisia. He painottivat, että ylläpitämällä vahvaa tasetta ja konservatiivista rahoitusstrategiaa yhtiö voi vähentää tehokkaasti muuttuvien korkojen aiheuttamia riskejä. Heidän mukaansa välttämällä spekulointia ja keskittymällä ydinliiketoiminnan tukemiseen rahoituksen kautta, yhtiöt ovat pystyneet sopeutumaan korkotason muutoksiin ilman merkittäviä häiriöitä toiminnassaan. Yritysjohtajat korostivat myös aktiivisen suojautumisen merkitystä, pääosin käyttämällä kiinteäkorkoista vierasta pääomaa.

Yhtiö A:n edustajan mukaan kannattavissa ja terveellä rahoituksella varustetuissa yrityksissä rahoituskustannuksilla on vain vähäinen vaikutus yhtiön arvoon. Ylläpitämällä vahvaa tasetta ja konservatiivista rahoitusstrategiaa yhtiö vähentää tehokkaasti muuttuvien korkojen aiheuttamia riskejä. Tämä lähestymistapa mahdollistaa keskittymisen ydinliiketoimintaan ja tarvittavien riskien ottamisen ilman liiallista huolta rahoitusmarkkinoiden vaihteluista.

Yhtiö B:n edustaja korosti reaaliaikaisen markkina-analyysin merkitystä, ja sanoi tämän olleen tärkeää etenkin, kun korkotaso muuttui nopeasti. Hän painottaa uskollisuutta omaa riskiskenaariota ja rahoitusstrategiaa kohtaan. Hän myös kertoo pyrkivänsä välttämään hätäisiä toimia epävarmassa tilanteessa ja korostaa sijoitusallokaation merkitystä. Hänen mukaansa korkosuojauksen tärkeys korostuu erityisesti uudelleenrahoitustilanteissa. Hän suosittelee vähintään 50 % suojausta uutta velkää pääomaa otettaessa. Hänen mukaansa merkittävän korkojen nousun aikana ilman suojausta olemisen korkosykliä on epämiellyttävää ja riskialtista.

Yhtiö C:n edustajat korostavat harkitun rahoitusstrategian merkitystä taloudellisessa epävarmuudessa ja muuttuvissa markkinaolosuhteissa. Yhtiön tärkein oppi korkojen nopeasta vaihtelusta on ollut, ettei kannata spekuloida korkotason muutoksilla. Äkillinen muutos nolllakoroista neljään prosenttiin tapahtui nopeasti, mikä edelleen korostaa riskienhallinnan merkitystä rahoituspolitiikassa. Yhtiö aikoo jatkossakin keskittyä riskienhallintaan siten, että se pärjää riippumatta korkotason muutoksista. Korkojen nousu on kuitenkin tuonut yleistä varovaisuutta rahoitusstrategiaan. Korkosuojausten kestoja on mahdollisesti pidennetty, ja harkittuja riskejä otetaan edelleen osana normaalia yritystoimintaa.

## 4 Keskustelu tuloksista ja johtopäätökset

### 4.1 Keskustelu tuloksista

Teoriassa korkotason nousun odotetaan vähentävän investointeja, mutta haastateltujen yhtiöiden mukaan korkojen nousu ei merkittävästi vaikuttanut heidän investointipäätöksiinsä (Modigliani & Miller 1958, 660–661). Syitä tälle voidaan etsiä yritysten tavoittelemasta tuottotasosta, joka ylittää vieraan pääoman koron selvästi. Myös kiinteäkorkoinen velka, joka oli otettu korkojen ollessa matala, mahdollisti investointeja.

Haastattelujen perusteella yhtiöt A, B ja C harjoittavat konservatiivista rahoitusstrategiaa ja ylläpitävät vahvaa tasetta, mikä on suojannut heitä korkotason muutoksilta. Tämä pitkäjänteinen strategia on ex post osoittautunut yhtiöiden kannalta erittäin toimivaksi, jos sitä verrataan riskipitoisempaan strategiaan, joka hyödyntää vaihtuvakorkoista velkaa. Voidaan kuitenkin pohtia, miten hyvin tällainen pitkäaikainen strategia pystyy vastaamaan muutoksiin, joita ei ole strategiaa tehtäessä mietitty.

Koska tutkitut yritykset ovat pörssilistattuja, ne saavat osakseen enemmän tunnettuutta kuin yksityisessä omistuksessa olevat yhtiöt, mikä mahdollistaa helpomman pääsyn vieraaseen pääomaan. Yhtiöiden koko myös mahdollistaa laajemman riskienhallinnan, kuten johdannaisten käytön, kuin mikä olisi pienemmissä yrityksissä mahdollista. On siis todennäköistä, että ne eivät kohtaa samanlaisia haasteita rahoituksen hankinnassa kuin pienemmät yhtiöt. Tuloksia ei myöskään voida vielä kolmen yhtiön otannalla yleistää koskemaan korkotason nousun vaikutuksista muihin pörssilistattuihin yrityksiin.

