



**TURUN
YLIOPISTO**
Kauppakorkeakoulu

Velkakovenanttien rooli osingonmaksun rajoittamisessa

Laskentatoimi ja rahoitus,
Laskentatoimen ja rahoituksen laitos
Kandidaatintutkielma

Laatija:
Tommi Haapanen

Ohjaaja:
Väitöskirjatutkija Anu Ikonen-Kullberg

16.5.2026
Pori

Opiskelijan lausunto tekoälyn käytöstä tähän tutkielmaan liittyen:

☐ **En ole käyttänyt tekoälyä hyödyntäviä työkaluja** tätä tutkielmaa kirjoittaessani.

☒ **Olen käyttänyt tekoälyä hyödyntäviä työkaluja** tätä tutkielmaa kirjoittaessani. Tämä käyttö on dokumentoitu tutkielman liitteessä. Vakuutan, että tekoälyä käytettiin yliopiston ohjeistuksen mukaisella tavalla.

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

Kandidaatintutkielma

Oppiaine: Laskentatoimi ja Rahoitus

Tekijä: Tommi Haapanen

Otsikko: Velkakovenanttien rooli osingonmaksun rajoittamisessa

Ohjaaja: Väitöskirjatutkija Anu Ikonen-Kullberg

Sivumäärä: 35 sivua (+ liitteet 1 sivua)

Päivämäärä: 16.5.2026

Tiivistelmä

Tässä tutkielmassa tarkastellaan velkakovenanttien merkitystä ja käyttöä lainojen riskien hallinnassa agenttiteorian viitekehyksessä. Tarkoituksena on selvittää kirjallisuuskatsauksen metodologisin keinoin, millainen rooli velkakovenanteilla on yrityksen osingonmaksun säätelemisessä ja kuinka tämä vaikuttaa velkojan ja osakkeenomistajan välisen intressiristiriidan agenttikustannuksiin.

Kovenantit ovat tärkeä työkalu velkojille lainojen riskien hallinnassa ja niiden tärkeys korostuu nykyisessä maailmantilanteessa, jossa korkea taloudellinen epävarmuus on keskeisenä teimana niin kansainvälisillä markkinoilla kuin myös Suomessa. Kovenanttien ja agenttiteorian kirjallisuuden mittavan laajuuden takia aiheisto rajattiin teorioita selittäviin klassikkoteoksiin ja suppeampiin tarkasteltavia kovenanteja koskeviin tieteellisiin artikkeleihin.

Tutkielman perusteella osingonjakoa voidaan erityisesti kontrolloida varojen jakoa rajoittavilla kovenanteilla. Nämä kovenantit säätelevät osinkoja ja muita varojen jakotapoja asettamalla niille rajoja, määrittelemällä niille ehtoja ja sitomalla niitä muihin kovenantteihin ja taloudellisiin testeihin. Kovenanttien mekanismien kautta pystytään esimerkiksi kontrolloimaan velkojille haitallista varojen ulosvetoa, lieventämään agenttikustannuksia ja parantamaan velkojien asemaa. Tutkielman perusteella kovenanttien käyttö voi samalla kuitenkin heikentää yrityksen joustavuutta, aiheuttaa kustannuksia ja joskus johtaa tehottomiin tilanteisiin.

Tutkielman tärkeimpänä johtopäätöksenä voidaan todeta, että kovenanttien ei ole tarkoitus estää agenttiongelmia tai siihen liittyviä agenttikustannuksia kokonaan, vaan minimoida niitä samalla mahdollistaen velkasuhteen toimivuuden.

Avainsanat: Velkakovenantit, kovenantit, agenttiteoria, agenttikustannukset, osingonmaksu, osinko, velkasopimukset, restricted payment covenant

SISÄLLYS

1	Johdanto	6
1.1	Aihealueen esittely	6
1.2	Tutkielman tavoite, rajaukset ja tutkimusongelmat	7
1.3	Tutkimusote ja metodologia	8
1.4	Lähdeaineisto	9
1.5	Tutkielman jäsentely	9
2	Kovenantit ja Agenttiteoria	11
2.1	Kappaleen merkitys	11
2.2	Agenttiteorian määrittely	12
2.3	Kovenanttien määrittely	15
3	Tutkimusongelmiin soveltuvien kovenanttien selvitys	18
3.1	Kovenanttien merkitys velan agenttikustannusten hillitsemisessä	18
3.2	Kovenanttien erittely	19
3.3	Tutkimusongelmiin soveltuvat kovenantit	21
4	Kuinka kovenantit toimivat	23
4.1	Kovenanttien toimintamekanismit	23
4.2	Kovenanttien rikkomisen vaikutukset	24
5	Kovenanttien käytön hyödyt ja haitat	26
5.1	Hyötyjen ja haittojen mekaniikka	26
5.2	Kirjallisuudessa mainitut hyödyt	26
5.3	Kirjallisuudessa mainitut haitat	27
6	Yhteenveto ja johtopäätökset	30
6.1	Vastaus tutkimuskysymyksiin ja johtopäätökset	30
6.2	Jatkotutkimuksen tarve	32
7	Lähteet	33
	Liitteet	36

1 Johdanto

1.1 Aihealueen esittely

” There is a continued disconnect between high levels of economic uncertainty and stretched market valuations as equity indices reach record highs, while corporate bond spreads are compressed. A negative development in the outlook for US technology and artificial intelligent related companies could lead to a market correction.”. (Central Bank of Ireland 17.11.2025.)

Tämä tutkielma tarkastelee velkakovenanttien merkitystä ja käyttöä lainojen riskien hallinnassa. Rahoitusmarkkinoiden toimijat ymmärtävät, että osakkeenomistajat tulevat tekemään heidän omaa etuaan ajavia päätöksiä lainan saannin jälkeen. Osakkeenomistajien etua ajavat päätökset eivät välttämättä kuitenkaan ole linjassa velkojien etujen kanssa, mikä kasvattaa velkojien riskiä. Velkojat tiedostavat tämän velkojien ja osakkeenomistajien välisestä ristiriidasta syntyvän riskin ja se huomioi-daankin velkakirjojen hinnoittelussa. (Smith & Warner 1979, 119.) Velkakirjojen hinnoitteluun vaikuttavat kuitenkin muutkin riskit kuin osakkeenomistajien edun perässä tehdyt päätökset. Bali ym, selvittivät tutkimuksessaan yleisen makrotaloudellisen epävarmuuden vaikuttavan yrityslainojen hintoihin. Heidän mukaansa tuottovaatimus on keskimäärin korkeampi velkakirjoissa, jotka ovat herkempiä epävarmuudelle. (Bali ym. 2021, 1676–1677.) Voidaan siis todeta, että velkojat pyrkivät kompensoimaan ottamaansa riskiä velkakirjojen hinnoittelun avulla.

Irlannin keskuspankin lehdistötiedotteessa pankin kuvernööri Gabriel Makhlouf toteaa, että korkeasta taloudellisesta epävarmuudesta huolimatta yrityslainojen riskilisät ovat puristuneet (Central Bank of Ireland 2025). Tämä kuvernöörin puhe havainnollistaa, että velkojat eivät hallinnoi ja huomioi lainoihin liittyvää riskiä pelkästään hinnoittelun kautta, vaan myös käyttäen erilaisia instrumentteja. Smith ja Warner kertovat, että velkakovenantit laskevat osakkeenomistajien ja velkojien välisestä intressiristiriidasta syntyviä agenttikustannuksia. Heidän mukaansa kovenantit ovat velkasopimukseen kirjattavia rajoituksia, joilla voidaan vähentää riskiä kontrolloimalla näitä intressiristi-riitaan liittyviä agenttikustannuksia. (Smith & Warner 1979, 152–153.) Tämänhetkinen kansainvälinen korkea taloudellinen epävarmuus lisää lainasopimusten riskienhallinnan merkittävyyttä ja

samalla tuo esille kovenanttien merkityksen olennaisena osana tätä taloudellista kokonaisuutta. Tutkielma luo lukijalle peruskäsityksen aiheesta ja nostaa esille kovenanttien käytön hyödyt, haitat ja mekanismit siten, että myös aihealueesta tietämätön henkilö voi sisäistää asian.

1.2 Tutkielman tavoite, rajaukset ja tutkimusongelmat

Tutkielman tavoitteena on tutkia millainen on velkakovenanttien rooli yrityksen osingonmaksun säätelemisessä ja kuinka tämän prosessin kautta voidaan vaikuttaa velkojen ja osakkeenomistajien välillä olevaan intressiristiriitaan ja siihen keskeisesti liittyviin agenttikustannuksiin. Tutkielman tavoitteen kautta muodostetaan tutkielman etenemisen kannalta kriittiset tutkimusongelmat. Tutkimusongelmien tarkoitus on ohjata tutkielmaa ja huolehtia siitä, että se tuottaa vastaukset asetettuun tavoitteeseen.

Tutkielman päättutkimusongelma on:

Mikä on velkakovenanttien rooli yrityksen osingonmaksun säätelemisessä ja kuinka tällä voidaan vaikuttaa velkoja-osakkeenomistaja-intressiristiriidan agenttikustannuksiin?

Tutkielman päättutkimusongelman lisäksi muodostetaan siihen vastaamisen kannalta olennaisia alatutkimusongelmia, jotka johdattelevat tutkielmaa oikeaan suuntaan. Alatutkimusongelmia on yhteensä kolme kappaletta.

Ensimmäinen alatutkimusongelma on:

Mitkä ovat yleisimmin osingonmaksun rajoittamiseen käytettyjä kovenanteja?

Toinen alatutkimusongelma on:

Millaisia ovat yleisimmin osingonmaksun rajoittamiseen käytettävien kovenanttien toimintamekanismit?

Kolmas alatutkimusongelma on:

Millaisia hyötyjä ja haittoja kirjallisuudessa liitetään osingonmaksua rajoittaviin kovenantteihin?

Agenttiteoria on kokonaisuudessaan varsin laaja käsite ja se sisältää velkoja-osakkeenomistaja-konfliktin lisäksi esimerkiksi yrityksen johto-osakkeenomistaja-konfliktin. Tässä tutkielmassa asioita tutkitaan ainoastaan velkoja-osakkeenomistaja-konfliktin kautta. Tutkimuksen tarkoitus on olla

laajasti sovellettavissa ja siksi se, mihin kovenantteihin keskitytään, rajataan tarkasti. Smith & Warner kertovat, että joidenkin asioiden rajoittaminen kovenanteilla voi olla monitoroinnin kannalta huomattavasti kalliimpaa kuin toisten. Esimerkiksi tuotannon rajoittaminen voi olla kallista ja monimutkaista. Osinkopolitiikkaa taas on helpompi ja halvempi monitoroida, koska se on helpommin mitattavissa ja tavat joilla osakkeenomistaja voi vahingoittaa velkojia ovat selkeitä ja helposti havaittavia. (Smith & Warner 1979, 153.) Osittain tämän takia ja koska osingonjako on yleinen toimintatapa, sekä siihen liittyvät kovenantit ovat yleisesti sovellettavissa, keskitytään tässä tutkielmassa pääosin osingonjakoa rajoittaviin kovenantteihin.