### 4.2 Johtopäätökset

Kandidaatintutkielman perusteella voidaan tehdä muutama johtopäätös liittyen yhtiöiden vieraan pääoman hallintaan muuttuvassa korkoympäristössä. Tutkimus osoittaa, että yritykset, jotka ylläpitävät vahvaa tasetta ja noudattavat konservatiivista rahoitusstrategiaa, kykenevät tehokkaasti hallitsemaan korkotason muutoksiin liittyviä riskejä. Tällainen lähestymistapa vähentää tarvetta reagoida nopeasti korkomarkkinoiden vaihteluihin ja antaa yhtiöille mahdollisuuden keskittyä ydinliiketoimintaansa.

Proaktiivinen riskienhallinta korostuu erityisesti tilanteissa, joissa korkotaso muuttuu nopeasti. Yhtiöt käyttävät suojautumiskeinoja, kuten kiinteäkorkoista velkaa ja johdannaisia, minimoidakseen korkoriskin. On huomionarvoista, että nämä yritykset eivät spekuloi korkotason muutoksilla, vaan keskittyvät pitkäjänteiseen ja harkittuun riskienhallintaan. Tämä strategia mahdollistaa ennakoitavan rahoitusrakenteen ja vähentää korkotason vaihtelun vaikutuksia yhtiön liiketoimintaan.

Tutkimuksessa haastatellut yritysjohtajat kokivat, että korkojen nopea nousu ei ole merkittävästi vaikuttanut heidän ydinliiketoimintaansa. Heidän mukaansa korkotaso ei myöskään ole ollut niin korkea, että se muodostaisi esteen investoinneille tai yrityskaupoille. Tämä johtui osittain siitä, että heidän tuottovaatimuksensa investoinneille ovat selvästi korkeammat kuin korkokustannukset. Näin ollen korkotason vaikutus investointipäätöksiin jää vähäiseksi. Joissakin tapauksissa yhtiöt voivat jopa hyödyntää korkeaa korkotasoa. Esimerkiksi heikossa taloudellisessa asemassa olevien yritysten hankinta voi olla edullisempaa korkeiden korkojen aikana, kun potentiaalisten ostajien määrä vähenee ja myyjät ovat valmiita joustamaan hinnoissa.

Vaikka haastatellut yritysjohtajat työskentelevät eri toimialoilla, heidän lähestymistapansa korkoriskin hallintaan ja vieraan pääoman käyttöön ovat yllättävän samankaltaisia. Tämä viittaa siihen, että konservatiivinen rahoitusstrategia ja aktiivinen riskienhallinta ovat yleisesti tehokkaita keinoja hallita korkotason muutoksia yhtiön koosta tai toimialasta riippumatta. Luottoluokituksen ylläpitäminen on myös keskeistä korkoriskin hallinnassa. Vahva taloudellinen asema ja hyvä luottoluokitus helpottavat rahoituksen saatavuutta ja mahdollistavat edulliset lainaehdot, vaikka markkinakorot nousisivat. Tämä korostaa yhtiön taloudellisen terveyden merkitystä pitkän aikavälin menestykselle.

## 5 Yhteenveto

Kandidaatintutkielma käsittelee yhtiöiden vieraan pääoman hallintaa muuttuvassa korkoympäristössä, erityisesti tilanteessa, jossa Euroopan keskuspankin ohjauskorko on noussut äkillisesti. Tutkimuksen keskeisenä tavoitteena oli selvittää, miten korkojen nousu on vaikuttanut yrityksiin, miten ne ovat hallinneet korkoriskejä rahoitusstrategioissaan ja mitkä tekijät vaikuttavat vieraan pääoman käyttöön eri korkoympäristöissä.

Tutkimus koostui sekä kirjallisuuskatsauksesta että empiirisestä osuudesta, jossa haastateltiin kolmen suomalaisen yrityksen talousjohdon edustajia. Kirjallisuuskatsauksessa käsitellään omaa ja vierasta pääomaa sekä Euroopan keskuspankin ohjauskoron muutoksia viime vuosina. Lisäksi tarkastellaan nousevan korkotason vaikutuksia yrityksiin, kuten investointipäätöksiin, kassavirtaan ja luottoluokitukseen.