1.3 Tutkimusote ja metodologia

Metodologialla tarkoitetaan sekä tutkimuksen taustalla olevaa tiedettä että siihen liittyvää filosofiaa. Tutkimusmetodeilla taas tarkoitetaan erilaisia tapoja toteuttaa tutkimusta (Adams ym. 2014, 17). On oleellista löytää tutkielmaan soveltuva tutkimusote, jonka kautta voidaan hahmottaa käytettävät metodit. Yrityksen taloustieteen tutkimusotteet voidaan jäsentellä neljään eri luokkaan. Käsiteanalyttisiin tutkimusotteisiin, nomoteettisiin tutkimusotteisiin, päätöksentekometodologisiin tutkimusotteisiin ja toiminta-analyttisiin tutkimusotteisiin. (Neilimo & Näsi 1987, 31.) Tässä tutkielmassa käytetään käsiteanalyttistä tutkimusotetta, sillä se ei ole empiirinen tutkimusote ja sitä voidaan käyttää itsenäisenä tutkimusotteena tutkielmassa, jossa ei ole ollenkaan empiriaa (Puusa 2008, 36). Empiriällä tarkoitetaan tutkimusta, joka perustuu todellisen maailman asioihin, jotka voidaan todentaa esimerkiksi havainnoinnin avulla (Adams ym. 2014, 21). Tässä tutkielmassa ei esiinny empiriaa, esimerkiksi laskuja tai kyselytutkimuksia, vaan se perustuu täysin teoriaan. Teorialla tarkoitetaan yksinkertaistettuna abstrakteja tai täysin analyttisiä ideoita, määritelmiä ja väittämiä (Adams ym. 2014, 21). Puusa kertoo hänen esittelemänsä Wilsonin mallin mukaisen käsiteanalyysin sopivan hyvin esimerkiksi abstraktien käsitteiden määrittelemiseen (Puusa 2008, 36). Tämä sopii todella hyvin tutkielman aiheeseen, sillä monet käsiteltävät aiheoryhmät kuten agenttiteoria ja kovenantit ovat hyvin laajoja ja jokseenkin abstrakteja aihealueita.

Kirjallisuuskatsauksella tarkoitetaan tutkimustapaa, jossa pyritään tiivistämään olennaista olemassa olevaa tietoa ja tehdään keskeisiä johtopäätöksiä johonkin ennalta määritellyyn tutkintaongelmaan. Vilka kertoo, että kuten myös tässä tutkielmassa, ideana kirjallisuuskatsauksessa on jo olemassa olevan tiedon on tunnistus, yhdistely, arviointi ja tulkitseminen. Näiden prosessien kautta tutkimuksella pyritään luomaan tarkastellusta aiheesta synteesi, eli kriittisesti tarkasteltu kokonaiskuva. (Vilka 2023, 8.) Koska tutkielma käytännössä pääpiirtein noudattaa kirjallisuuskatsauksen kanssa

samaa mallia, voidaan tutkielman todeta olevan kirjallisuuskatsaus, jossa hyödynnetään käsiteanalyysia.

1.4 Lähdeaineisto

Tutkielman lähdeaineisto perustuu pääosin käsiteltyihin aiheisiin liittyviin klassisiin teoksiin ja vertaisarvioituihin tieteellisiin artikkeleihin. Kirjoja käytetään pääosin vakiintuneiden määritelmien selvittämiseen tutkielman alkuvaiheessa. Tutkielman loppupuolen johtopäätöksissä ja analyyseissä käytetään aineistona pääosin tieteellisiä artikkeleita, jotka käsittelevät tutkielman kannalta oleellisia aihealueita, esimerkiksi agenttikustannuksia ja velkakovenanttien mekanismeja. Tutkielmaan lähteitä valittaessa on painotettu niiden tieteellisyyttä ja tutkielmakohtaista relevanssia. Ensisijaisesti lähteitä on pyritty valitsemaan Turun yliopiston Volter-tietokannasta.

1.5 Tutkielman jäsentely

Tämän tutkielman yhtenä tavoitteena on tuoda esille vastauksia tutkimusongelmien kysymyksiin selkeällä ja järjestelmällisellä tavalla. Selkeyden kannalta on olennaista, että tutkielma noudattaa loogista rakennetta johdattaen lukijan eri alatutkimusongelmien kautta kohti vastausta pää tutkimusongelmaan. Tästä syystä tutkielman rakenne muodostuu tutkimusongelmien ympärille loogisessa järjestyksessä.

Tutkielma alkaa johdannolla, jossa esitellään aihepiiri ja tutkielman motivaatio. Tämän jälkeen käydään läpi tutkielman tavoitteet, tutkimusongelmat ja rajaukset. Lopuksi johdanto käsittelee metodologiaa tutkielman kannalta ja mainitsee mahdollisista tutkielmaan liittyvistä ongelmista.

Toinen kappale käsittelee kovenantteja ja tutkielman kannalta välttämättömiä aihepiirejä. Kappale alkaa näiden aihealueiden merkityksen avaamisella tutkimusongelman kannalta. Sen jälkeen kappale siirtyy kovenanttien ja agenttiteorian yksityiskohtaiseen määrittelyyn.

Kolmas kappale erittelee ja esittelee erilaiset kovenantit yleisellä tasolla samalla avaten lukijalle kovenanttien yleistä merkitystä velan agenttikustannusten hillitsemiseen liittyen. Kun lukija pystyy hahmottamaan kovenantit kokonaisuutena siirtyy kappale tutkimusongelmien kannalta soveltuvien kovenanttien selvittämiseen.

Neljäs kappale keskittyy täysin kovenanttien toimintaan. Kappaleessa käydään aluksi läpi minkälaisten mekanismien kautta valituilla kovenanteilla voidaan vaikuttaa tutkimusongelmaan. Tämän

jälkeen kappale lopetetaan käymällä läpi erilaisia kovenanttien rikkomisesta syntyviä vaikutuksia ja seurauksia.

Viides kappale perustuu valittujen kovenanttien hyötyjen ja haittojen kartoittamiseen. Ensin kappaleessa avataan kovenanttien hyötyihin ja haittoihin liittyvää mekaniikkaa. Tämän jälkeen käydään läpi valittujen kovenanttien käytöstä kirjallisuudessa mainitut hyödyt ja haitat.

Kuudes ja viimeinen kappale toimii yhteenvetona ja tuo esille tehdyt johtopäätökset. Ensimmäiseksi käydään läpi vastaus kaikkiin tutkimusongelmiin samalla luoden luontevasti niihin perustuvat tutkielman johtopäätökset. Tämän jälkeen arvioidaan mahdollista jatkotutkimuksen tarvetta.

Tutkielman rakenne on tehty siten, että ensimmäiset kappaleet pyrkivät luomaan lukijalle tutkielman ymmärtämisen kannalta oleellisen ymmärryksen aiheesta. Kolmas kappale pyrkii antamaan vastauksia ensimmäiseen alatutkimusongelmaan. Neljäs kappale pyrkii vastaamaan toiseen alatutkimusongelmaan. Viides kappale käsittelee kolmatta alatutkimusongelmaa. Jokainen kappale rakentaa sisältönsä loogisesti aiempien kappaleiden päälle edeten systemaattisesti seitsemänteen kappaleeseen, missä pyritään antamaan vastaus tutkielman päätutkimusongelmaan. Näiden kappaleiden välisten vaikutussuhteiden takia tutkielman etenemistä voidaan pitää johdonmukaisena.

2 Kovenantit ja Agenttiteoria

2.1 Kappaleen merkitys

Tämän tutkielman on tarkoitus tarkastella kovenantteja agenttiteorian viitekehyksessä. Agenttiteoria ja kovenantit ovat tämän kautta tutkielman aiheen ja tutkimusongelmien kannalta hyvin keskeisiä teemoja. William W. Bratton (2016, 461) kertoo artikkelissaan, että kovenantteja on olemassa useita erilaisia. Hän mainitsee rajoittavat kovenantit, myönteiset kovenantit ja taloudelliset kovenantit sekä kertoo tällaisia liiketoimintaan liittyviä kovenantteja sisältyvän laina- ja joukkovelkakirjasopimuksiin. Bratton (2016, 475) selventää lisäksi, että kovenanttien esiintyvyys erilaisissa tilanteissa ja sopimuksissa saattaa vaihdella paljon. Merkittävimmiksi esiintyvyyteen liittyviksi tekijöiksi hän määrittelee kaksi asiaa. Hän kertoo velallisen luottokelpoisuuden vaikuttavan kovenanttien esiintyvyyteen siten, että usein luottoluokituksen yläpäässä niiden esiintyvyys on matalaa ja vastaavasti alaspäin liikuttaessa niiden esiintyvyys tyypillisesti kasvaa. Toiseksi tekijäksi hän mainitsee pitkäaikaislainojen markkinasegmenttien eroavaisuudet. Yksityisellä sektorilla yleinen suhteisiin perustuva lainananto ja intressi ylläpitää mainetta, tuovat mukanaan usein kovenantteja. Kovenanttien käyttö taas on vähäisempää julkisella sektorilla, jossa ehtojen uudelleenneuvottelu on hankalampaa. (Bratton 2016, 475.) Edellä mainitun perusteella voidaan todeta, että kovenantteja on useita erilaisia ja niihin liittyy kontekstiin sidonnaisuutta.

Kathleen M. Eisenhardt (1989, 57) kertoo agenttiteorian olevan tärkeä, mutta edelleen hyvin kiistanalainen teoria. Hänen mukaansa agenttiteoriaa on käytetty hyvinkin laajasti eri tieteenaloilla, esimerkiksi taloustieteessä, markkinoinnissa, rahoituksessa, valtiotieteissä, sosiologiassa ja organisatiokäyttäytymisessä. Tämän voidaan osaltaan katsoa selittävän, että agenttiteoriaa voidaan tarkastella monesta eri perspektiivistä. Eisenhardt (1989, 58) mainitsee agenttiteorian olevan käytettävissä monenlaisissa tilanteissa makrotason ongelmista, kuten sääntelypolitiikasta, aina valehtelun tapaisiin mikrotason ilmiöihin. Tämä kuvaa hyvin sitä, että myös esimerkiksi eri tieteenalojen sisällä agenttiteorian voidaan katsoa olevan varsin laaja ilmiö.

Agenttiteoria voidaan jakaa kahteen eri pääryhmään, positivistiseen agenttiteoriaan ja päämies-agenttiteoriaan. Positivistinen agenttiteoria on keskittynyt lähes täysin julkisten suuryritysten omistajien ja johdon välillä olevaan päämies-agenttiongelmaan. Päämies-agenttiteoria taas on

huomattavasti matemaattisempi suuntaus ja se on keskittynyt kaikenlaisiin agenttisuhteisiin sovellettavissa olevaan yleisteoriaan. (Eisenhardt 1989, 59-60.) Eisenhardt (1989, 60) mainitsee lisäksi, että nämä kaksi toisistaan erilaista suuntautumista oikeasti täydentävät toisiaan. Hän kertoo, että useiden erilaisten sopimusvaihtoehtojen tunnistukseen voidaan käyttää positivistista agenttiteoriaa. Päämies-agenttiteoriaa taas voidaan käyttää niiden tehokkuuden arviointiin monenlaisia eri muuttujia huomioitaessa. Tämä teorian kahtiajako on hyvä esimerkki syystä, miksi aihealueiden läpikäynti on tärkeää, jotta tutkielmassa voidaan käyttää mahdollisimman tarkkoja termejä ja välttää turhia sekaannuksia.

Snyder (2019, 335) käsittelee artikkelissaan hyviä keinoja laajojen aihealueiden ymmärtämiseen. Hän kertoo että, aiheen kehityksen tarkastelu ja siinä mahdollisesti oleellisten tutkimusperinteiden tunnistaminen ja ymmärtäminen auttaa hahmottamaan monimutkaisia osa-alueita. Koska molempien teemojen agenttiteorian ja kovenanttien voidaan katsoa olevan varsin laajoja ja moniulotteisia. Voidaan katsoa olennaiseksi tarkastella aiheiden taustalla olevia käsitteitä ja lähtökohtia ennen varsinaisen tutkimuksen aloittamista. Taustojen kartoittaminen helpottaa aihealueiden ja niiden rajausten hahmottamista ja tulkintaa.

2.2 Agenttiteorian määrittely

Agenttiteorian alkuaskeleiden voidaan katsoa alkaneen jossain 1960-luvun ja 1970-luvun alun paikkeilla. Näihin aikoihin tehtiin kirjallisuutta, jossa ekonomistit halusivat tutkia riskin jakamista ja siihen liittyviä ristiriitoja. Ajan kirjallisuus käsitteli pääosin eri tahojen riskikäsityksen eroavaisuuksista aiheutuvia ongelmia, mutta kirjallisuuteen syntyi tänä aikana uusi teoriaa laajentava näkökulma, kun agenttiteorian kautta kirjallisuudessa alettiin käsitellä niin sanottua agenttiongelmia. (Eisenhardt 1989, 58.) Berle ja Means (1930, 58) kertovat vuonna 1930 julkaistussa artikkelissaan, että artikkelin tekohetkellä yrityksen johdon ja osakkeenomistajien voidaan katsoa olevan varsin eriytyneitä. He kertovat, että toisin kuin aiempina aikoina tilanne, jossa osakkeenomistajilla olisi suoraan vaikutusvaltaa yrityksen johtoon, ei pidä enää paikkaansa. Berle ja Means (1930, 58) tuovat myös esille, että näiden toisistaan eriytyneiden tahojen keskeiset intressit ovat usein täysin vastakkaiset. Heidän artikkelinsa osoittaa, että vaikka agenttiteorian historian voidaan katsoa virallisesti alkaneen 1960-luvun jälkeen, on selvää, että agenttiteorian käsittelemät agenttiongelmien ovat olleet olemassa pidempään ja ne on tunnettu jo paljon ennen tätä.

Agenttiteorian ydin perustuu agenttisuhteeseen, jossa päämies antaa töitä tehtäväksi jollekin toiselle taholle, jota kutsutaan tämän päämiehen agentiksi. Agenttiteoriassa tätä agenttisuhdetta pyritään kuvaamaan eräänlaisena sopimuksena. (Eisenhardt 1989, 58.) Agenttiteorian voidaan katsoa keskittyvän kahden eri ongelman ratkaisemiseen, jotka molemmat liittyvät agenttisuhteisiin. Ensimmäinen ongelma syntyy tilanteesta, jossa päämiehen ja hänen palkkaamansa agentin välille syntyy intressiristiriita. Päämiehen ja agentin intressit ja tavoitteet voivat erota runsaasti toisistaan ja päämiehen halutessa varmistaa mitä agentti tekee, voi tämän toiminnan seuranta olla vaikeaa tai mahdollisesti kallista. Käytännössä ongelma perustuu siihen, että päämies ei voi olla täysin varma toimiiko agentti halutulla tavalla. (Eisenhardt 1989, 58.) Eisenhardt (1989, 58) kuvailee toisen ongelman perustuvan agentin ja päämiehen eriäviin käsityksiin riskistä. Hän kertoo, että päämies ja agentti käytännössä jakavat riskiä, mutta heillä saattaa olla täysin erilaiset käsitykset ja asenteet sitä kohtaan. Tämä eroavaisuus voi johtaa päämiehen ja agentin tekemään erilaisia päätöksiä omien käsitystensä mukaan.

Eisenhardt (1989, 59) kertoo, että agenttiteoria on aikojen saatossa kehittynyt kahta eri polkua pitkin. Vaikka molemmat suuntaukset ovat toisistaan keskeisesti poikkeavia, on niiden molempien analyysin keskiössä päämiehen ja agentin välinen sopimus. Eisenhardt (1989, 58) kertookin agenttiteorian keskittyvän analyysissa erityisesti mahdollisimman tehokkaan päämiehen ja agentin välisen sopimuksen löytämiseen. Eisenhardt (1989, 59) kertoo suuntauksien olevan myös samalla linjalla useiden niiden tekemien oletusten suhteen, esimerkiksi organisaatioihin ja ihmisiin liittyen. Sen sijaan hän kertoo niiden eroavan pääosin tyylin ja matemaattisen painotuksen kautta.

Agenttiteoriassa voidaan pyrkiä keskittymään varta vasten siihen, minkälaisissa tilanteissa päämiehellä ja agentilla voisi todennäköisesti olla toisistaan eroavat tavoitteet ja niiden vuoksi intressiristiriita. Tämän jälkeen voidaan pyrkiä selvittämään minkälaiden hallintomekanismien avulla kyseisissä tilanteissa pystyttäisiin rajoittamaan agentin toimintaa, jonka takana on oman edun ajaminen. Tätä agenttiteorian suuntausta kutsutaan positivistiseksi agenttiteoriaksi. (Eisenhardt 1989, 59.) Positivistinen agenttiteoria on keskittynyt erityisesti agenttiongelman ratkaisemiseen juuri hallintomekanismien keinoin. Yksi perinteisesti suosittu ajatus positivistisen agenttiteorian puolella on, että sopimukset jotka perustuvat lopputulokseen, ovat erityisen tehokkaita agenttiin liittyvän opportunistin vähentämiseen. Ajatuksen ideana on luoda tilanne, jossa sekä agentin, että päämiehen palkkiot vaativat samanlaisia toimia, minkä pitäisi vähentää intressiristiriitaa. (Eisenhardt 1989, 59-60.) Eisenhardt (1989, 60) kertoo myös ajatuksen siitä, että mikäli päämies pystyy informaation avulla varmistamaan toimiiko agentti päämiehen edun mukaisesti, on agentin opportunistinen toiminta

epätodennäköisempää. Hän selittää tämän kautta positivistisen agenttiteorian suosivan informaatijärjestelmien käyttöä päämiehen erehdyttämisen estämiseksi.

Toinen agenttiteorian suuntaus pohjaa huomattavasti positivistista agenttiteoriaa voimakkaammin matematiikkaan. Tätä suuntausta kutsutaan päämies-agenttiteoriaksi. Toisin kuin positivistisessa agenttiteoriassa, jossa on keskitytty pääosin suurten organisaatioiden johdon ja omistajien välille syntyviin päämies-agentti suhteisiin, on päämies-agenttiteorian suuntauksessa keskitytty enemmän yleiseen päämies-agentti suhdetta kuvaavaan teoriaan. Tämä yleinen teoria mahdollistaa sen soveltamisen useisiin agenttisuhteisiin, esimerkiksi lakimiesten ja asiakkaiden tai ostajien ja toimittajien välillä. (Eisenhardt 1989, 59-60.) Eisenhardt (1989, 60) kertoo päämies-agenttiteorian muistuttavan huomattavasti positivistista agenttiteoriaa enemmän akateemista teoriaa. Hän kertoo oletusten olevan tarkasti määriteltyjä, joiden pohjalta luodut loogiset päätelmät perustellaan matemaattisesti.

Tämän tutkielman kannalta ehkä olennaisin osuus agenttiteoriasta käsittelee velkojan ja osakkeenomistajan välistä intressiristiriitaa. Jensen ja Meckling (1976, 334) selittävät velkojan ja osakkeenomistajan välisen intressiristiriidan loistavasti seuraavan yksinkertaisen esimerkin avulla. Kuvitellaan yritys, jolla on 100 miljoonaa dollaria ulkopuolista rahoitusta, mutta johon yrityksen perustaja ja omistaja ovat sijoittaneet vain 10 tuhatta dollaria omaa pääomaa. Yrityksen rahoitusrakenne aiheuttaa suuren velkojen ja osakkeenomistajan välisen intressiristiriidan, sillä osakkeenomistajalla voi olla suuri houkutus tehdä sijoituksia ja päätöksiä, joiden mahdollinen tuotto on todella suuri ja niihin liitetty riski on kohtuuttoman korkea. Tämä johtuu siitä, että rahoitusrakenteen vuoksi onnistuessaan sijoitukset hyödyttävät osakkeenomistajaa merkittävästi. Jos taas investoinnit epäonnistuvat, osakkeenomistaja riskeeraa käytännössä vain 10 tuhatta dollaria, kun taas velkojat kantavat huomattavasti suuremman osan riskistä 100 miljoonan dollarin sijoituksellaan. (Jensen & Meckling 1976, 334.) Smith ja Warner (1979, 117) kertovat artikkelissaan, että tietynlaisten olettamusten valitessa on hyvinkin helppoa luoda useita esimerkkejä siitä, kuinka osakkeenomistajien tuottoa maksimoiva toiminta ei välttämättä maksimoi velkojen tuottoa tai vastaavasti päinvastaisella tavalla.