Empiirisessä osuudessa analysoin haastateltujen yhtiöiden rahoitusstrategioita ja sitä, miten korkotason muutokset ovat vaikuttaneet niiden toimintaan. Haastattelut paljastavat, että yhtiöt, jotka ylläpitävät vahvaa tasetta ja noudattavat konservatiivista rahoitusstrategiaa, kykenevät tehokkaasti hallitsemaan korkoriskejä. Ne eivät spekuloi korkotason muutoksilla, vaan keskittyvät pitkäjänteiseen riskienhallintaan ja käyttävät suojautumiskeinoja, kuten kiinteäkorkoista velkaa ja korkojohdannaisia. Huolimatta korkojen nopeasta noususta, yritykset eivät kokeneet merkittäviä häiriöitä ydinliiketoiminnassaan.

Tutkimus osoittaa myös, että toimialasta riippumatta yritysten lähestymistavat korkoriskien hallintaan ovat samankaltaisia. Tämä viittaa siihen, että konservatiivinen rahoitusstrategia ja aktiivinen riskienhallinta ovat yleisesti tehokkaita keinoja hallita korkotason muutoksia. Vahva taloudellinen asema ja hyvä luottoluokitus helpottavat rahoituksen saatavuutta ja mahdollistavat edulliset lainaehdot, vaikka markkinakorot nousisivat.

Tutkielma tarjoaa yhdistelmän aiempaa tutkimusta ja empiiristä tietoa vieraan pääoman hallinnasta muuttuvassa korkoympäristössä. Se valaisee, miten yritykset käytännössä soveltavat riskienhallintastrategioita ja reagoivat korkotason muutoksiin. Näin ollen tutkimus voi toimia hyödyllisenä viitekehystenä muille yrityksille ja tutkijoille.

## Lähteet

- Banque de France (2024) Interest Rate Uncertainty and Firm Decisions, tammikuu. <<https://www.banquefrance.fr/en/publications-and-statistics/publications/interest-rate-uncertainty-and-firm-decisions>>, haettu 15.11.2024.
- Bernanke, Ben S. – Gertler, Mark (1995) Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission *The Journal of economic perspectives*, Vol. 9 (4), 27–48.
- Bond, Stephen – Meghir, Costas (1994) Financial Constraints and Company Investment *Fiscal studies* Vol. 15 (2), 1–18.
- Brealey, Richard A. – Myers, Stewart C. (1991) *Principles of corporate finance* McGraw-Hill, New York.
- He, Zhiguo – Xiong, Wei (2012) Rollover Risk and Credit Risk *The Journal of finance* Vol. 67 (2), 391–430.
- Kashyap, Anil K – Stein, Jeremy C. – Wilcox, David W. (1993) Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance *The American economic review*, Vol. 83 (1), 78–98.
- Modigliani, Franco – Miller, Merton H. (1959) The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Reply *The American economic review* Vol. 49 (4), 655–669.
- Modigliani, Franco – Miller, Merton H. (1963) Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction *The American economic review* Vol. 53 (3), 433–443.
- Ross, Stephen A. – Westerfield, Randolph (1988) *Corporate finance* Times Mirror/Mosby College Publishing, St. Louis.
- Suomen Pankki 20.03.2020 Euroopan keskuspankin rahapolitiikka ja sen valmistelu vuonna 2019. <<https://vuosikertomus.suomenpankki.fi/2019/toimintakertomus/-rahapolitiikka/euroopan-keskuspankin-rahapolitiikka-ja-sen-valmistelu-vuonna-2019/>>, haettu 13.11.2024.
- Suomen Pankki 26.03.2021. Euroopan keskuspankin rahapolitiikka ja sen valmistelu vuonna 2020. <<https://vuosikertomus.suomenpankki.fi/2020/toimintakertomus/-rahapolitiikka/euroopan-keskuspankin-rahapolitiikka-ja-sen-valmistelu-vuonna-2020/>>, haettu 13.11.2024.
- Suomen Pankki 24.03.2023. Vuonna 2022 rahapolitiikan toimeenpanon epätavanomaisia toimia alettiin purkaa. <<https://vuosikertomus.suomenpankki.fi/2022/toimintakertomus/-rahapolitiikka/vuonna-2022-rahapolitiikan-toimeenpanon-epatavanomaisia-toimia-alettiin-purkaa/>>, haettu 13.11.2024.
- Suomen Pankki 22.03.2024. Rahapolitiikka vuonna 2023. <<https://vuosikertomus.suomenpankki.fi/2023/toimintakertomus/rahapolitiikka/>>, haettu 13.11.2024.

Ysmailov, Bektemir (2021) Interest rates, cash and short-term investments *Journal of banking & finance*, Vol. 132, 1–14.