Todella helppo ja tehokas tapa, jonka avulla ulkoista velkaa omaava yritys pystyy vahingoittamaan velkojiaan, voidaan toteuttaa osinkojen kautta. Jos yrityksen osinkojen jakamisen määrää ei olla rajattu, voisi yritys jakaa kaiken pääomansa ulos yrityksestä osinkojen avulla. Tämä asettaisi velkojat tilanteeseen, jossa heille jäisi jäljelle vain täysin tyhjä yritys. (Black 1976, 7.) Black (1976, 7) tarkentaa käytännössä kaiken rahan, mikä yrityksestä maksetaan osinkojen kautta ulos, olevan haitallista velkojille, sillä raha ei tällöin ole heidän saatavillaan mahdollisten ongelmien syntyessä. Hän kuvaileekin osinkojen vähentämisellä oltavan velkojen etuja ajava vaikutus, koska osingot

vahingoittavat selkeästi velkojia. Black (1976, 7) päättelee osinkojen vähentämisen olevan väistämättä osakkeenomistajilta pois, koska se auttaa velkojia ja yrityksen arvo on rajattu. Tämän voidaan katsoa tuovan esille selkeän intressiristiriidan.

Tilanne, jossa yritys suostuisi olemaan jakamatta osinkoja, hyödyttäisi velkojia. Velkojien hyötystä saattaisivat he pystyä antamaan parempiehtoisia lainasopimuksia yritykselle, vähentäen tätä kautta mahdollisesti lainan hintaa hyödyttäen osakkeenomistajia. Paremmat ehdot voisivat korvata osingonjaosta pitäytymisen synnyttämiä negatiivisia vaikutuksia osakkeenomistajille. (Black 1976,7.)

Velkakovenantit ovat velkasopimukseen kirjattuja sopimusehtoja, jotka voivat esimerkiksi rajoittaa yritystä osinkojen jakamisen saralla. Kovenantit rajoittavat yritystä harjoittamasta jotain niiden käsittelemää toimintaa velkakirjojen myynnin jälkeen. (Smith & Warner 1979, 117.) Näin ollen, velkakovenantit esittäytyvät tärkeänä ratkaisuvaihtoehtona agenttiteorian esille tuoman velkojan ja osakkeenomistajan välisen intressiristiriidan ratkaisemisessa.

2.3 Kovenanttien määrittely

Yhdysvalloissa aina 1830-luvulta saakka käytettiin vakuusjärjestelyyn perustuvia velkasopimuksia suuria pääomia tarvitsevien hankkeiden, erityisesti rautateiden rakennuksen rahoittamisessa. Noin 1900-luvun vaihteessa markkinoille tulivat debentuurilainat, jotka toivat oikeudellisen vakuusjärjestelyn osaksi suurien yritysten vakuudettomia joukkovelkasopimuksia. Debentuurilainat toivat uudet liiketoimintaan liittyvät ensimmäiset kovenantit, jotka toimivat huomattavasti joustavampana riskinhallintamenetelmänä verrattuna aiemmin käytössä olleisiin vakuusperusteisiin työkaluihin. Nämä uudet riskinhallintamenetelmät olivat suuri innovaatio, joiden kautta ensimmäistä kertaa ikinä pitkän maturiteetin vakuudettomat lainat saatiin toimimaan järkevästi. (Bratton 2006, 41-42.) Tällaiset lainasopimukset ovat kokeneet muutoksia ja niiden standardiehdot ovat vaihdelleet vuosien saatossa. Sopimukseen tapahtuneet muutokset ovat syntyneet vastareaktioina joukkovelkakirjoja markkinoille laskevien tahojen kehittäessä uusia tapoja vältellä kovenanttien vaikutuksia. Uusissa sopimuksissa on lakimiesten toimesta pyritty paikkailemaan olemassa olevia porsaanreikiä muuttamalla sopimuksia tarpeen vaatimalla tavalla. (Bratton 2006, 42.) Bratton (2006, 42) kertoo

artikkelissaan, että nykypäivänä käytössä olevien kaltaiset pitkälle viedyt ja kattavat paketit kovenantteja ovat alkaneet tulla markkinoille käyttöön vasta toisen maailmansodan jälkeen.

Liiketoimintaan liittyvät kovenantit mahdollistavat velallisen liiketoimintaan vaikuttamisen. Tilanteissa, joissa halutaan pystyä vaikuttamaan velallisen yritykseen ilman päätösvallan siirtymistä velkojalle, liiketoimintaan liittyvät kovenantit on suunniteltu antamaan velkojille merkittävää kontrollia velallisen toimintaan liittyen. (Bratton 2016, 462.) Tavallisessa tilanteessa, jossa velallisen tilanne on hyvä, koostuvat velkojalle syntyvät kustannukset pääosin vain valvontaan liittyvistä kuuluista. Jos liiallisen velkaantumisen takia velalliselle syntyy ongelmia selviytyä velvollisuuksistaan, on velkojalla korkeampi intressi vaikuttaa velallisen toimintaan ja panostaa voimakkaammin velallisen tarkkailuun. Vaikka liiketoimintaan liittyvät kovenantit jättävät päätösvallan velalliselle, antavat ne velkojalle mahdollisuuden puuttua velallisen toimintaan tällaisessa tilanteessa, ennen kuin velallinen yritys ajautuu maksukyvyttömäksi. (Bratton 2016, 462.)

Smith ja Warner (1979, 118) kertovat artikkelissaan, että velkojen ja osakkeenomistajien välille syntyvät konfliktit aiheutuvat usein neljästä päälähteestä. Heidän mukaansa näitä ovat osinkojen maksu, ali-investoiminen, velkojen vaateiden laimentaminen ja sijoitusten riskiprofiilin muuttaminen riskisemmiksi. Bratton (2016, 466) kertoo samoista teemoista kertoessaan neljästä velkaan liittyvästä agenttikustannuksesta. Hänen kuvauksensa teemoista eroaa kuitenkin siten, että osinkojen maksujen sijaan hän käsittelee kyseistä teemaa laajemmin ja yleisemmin varojen ulosvedolla yrityksestä.

Velkojen vaateiden laimentamisella tarkoitetaan tilannetta, jossa yritys ottaa lainaa, jonka hinta kuvaa yrityksen sen hetkistä riskiprofiilia ja laina olettaa, että yritys ei ota enempää lainaa, mutta tätä ei kuitenkaan olla rajoitettu. Kun yritys päättääkin ottaa lisää velkaa, yritys velkaantuu enemmän ja aiemman lainan riskiprofiili kasvaa. Koska aiemman velkojan korko on kiinteä, hän ei hyödy kasvaneesta riskistä ja osakkeenomistajat hyötyvät tilanteesta velkojan kustannuksella. (Bratton 2016, 466.)

Varojen ulosvedolla yrityksestä, tarkoitetaan toimintaa, jossa yritys esimerkiksi myy omaisuuseriä ja jakaa siitä saadut käteisvarat osakkeenomistajille esimerkiksi osinkojen muodossa. Siirto voi tapahtua myös esimerkiksi ostamalla takaisin omia osakkeitaan. Keskeinen asia on kuitenkin se, että varallisuutta siirretään yrityksestä ulos osakkeenomistajille. (Bratton 2016, 467.) Smith ja Warner (1979, 118) tuovat esille, että jos yritys myy kaiken omaisuutensa ja jakaa sen osinkona osakkeenomistajille, jää velkojille käytännössä arvottomia velkakirjoja.

Ali-investoinnilla tarkoitetaan toimintaa, jossa yritys on hyvin velkaantunut. Yritykselle syntyy investointimahdollisuus, jonka nettonykyarvo on positiivinen, eli investointi olisi hyväksi yritykselle. Yritys kuitenkin kokee, että hyödyt investoinnista valuisivat velkojille, eivätkä osakkeenomistajat hyötyisi investoinnista tarpeeksi. Tämä aiheuttaa tilanteen, jossa yritys ei halua toteuttaa investointia, vaikka se olisikin hyvä. Tämä ei aiheuta haittaa vain osakkeenomistajille ja velkojille, vaan sillä on negatiivinen vaikutus koko yhteiskunnan kannalta. Tällaisessa tilanteessa asiaan voidaan vaikuttaa epäsuorasti kovenanttien avulla. Kovenantti, joka estää osakkeiden takaisinoston ja osinkojen maksun, pakottaa yrityksen investoimaan likvidejä varojaan. (Bratton 2016, 467-468.)

Sijoitusten riskiprofiilin muuttaminen riskisemmäksi voidaan selittää helpolla esimerkillä. Kuten ali-investoinnissa yritys on ylivelkaantunut ja sen myydessä omaisuuserän, tulee sille mahdollisuus sijoittaa rahat uuteen omaisuuserään tai maksaa ne velkojilleen. Uuteen omaisuuserään kohdistuu suuri riski ja siihen investoiminen ei ole yrityksen kannalta fiksua, koska sen nettonykyarvo on matalampi verrattuna omaisuuserästä alun perin saatuun rahamäärään. Osakkeenomistajille suureen riskiin sidottu korkea tuottomahdollisuus on kuitenkin houkutteleva ja velkojat kantaisivat valtaosan riskistä, koska yritys on ylivelkaantunut. (Bratton 2016, 468.) Bratton (2016, 468) tuo esille, että tämänlaista tilannetta voidaan hallita kovenanteilla, jotka estävät yritystä tekemästä huonoja korkeariskisiä investointeja.

Edellä mainitut kappaleet osoittavat, että osakkeenomistajien ja velkojien välille syntyy lainaan liittyviä intressiristiriitoja. Tekstissä tuotiin esille neljä velkasuhteissa selkeästi tunnistettavissa olevaa intressiristiriitaa joita olivat sijoitusten riskiprofiilin muuttaminen riskisemmäksi, ali-investoinnit, velkojien vaateiden laimentaminen ja varojen ulosveto yrityksestä. Nämä intressiristiriidat tuovat selkeästi esille osakkeenomistajilla olevan mahdollisuuden velkojan aseman heikentämiseen velkasuhteessa. Kuten aiemmin mainitut esimerkit osoittavat, velkasopimuksiin sisällytettäviä kovenanteja voidaan käyttää näiden intressiristiriitojen kontrollointiin.

3 Tutkimusongelmiin soveltuvien kovenanttien selvitys

3.1 Kovenanttien merkitys velan agenttikustannusten hillitsemisessä

Velkaan liittyvät agenttikustannukset voidaan jakaa tiiviisti kolmeen eri osa-alueeseen. Siihen, kuinka velka saattaa vaikuttaa yrityksen päätöksentekoprosessiin ja tätä kautta vaikuttaa yrityksen investointeihin, jonka kautta voi syntyä vaihtoehtoiskustannuksia. Tämän lisäksi velkojille ja osakkeenomistajille syntyviin valvonnasta ja henkilöiden sitouttamisesta aiheutuviin kustannuksiin ja mahdollisiin uudelleenjärjestelyihin tai konkurssiin liittyviin kustannuksiin. (Jensen & Meckling 1976, 342.) Nämä agenttikustannukset ovat niitä agenttikustannuksia, jotka mainitaan tutkielman päättökustannusongelmassa.

Aiempi kirjallisuus on käsitellyt velanhallinnan yhteyttä velkasopimusten rakenteeseen tuoden sen esille hyvin keskeisenä ongelmana. Kirjallisuudessa kovenanttien on todettu lisäksi vaikuttavan velkojan ja osakkeenomistajan väliseen intressiristiriitaan (Wang 2017, 333). Kovenanttien sisällyttäminen osaksi velkasopimusten rakennetta on yleisesti käytetty tapa kontrolloida sopimukseen liittyviä agenttiongelmia (Sarkar 2023, 1). Bratton (2016, 466) kertoo lisäksi suoraan, että rajoittavien kovenanttien avulla velan agenttikustannuksia pystytään hillitsemään.

Velan agenttikustannukset perustuvat yritysjohtoon intressiin tehdä päätöksiä, joiden kautta varallisuutta siirtyy velkojilta osakkeenomistajille. Tämä toiminta synnyttää agenttiongelmia, josta syntyy puolestaan agenttikustannuksia. Rajoittavat kovenantit ovat tyypillinen tapa vähentää agenttiongelmia velkasopimuksissa. Agenttiongelmien vähentämisen kautta rajoittavat kovenantit hillitsevät samalla velkaan liittyviä agenttikustannuksia. (Sarkar 2023, 1.)

Tutkielman tulevissa kappaleissa tullaan selvittämään minkälaiset kovenantit soveltuvat osingon jakamisen kontrollointiin, minkälaisten mekanismien kautta ne toteuttavat tämän tehtävänsä ja minkälaisia hyviä ja huonoja puolia niiden käyttöön liitetään kirjallisuudessa. Tätä kautta pystytään saamaan selkeä kuva näiden kovenanttien merkityksestä yrityksen osingonmaksun säätelemisessä. Osa velkoja-osakkeenomistaja-intressiristiriidan agenttikustannuksista, johon tässä tutkielmassa erityisesti keskitytään, perustuu osinkoihin ja laajemmin varallisuuden jakoon. Tätä kautta selvitetäessä kovenanttien merkitystä osingonjakoon liittyen, tarkastellaan samalla väistämättä kattavasti kovenanttien vaikutusta tästä aiheesta syntyviin agenttikustannuksiin.

Lukijan on hyvä hahmottaa, että tässä tutkielmassa kovenantteja tarkastellaan agenttiteorian viitekehksessä. Tämän vuoksi, esimerkiksi kovenanttien mekanismeja, hyötyjä ja haittoja sekä käytön tarvetta käsitellään ensisijaisesti agenttiteorian näkökulmasta.

3.2 Kovenanttien erittely

Kovenantit voidaan jakaa erilaisiin ryhmiin, esimerkiksi niiden piirteiden tai vaikutustapojen perusteella. Eri tutkijat ovatkin eritelleet ja jäsenelleet niitä hieman toisistaan poikkeavilla tavoilla vuosien saatossa.

Kovenantteja on runsaasti erilaisia, mutta jokaisen niistä voidaan katsoa kuuluvan yhteen kahdesta ryhmästä. Toinen ryhmä sisältää kovenantteja, joilla voidaan rajoittaa investointipäätöksiä ja yritysten uudelleenjärjestelyjä. Esimerkiksi omaisuuden myyntiä tai sulautumista koskevat kovenantit voidaan katsoa kuuluvan tähän ryhmään. Toinen ryhmä sisältää kovenantteja, jotka rajoittavat sitä, kuinka yritys voi jakaa osinkoja ja yrityksen rahoitukseen liittyvää toimintaa. Esimerkiksi uuden velan ottoa tai osingonjakoa rajoittavat kovenantit kuuluvat tähän ryhmään. (Nash ym. 2003, 213.)

Kovenantteja ei jaeta aina näin laajoihin ryhmiin, vaan tutkijat saattavat jaotella ne yksityiskohtaisemmin. Smith ja Warner (1979, 124) kertovat artikkelissaan jaottelevansa kovenantit neljään erillaiseen kategoriaan. Osinkojenmaksua pystytään rajoittamaan yrityksessä suoraan tietynlaisten velkakovenanttien avulla. Tällaisten kovenanttien katsotaan muodostavan oman kovenanttiryhmänsä, jota kutsutaan yksinkertaisesti osinkokovenantteiksi. Myös kovenantit, joiden tarkoituksena on luoda yritykselle sitouttavia toimenpiteitä velkojien ja osakkeenomistajien intressiristiriidan kontrolloimiseksi, lasketaan omaksi ryhmäkseen, jota kutsutaan sitouttamiskovenantteiksi. Investointi- ja tuotantokovenantteiksi kutsutaan ryhmää kovenantteja, johon sisältyvät kaikki kovenantit, joiden avulla voidaan suoraan vaikuttaa yrityksen investoinnin tai tuotannon strategioihin. Neljäs ja viimeinen ryhmä sisältää velan liikkeellelaskua kontrolloivia kovenantteja ja tätä kautta pyrkii laskemaan esimerkiksi ali-investoinnin houkuttelevuutta. Tätä ryhmää kutsutaan rahoituspolitiikan kovenantteiksi. (Smith & Warner 1979, 124-125.)

Modernimman ja enemmän kahden edellä mainitun jaottelun välille tyyliissään sijoittuvan kovenanttien erittelyjärjestelyn tuo esille artikkelissaan Bratton (2016, 463-465), kun hän kuvailee kovenanttien jakoa kolmeen ryhmään. Myönteisillä kovenantteilla tarkoitetaan sekä tietynlaisia kovenantteja

että kovenanttien esitystavan tyyliä. Myönteisiä kovenanteja ovat esimerkiksi kovenantit, joissa velallinen voi luvata noudattavansa lakia tai maksavansa verot oikein. Tällaiset kovenantit koskevat kuitenkin pelkästään hallinnollisia asioita, koska myönteisiin kovenanteihin liittyy keskeisesti riski liialliseen velallisen määräysvaltaan puuttumiseen. (Bratton 2016, 463.) Bratton (2006, 50) kertoo artikkelissaan, että Yhdysvaltojen yhtiöoikeudessa on säädetty velkojan määräysvallan käytöstä yrityksessä. Hänen mukaansa velkoja on rajoitetun vastuun asemassa, mutta velkojan toimiessa määrävssä asemassa yritystä kohtaan voi yritys menettää tämän aseman. Hän kertoo velkojan voivan joutua jopa henkilökohtaisesti toisille velkojille tai osakkeenomistajille vastuuseen, mikäli tämän määräämät liiketoimet onnistuvat huonosti. Bratton (2016, 463) kertookin, että tämän vastuuseen liittyvän riskin takia lupaukset, jotka vaikuttavat yrityksen harkintavaltaan, kuten osingonmaksusta pidättäytyminen tai lupaus pitää tietty tunnusluku sovitun rajan yläpuolella esitetään negatiivisessa muodossa. Bratton (2016, 463) tuo kuitenkin esille, että kovenantin negatiivinen muotoilu ei itsessään riitä, vaan tietyn estetyn toiminnan ulkopuolelle pitää jättää velalliselle vapautta johtaa hankettaan.

Taloudellisilla kovenanteilla tarkoitetaan kovenanteja, jotka vertailevat yrityksen taloudellista tilaa tiettyihin asetettuihin tasoihin monenlaisissa taloudellisissa mittareissa. Esimerkiksi kovenantti voi määrätä yritykselle minimi nettoarvon. Tällaisten kovenanttien ideana on varoittaa velkoja yrityksen huonosta taloudellisesta tilanteesta etukäteen. Kovenanttirikkomuksissa velkojat saavat vaikuttua yritykseen, koska yritys joutuu neuvottelemaan sopimuksesta velkojien kanssa uudelleen. Tämä onnistuu ilman vastuun siirtymistä velkojille, koska kovenantit ovat negatiivisesti muotoiltuja ja antavat tätä kautta epäsuoran mahdollisuuden vaikuttaa yrityksen toimintaan. Käytännössä velkojilla voi olla rikkomuksessa oikeus vaatia yritystä maksamaan koko velan määrä välittömästi takaisin. Kuitenkin usein velkojat neuvottelevat itselleen lainaan paremman koron tai tiukemmat kovenantit, jotka antavat heille enemmän vaikutusvaltaa. (Bratton 2016, 464-465.)

Rajoittavilla kovenanteilla tarkoitetaan kovenanteja, jotka suoraan kieltävät yritystä tekemästä tietynlaista toimintaa. Nämä kovenantit perustuvat tunnistettuihin tekoihin ja toimintaan, jotka heikentävät velkojan asemaa ja suoraan kieltävät yritystä tekemästä niitä. Jos niitä verrataan taloudellisiin kovenanteihin, ne ovat yrityksen kannalta vähemmän riskialttiita, sillä niiden rikkomisen vahingossa on epätodennäköisempää. Jos yrityksen taloudellinen tilanne heikkenee, saattaa tilanne johtaa taloudellisen kovenantin rikkomiseen. Rajoittavissa kovenanteissa tämä on epätodennäköisempää, sillä niiden noudattaminen perustuu vain kielletyn toiminnan välttämiseen. (Bratton 2016, 465.)

3.3 Tutkimusongelmiin soveltuvat kovenantit

Velkakovenanttien arvo perustuu pitkälti siihen, että velkojien ja osakkeenomistajien välisestä intressiristiriidasta syntyviä konflikteja pystytään vähentämään niiden avulla (Nash ym. 2003, 203). Koska tämän tutkielman tutkimusongelmat keskittyvät osingonjakoon ja siihen liittyviin velkojien ja osakkeenomistajien välille syntyviin intressiristiriitoihin, valitaan tarkasteltavaksi sellaiset kovenantit, jotka liittyvät suoraan varojen siirtoon osakkeenomistajille, tai jotka keskeisesti tukevat tämän toiminnan rajoittamista.

Smith ja Warner (1979, 131) tuovat artikkelissaan esille, että käteisosinkojen jakamista on usein rajoitettu velkakovenanttien avulla. He kertovat, että tätä tarkoitusta varten olevat osinkokovenantit yleensä asettavat jonkin tietyn määrän varoja, joita voidaan käyttää osingonjakoon. Smith ja Warner (1979, 131) kuitenkin mainitsevat, että todelliset osinkokovenantit eivät rajoitu toiminnassaan vain osinkoihin. Heidän mukaansa varojen jakaminen ulos yrityksestä osakkeenomistajille voi tapahtua monella muullakin tavalla kuin osinkojen kautta. Tästä syystä tällaiset kovenantit käsittelevät usein myös näitä muita mahdollisuuksia.

Bratton (2016, 471) kuvaileekin samaa aihetta paljon laajemmalla otteella termin varojenjakoja rajoittava kovenantti alla. Hänen mukaansa varojenjakoja rajoittavat kovenantit kontrolloivat varojen siirtämistä yrityksestä paljon kattavammin. Bratton (2016, 472) kertoo tällaisilla kovenanteilla olevan useita tarkoituksia ja tehtäviä. Varojenjakoja rajoittavat kovenantit vähentävät ali-investoinnin riskiä poistamalla mahdollisuuden vetää varoja ulos yrityksestä osinkojen tai osakkeiden takaisinoston kautta ja ohjaten varoja velkojia hyödyttävään käyttöön. Ne varmistavat, että yrityksessä on vähintään saman verran varoja kuin lainan myöntöhetkellä lukitsemalla varoja yritykseen. Tällä koitetaan estää velkojia vahingoittavaa varojen ohjausta ulos yrityksestä. Lisäksi laina-ajan kuluessa kovenantit aiheuttavat velkojan aseman kasvua. (Bratton 2016, 472.)

Edellä mainitun tiedon puitteissa, osinkokovenantti voisi soveltua hyvin tutkielman tutkimusongelmiin. Kun kuitenkin otetaan huomioon, että todellisuudessa tällaiset kovenantit eivät rajoitu pelkästään osingonjaon rajoittamiseen, vaikuttaa laajemman ja todenmukaisemman kuvan antava

varojenjakoja rajoittava kovenantti tutkielman kannalta paremmalta vaihtoehdolta. Tätä päätelmää tukee myös se, että osinkokovenantti voidaan katsoa osaksi varojen jakoa rajoittavaa kovenanttia.

Sopimuksissa, joissa esiintyy osinkokovenantteja, on myös hyvin usein mukana lisävelan ottamista rajoittavia kovenantteja. Tutkimuksen mukaan näitä velan ottamiseen vaikuttavia kovenantteja esiintyy jopa 81 % tilanteista, joissa mukana on rajoituksia osingonmaksuun liittyen. Tämän tyylliset kovenantit ovat siis hyvin usein pakattu yhteen velkasopimuksissa. (Nash ym. 2003, 217). Bratton (2016, 472) tuo esille artikkelissaan, että muita kovenantteja voidaan liittää osaksi varojen jakoa rajoittavan kovenantin toimintaa. Esimerkiksi osinkojen maksun määrän rajoituksiin voi vaikuttaa, kuinka paljon lisävelan ottamista rajoittava kovenantti sallii yrityksen ottaa vielä lisää velkaa.

Edellä mainitun perusteella lisävelan ottamista rajoittavat kovenantit ovat usein liitettyinä osaksi varojen jakoa rajoittavan kovenantin toimintaa. Voisi siis olla loogista huomioida myös ne osana kovenanttien tulevaa tarkastelua. Tässä tutkielmassa keskiössä on kovenanttien vaikutus osinkojen jakamisen kontrollointiin ja tästä syystä kovenanttien tarkastelu kohdistetaan pääosin varojen jakoa rajoittaviin kovenantteihin, sillä ne vaikuttavat tähän asiaan suoraan. Vaikka keskittyminen pidetään varojen jakoa rajoittavissa kovenanteissa, saatetaan tutkielmassa sivuta lisävelan ottamista rajoittavia kovenantteja, mikäli ne esimerkiksi auttavat pääkovenanttien toiminnan hahmottamista. Tällä tavalla voidaan välttyä tutkielman liialta rönsyilyltä ja analyysi saadaan pidettyä tiiviinä.

4 Kuinka kovenantit toimivat

4.1 Kovenanttien toimintamekanismit

Varojen jakoa rajoittavien kovenanttien pääidea on estää omien osakkeiden ostamisen, osinkojen jakamisen tai lunastuksien kautta tapahtuva varallisuuden siirtäminen yhtiön sisältä osakkeenomistajille. (Bratton 2016, 471.) On olemassa tiukempia ja löyhempiä varojen jakoa rajoittavia kovenantteja. Löyhempien kovenanttien toiminta perustuu usein asetettuun alkuajankohtaan, joka on usein lähellä lainan liikkeellelaskuaikaa. Kovenantti tyypillisesti säättää sen, että varoja voidaan jakaa ulos yhtiöstä, esimerkiksi osinkojen kautta vain alkuajankohdan jälkeisten kumulatiivisten voittojen verran. Määrä on usein lisäksi säädetty tietyksi prosenttiosuudeksi tästä käytettävissä olevasta varallisuudesta. Esimerkiksi voidaan olla säädetty, että alkuajankohdan jälkeisistä kumulatiivisista voitoista 50 % voidaan maksaa ulos yhtiöstä, jolloin puolet voitoista jää yritykseen. (Bratton 2016, 471-472.) Joissain tilanteissa jaettavissa oleviin varoihin lisätään kiinteä summa, jota kutsutaan nimellä dip. Jos omaa uutta pääomaa lasketaan liikkeelle, saatetaan myös tämä lisä jakokelpoisein varoihin. (Bratton 2006, 54.) Bratton (2016, 471) kertoo edellä mainitun järjestelmän, jossa säädetty osuus voittovaroista kerryttää ulosjakokelpoisia varoja tietynlaiseen koriin, olevan tunnettu nimellä builder basket. Smith ja Warner (1979, 132) tuovat esille, että tämän tyylisten kovenanttien tarkoitus on estää varojen ulosjaon rahoittamista yhtiön omaisuuden myynnillä tai uudella lainalla, eikä niinkään estää välttämättä itse osinkojen jakamista. Bratton (2006, 55) kuvaileekin, että osingonjakoon vaikuttavat kovenantit eivät tyypillisessä tilanteessa mene lähellekään osinkojen täydellistä kieltämistä.

Varojen jakoa rajoittavien kovenanttien tiukempi versio toimii lähtökohtaisesti hieman erilaisten mekaniikkojen kautta, vaikka sen pääidea onkin sama kuin löyhemmässä versiossa. (Bratton 2016, 471-472.) Tiukemmat versiot toimivat huomattavasti suuremmalla tavalla verrattuna löyhempien builder basket -mekaniikkaan. Niissä on usein määritelty kattoraja sille, kuinka paljon varoja voidaan jakaa ulos määriteltynä ajanjaksona. Tämän lisäksi ulosjakokelpoisten varojen jakamista voidaan rajoittaa säättämällä, kuinka usein yhtiö saa jakaa varoja ulos yhtiöstä. Lisäksi varojen jakamisen edellytyksenä voidaan pitää tiettyjen testien toteutumista. Esimerkiksi testeiksi voidaan asettaa taloudellisia tunnuslukuja tai luottoluokituksia. (Bratton 2016, 471-472.) Bräuning, Ivashina ja Ozdagli (Bräuning ym. 2025, 3) antavat artikkelissaan esimerkin siitä, miten varojenjakoa voidaan

sitoa taloudellisiin testeihin. Testi käsittelee incurrence-tyyppisiä kovenantteja, mutta se voi auttaa yleisesti hahmottamaan asiaa. Heidän mukaansa kovenantit voivat sitoa rajoitettuja toimintoja, kuten varojen jakamista tunnuslukutestien taakse. Esimerkiksi, mikäli yrityksen velka/EBITDA-suhde ei pysy määrätyissä rajoissa, voidaan kovenantissa säädettyjä toimintoja rajoittaa. Bratton (2016, 478) kertoo, että tiukempia kovenanttiehtoja esiintyy enemmän pankin myöntämissä usein maturiteetiltaan lyhyemmissä lainoissa, kuin yksityisissä sijoitusanneissa. Hänen mukaansa siinä missä yksityisessä sijoitusannissa osinkoja voidaan kontrolloida builder basket -järjestelmällä, pankkilainoissa saatetaan asettaa kattoraja osinkojen määrälle.

Varojen jakoa rajoittava kovenantti voidaan myös liittää muihin käytössä oleviin kovenantteihin. Esimerkiksi osinkojen jakamisen mahdollisuuteen voi vaikuttaa antaako lainakovenantti yhtiön vielä ottaa lisää velkaa. Kovenantti voi myös säätää, että varojen ulos siirtäminen onnistuu vain kaikkien muiden kovenanttien toteutuessa myös toiminnan jälkeen. (Bratton 2016, 472.) Smith ja Warner (1979, 136) kertovat lisäksi, että esimerkiksi rahoituspolitiikkaan vaikuttavilla kovenantteilla voi olla sijoitustoiminnan ja tuotannon rajoittamisen saralla varojen jakoa rajoittavia kovenantteja vahvistava vaikutus.

4.2 Kovenanttien rikkomisen vaikutukset

Kuten aiemmin tekstissä on todettu, varojen jakoa rajoittavien kovenanttien tarkoitus on estää tai rajoittaa useita eri tapoja siirtää yhtiön varallisuutta ulos osakkeenomistajille (Bratton 2016, 471). Yhtiölle on luotu usein todella vahvat kannustimet velkasopimuksissa noudattaa niihin asetettuja rajoittavia kovenantteja. Tämä johtuu siitä, että sopimusrikkomustilanne, josta käytetään termiä covenant default, syntyy mistä tahansa pienestäkin rajoittavaan kovenanttiin liittyvästä rikkomuksesta. Tällainen sopimusrikkomustilanne taas synnyttää mahdollisuuden esimerkiksi velan nopealle erääntymiselle, velkojien näin tahtoessa. (Smith & Warner 1979, 151.) Bratton (2006, 57) tuo esille, että mikäli velkojat asettavat velan erääntymään välittömästi, saattaa se pakottaa velallisen julistamaan konkurssin.

Seuraus ei välttämättä ole kuitenkaan velan välitön erääntyminen tai konkurssi. Bratton (2006, 57-58) kertoo, että sopimusrikkomustilanteen sijaan velkojat voivat koittaa neuvotella itselleen paremmat sopimusehdot esimerkiksi korkeamman koron tai tiukemmat kovenantit. Bratton (2016, 478) tuo esille, että neuvottelu on todella yleistä ja itseasiassa jopa oletettavissa, sillä hänen mukaansa

pankkilainoista jopa 90 % uudelleen neuvotellaan ennen erääntymistä. Bratton (2016, 478-479) kertoo kuitenkin vain noin 28 % neuvotteluista johtuvan kovenanttirikkomuksista. Hänen mukaansa valtaosa neuvotteluista pankkilainoihin liittyen ovat lainaajan kannalta positiivisia. Roberts ja Sufi (2009, 160) esittävät, että uudelleenneuvottelun todennäköisyys kasvaa lainan maturiteetin kasvaessa. Heidän mukaansa jopa 93 % yli 3 vuoden maturiteetin veloista sisältää jossain vaiheessa uudelleenneuvotteluja. Bratton (2016, 464) kertoo, että tilanteessa jossa on sopimusrikkomuksen riski, joutuu velallinen neuvottelemaan luopumisesta tai muutoksesta. Hän lisää velkojan intressissä olevan usein luopuminen default-tilanteen luomasta mahdollisuudesta eräännyttää laina heti ja sen sijaan neuvotella velkojan asemaa parantavat muutokset lainasopimukseen.

Luopuminen ei kuitenkaan ole itsestäänselvää ja siihen vaikuttaa useampi asia. Yrityksen matalamman velkaantuneisuuden ja pienemmän riskin kokea konkurssi on empiirisesti todistettu nostavan todennäköisyyttä sille, että velkoja suostuu luopumaan default-tilanteesta. Lainan maturiteetilla taas ei ole merkittävää vaikutusta tähän asiaan. Sen sijaan myös pienempi lainan koko ja se onko laina vakuudellista lisäävät luopumisen todennäköisyyttä. (Chen & Wei 1993, 219.)

Uudelleenneuvottelu voi olla velalliselle epäedullinen, sillä Bratton (2016, 57-58) tuo esille, että neuvottelu voi saada aikaan esimerkiksi korkeamman koron tai tiukennuksia kovenantteihin. Freudenberg ja muut (2017, 542) tarkentavat asiaa siten, että kovenanttien rikkomisen määrä ja se kuinka vakavia velkojen mielestä rikutut kovenantit ovat, vaikuttavat lopputulokseen. Heidän mukaansa kovenanttirikkomusten korkea määrä johtaa uudelleenneuvottelussa lainamarginaalin kasvuun ja tiukempiin kovenantteihin.

Kovenanttien rikkomisella yleisesti on myös vaikutuksia yritykseen ja sen päätöksentekoon. Chava ja Roberts (2008, 2085) tuovat esille, että kovenanttirikkomuksen jälkeen pääoman sijoittamisessa tapahtuu usein jyrkkä väheneminen. Nini, Smith ja Sufi (2012, 1713) tuovat myös esille, että osakkeenomistajille kohdistuvat palkkiot vähenevät voimakkaasti ja vastaavasti toimitusjohtajien vaihtuvuus kasvaa sen jälkeen, kun yritys raportoi taloudellisen kovenantin rikkomisesta.

Edellä mainittu osoittaa, että kovenanttien rikkominen voi vaikuttaa voimakkaasti yhtiöön taloudellisesti esimerkiksi tiukentuvien lainaehtojen muodossa, mutta toisaalta myös strategisesti.

5 Kovenanttien käytön hyödyt ja haitat

5.1 Hyötyjen ja haittojen mekaniikka

Tarjotessa lainoja, joihin on sisällytetty rajoittavia kovenantteja, syntyy sekä positiivisia, että negatiivisia vaikutuksia. Kovenanttien avulla pystytään rajoittamaan sekä johdon yleistä opportunistia että sitä, miten johto suhtautuu riskinottoon. Kun nämä velkojan kannalta merkittävät riskit vähenevät rajoitetummassa lainassa, velkojat voivat antaa lainaa pienemmällä tuotto-odotuksella verrattuna rajoituksia lukuun ottamatta vastaavaan lainaan. Rajoitetumpi laina kuitenkin vaikuttaa johdon joustavuuteen, sillä kovenanteilla on johdon joustavuutta alentava vaikutus. Liikkeellelaskijan käytettävien kovenanttien päätökseen vaikuttaakin alentuvan joustavuuden vertaileminen siitä saavutettaviin säästöihin velan korkokustannuksissa. (Goyal 2005, 328.) Sopimuskustannuksiin perustuvan hypoteesin mukaan mahdollisimman suuren arvon luonti yhtiölle on keskeisenä tavoitteena velan liikkeellelaskijoiden suunnitellessa lainahtoja (Nash ym. 2003, 208). Nash ja muut (2003, 202-203) kertovatkin hypoteesin mukaan yhtiön määrittävän arvon maksimoivan lainahtojen kokonaisuuden vertailemalla kaikkia lainasopimuksen ominaisuuksia.

Hyvin erilaisten tahojen yhteensopimattomasti erilaisia intressejä pyritään palvelemaan velkasopimuksissa (Bratton 2016, 485). Kovenantteja velkasopimukseen liittäessä menetettävä johdon toiminnan joustavuus saattaa olla suurempi haitta verrattuna hyötyyn, joka saadaan saavutettua agenttikustannusten vähenemisen kautta. Tämä on keskeinen vaihtokauppa, joka on tärkeää huomioida optimaalisen sopimusrakenteen määrittämisessä yhtiölle. (Nash ym. 2003, 205.)

Edellä mainittu osoittaa, että kovenanttien hyötyjä ja haittoja ei kannata käsitellä yksittäisesti. Hyödyt ja haitat ovat ennemmin tiukasti toisistaan riippuvaisia muuttujia, jotka vaikuttavat sekä velkojaan, että lainan liikkeellelaskijaan. Vaikutusten optimoinnin kannalta, niitä kannattaa käsitellä moniulotteisena kokonaisuutena.

5.2 Kirjallisuudessa mainitut hyödyt

Koska Nash ja muut (2003, 203) tuovat esille, että rajoittavien velkakovenanttien arvo piilee pääosin osakkeenomistajien ja velkojien välisten intressiristiriitojen vähentämisessä, on perusteltua alkaa tarkastella varojen jakoa rajoittavien kovenanttien hyötyjä, seikoista jotka liittyvät suoraan

tähän ristiriitaan. Tätä tukee myös Brattonin (2016, 466) selitys siitä, kuinka rajoittavilla kovenanteilla on velan agenttikustannuksia vähentävä vaikutus.

Black (1976, 7) selittää, että varojen siirtyminen yhtiöstä ulos osakkeenomistajille on velkojien kannalta haitallista. Bratton (2006, 54) kuvailee, että varojen jakoa rajoittavat kovenantit vastaavat juuri tähän ongelmaan estämällä varojen ulosvetoja.

Ali-investointi on yksi keskeisimmistä agenttiongelmista, joihin voidaan vaikuttaa rajoittavilla velkakovenanteilla (Nash Ym. 2003, 203). Bratton (2006, 54) kertoo, että kovenantin takia varat on sijoitettava velkojan etua ajatellen. Nash ja muut (2003, 203) taas selittävät, että kovenantin avulla vapaiden varojen siirtäminen osakkeenomistajille voidaan estää ja tämä pakottaa yrityksen sijoittamaan.

Varojen jakoa rajoittavien velkakovenanttien hyödyt eivät rajoitu pelkästään suoraan agenttiongelmiin. Bratton (2016, 472) kertoo, että kovenanttien avulla velkojan asemaa pystytään vahvistamaan velan keston aikana. Hän antaa esimerkiksi, että osa yhtiön tekemistä kumulatiivisista voitoista voidaan lukita yhtiöön. Lainoista tulee tämän ominaisuuden kautta turvallisempia velkojalle ja itse lainan arvo kasvaa (Bratton 2006, 54).

Kovenanteista voi olla hyötyä myös velalliselle. Wald tuo esille hyvin konkreettisen hyödyn kertoessaan, että koska osakkeenomistajat saattaisivat haluta investoinnin sijaan siirtää kaikki yhtiön varat itselleen, eivät velkojat suostuisi lainaamaan rahaa ilman osinkojen rajoittamista. (Wald 1999, 195.) Tämä osoittaa, että varojen jakamisen rajoittaminen auttaa osittain yhtiötä saamaan lainaa. Mansi ja muut (2021, 1-3) kertovat, että kovenantit vaikuttavat positiivisesti sekä yhtiön velkakapasiteettiin että velkaan liittyviin kustannuksiin. He tuovatkin esille, että korkeampi kovenanttien määrä lainassa vaikuttaa alentavasti lainan kustannuksiin. Täten, kovenanttien avulla yhtiö voi saada myös edullisempaa velkaa.

Smith ja Warner (1979, 124) tuovat lisäksi esille, että rajoittamalla yhtiön investointipolitiikkaa kovenantit onnistuvat luomaan kannustimia, jotka ohjaavat osakkeenomistajia tekemään yrityksen arvoa maksimoivia päätöksiä.

5.3 Kirjallisuudessa mainitut haitat

Kovenanteista syntyy haittoja niin velkojalle kuin myös velalliselle. Velallisen perspektiivistä osa haitoista on hyvin suoria, kuten Brattonin (2016, 471) esille tuoma yhtiön varallisuuden

osakkeenomistajille jakamisen vaikeutuminen. Nash ja muut (2003, 205) mainitsevat, että johdon joustavuuden rajoittuminen on yksi keskeisimmistä haitoista, joita syntyy velalliselle kovenanttien käyttämisen kautta.

Yhtiön joutuessa taloudellisiin vaikeuksiin, monipuoliset rahoitusvaihtoehdot voivat olla todella arvokkaita yhtiön ongelmista selviämisen toteutuksessa strategisesti. Tällaisessa tilanteessa joustavuutta vähentävät kovenantit voivat aiheuttaa yhtiölle haittaa ja vaikeuttaa ongelman ratkaisua. Haittaa voi syntyä myös, vaikka yhtiön tilanne olisi hyvä. Erityisesti kasvuyrityksissä kovenantit voivat vaikuttaa negatiivisesti uuden rahoituksen hankkimiseen. Tällaisten yritysten arvo perustuu korkean arvon investointeihin ja jos kovenantit hankaloittavat näiden rahoittamista ne voivat olla haitallisia yritykselle. (Nash ym. 2003, 205.)

Velkojalle kohdistuvat haitat voivat olla suoria. Itse kovenanttien suunnittelusta ja ylös kirjaamisesta syntyy merkittäviä kustannuksia velkojalle. Kovenanttien haitat voivat olla myös vähemmän välittömiä. Velkojien pitää tarkastella velallista kovenantteihin liittyen velkasuhteen synnyttyä pitääkseen huolen, ettei velallinen riko niiden ehtoja. Tähän liittyvät prosessit ovat merkittävä kustannuserä velkojille. (Kim ym. 2019, 196.) Jos päädytään tilanteeseen, jossa esimerkiksi velallisen rikkottua kovenanttia joudutaan keskustelemaan muutoksista, saattaa velkojille syntyä merkittäviä kustannuksia. Erityisesti prosessi voi olla kallis ja hankala, jos kyseessä on julkisen kaupankäynnin kohteena oleva velka (Bratton 2006, 76).

Kuten aiemmissa kappaleissa on tuotu esille, kaikki kovenantit eivät ole samanlaisia, vaan varojen jakoa rajoittavista kovenanteista löytyy tiukempia ja löyhempiä versioita (Bratton 2016, 471). Jos velkasopimukseen on tehty tiukempia kovenantteja, saattaa velkoja todeta myöhemmin niiden olevan tehottomia (Berlin & Mester 1991, 111). Rajoittavat kovenantit todettiin mahdollisesti haitalliseksi tietyissä tilanteissa, kuten taloudellisessa ahdingossa tai kun kyse on kasvuyrityksestä, joka ei niiden takia pysty investoimaan tarpeeksi. Näissä tilanteissa kovenantit voivat haitata velkojia aiheuttamalla yritykselle vahinkoa. (Nash ym. 2003, 205). Liian tiukat rajoittavat kovenantit, kuten täysi osinkojen jakamisen kieltäminen, voi johtaa yli-investointiongelmaan. Tämä tapahtuu silloin, kun yrityksellä on pelkästään nettonykyarvoltaan negatiivisia investointimahdollisuuksia, mutta kovenanttien takia yritys joutuu silti sijoittamaan niihin. Tämä aiheuttaa yritykselle tappioita. (Kalay 1982, 213-214.)

Yhdysvaltojen lainsäädännön mukaan velkojan vaikuttaessa liian suoraan velallisen toimintaan voi velkoja menettää rajoitetun vastuun asemansa. Eli käytännössä, jos kovenantti vaikuttaisi liian suoraan velalliseen siten, että se rikkoisi tuon lain rajan, voisi velkoja olla huonossa tilanteessa

vastuussa tappioista osakkeenomistajille ja muille velkojille. (Bratton 2016, 462.) Tämä haitta liittyy vain liian suoraan velalliseen vaikuttaviin kovenantteihin.

6 Yhteenveto ja johtopäätökset

6.1 Vastaus tutkimuskysymyksiin ja johtopäätökset

Tämän tutkielman tarkoituksena oli tarkastella millainen rooli velkakovenanteilla on yrityksen osin-
gonjaon kontrolloinnissa, sekä miten tämän kautta voidaan vaikuttaa velkojan ja osakkeenomistajan
välisen intressiristiriidan agenttikustannuksiin. Tutkielma toteutettiin kirjallisuuskatsauksen meto-
dologisin keinoin, keräämällä ja tiivistämällä tutkimusongelmien kannalta olennaista tietoa kirjalli-
suudesta ja muodostamalla sen pohjalta vastaukset valittuihin tutkimusongelmiin. Tässä luvussa
muodostetaan vastaukset aiemmissa luvuissa käsitellyn kirjallisuuden pohjalta tutkimuksen päätut-
kimusongelmaan ja alatutkimusongelmiin. Luvun lopussa muodostetaan tutkielman keskeiset johto-
päätökset.

Kirjallisuudesta osinkojen rajoittamiseen soveltuvia kovenantteja etsiessä, vastaan tuli hyvin suo-
raan tähän tarkoitukseen keskittyvä osinkokovenantti. Tämä keskittyisi aineiston mukaan juuri osin-
kojen tarkasteluun, mutta kirjallisuuden perusteella todellisuudessa osinkojen rajoittamiseen käytet-
tävät kovenantit eivät keskity pelkästään osinkoihin (Smith & Warner 1979, 131). Bratton (2016,
471) toi esille paremmin tätä kokonaisuutta kuvaavan varojen jakoa rajoittavan kovenantin. Koska
tämä kovenantti vastaa paremmin yleisesti käytössä olevia kovenantteja, on se tutkimusongelmien
kannalta soveltuvin kovenantti. Tutkielmassa tuli lisäksi esille, että näitä kovenantteja voidaan tu-
kea muilla, esimerkiksi velkaan rajoituksia luovilla kovenanteilla. Näiden vaikutus osinkojen ja-
koon on kuitenkin välillinen, joten ne eivät ole tutkielman kannalta yhtä keskeisiä.

Kirjallisuus osoitti, että varojen jakoa rajoittavista kovenanteista löytyy löyhempiä ja tiukempia ver-
sioita. Erilaisten versioiden tarkoitus ja pääidea on usein sama, mutta ne eroavat lähtökohtaisesti
toisistaan eri toimintamekaniikkojen kautta (Bratton 2016, 471-472). Kirjallisuuden mukaan, tällai-
set kovenantit usein vain rajoittavat osinkoja, eivätkä tyypillisesti kiellä niitä kokonaan (Bratton
2006, 55). Löyhemmät versiot perustuvat pääosin osinkojen jakamisen sallimiseen kertyneistä
laina-aikana syntyneistä jakokelpoiseksi määritellyistä voittovaroista. Tätä järjestelmää kutsutaan
aineistossa builder basketiksi (Bratton 2016, 471). Aineistossa tiukempien versioiden kerrottiin
usein toimivan huomattavasti suuremmalla tavalla ja usein asettavan määrällisiä rajoja osinkojen
määrälle tietyllä ajanjaksolla. Tiukemmissa versioissa oikeus jakaa osinkoa, voidaan olla sidottu

taloudellisten testien toteutumiseen, liittyen esimerkiksi johonkin tunnuslukuun tai luottoluokitukseen. Kovenanttien rajoitukset voidaan myös rajata toisten kovenanttien toteutumiseen. (Bratton 2016, 471-472.) Varojen jakoa rajoittavissa kovenanteissa, nämä rajoitukset eivät kohdistu vain osinkoihin vaan myös muihin varojenjaon keinoihin. Aineiston mukaan kovenantit eivät myöskään vaikuta vain rajoittamalla varojenjako, vaan kovenanttien rikkomisesta syntyvät oikeudet velkojalle ovat osa mekanismeja. Rikkomus voi johtaa rikkomuksesta luopumiseen, uudelleenneuvotteluun tai pahimmassa tapauksessa lainan eräännyttämiseen. Nämä vahvistavat velkojan neuvotteluasemaa.

Kirjallisuudessa hyödyksi varojen jakoa rajoittavien kovenanttien käytöstä liitettiin erityisesti agenttiongelman liittyvien intressiristiriitojen vähentyminen. Näistä keskeisimpinä esille tulivat varojen ulosvetojen kontrollointi ja ali-investointiongelman hillitseminen. Käytöstä kerrottiin aiheutuvan myös lainan turvallisuuden ja velkojan aseman parantuminen. Tämän taas kerrottiin puolestaan nostavan lainan arvoa. Kirjallisuus toi lisäksi esille, että näiden kovenanttien käyttö voi hyödyttää myös velallista. Ensinnäkin kovenanttien kerrottiin jossain tilanteissa mahdollistavan yritykselle velan saannin tai ainakin helpottavan sitä. Tämän lisäksi niiden kerrottiin kasvattavan yrityksen velkapaasiteettia ja alentavan lainan kustannuksia.

Kirjallisuuden mukaan keskeisimmät haitat varojen jakoa rajoittavien kovenanttien käytöstä koskevat pääosin velallista. Ensinnäkin kovenantit rajoittavat yrityksen varallisuuden jakoa osakkeenomistajille ja tämän lisäksi ne myös rajoittavat yrityksen johdon joustavuutta. Velkojille niistä aiheutuu esimerkiksi kustannuksia itse kovenantteja tehdessä ja myöhemmin niiden valvonnassa. Myös sopimusrikkomuksen tai uudelleenneuvottelun tapahtuessa, velkojille syntyy kustannuksia. Aiemmin aineistossa käsitellyt tiukemmat kovenantit voivat aiheuttaa sekä velkojalle että velalliselle haittaa. Tämä voi tapahtua esimerkiksi talousvaikeuksien sattuessa tai kasvuyrityksissä, joissa tiukat kovenantit voivat vahingoittaa yritystä. Todella tiukat kovenantit esimerkiksi osingonjakoon liittyen voivat lisäksi aiheuttaa yli-investointia. Lisäksi kirjallisuus mainitsee liian suoraan vaikuttavien kovenanttien olevan riski velkojan rajatun vastuun asemalle.

Kirjallisuuden perusteella tarkastellessa osingonjakoa agenttiteorian viitekehyksessä ei sitä nähdä vain voitonjakona, vaan osana laajaa ja monimutkaista velkojan ja osakkeenomistajan välistä intressiristiriitaa. Velkakovenanttien rooli on toimia kontrolloinnin työkaluna tähän intressiristiriitaan liittyvissä tilanteissa, joissa varainsiirrot osakkeenomistajille voisivat heikentää velkojan asemaa. Kirjallisuuden perusteella tähän tarkoitukseen soveltuu erityisesti varojen jakoa rajoittavat kovenantit. Nämä kovenantit rajoittavat osinkoja ja muita varojen jaon tapoja määrittelemällä niille ehtoja,

asettamalla niille rajoja, sekä sitomalla niitä taloudellisiin testeihin tai muihin kovenantteihin. Näiden mekanismien avulla pyritään estämään mahdollisuus velkojien kustannuksella tapahtuvaan varojen siirtoon osakkeenomistajille. Tämän takia kovenantit vähentävät velkojan ja osakkeenomistajan väliseen intressiristiriitaan liittyviä agenttikustannuksia. Kirjallisuuden perusteella tämä näkyy erityisesti velkojan asemaa heikentävien varallisuussiirtojen rajoittumisena ja jossain tilanteissa niiden käyttö myös heikentää ali-investoinnin houkuttelevuutta. Kirjallisuuden perusteella kovenantit eivät kuitenkaan ratkaise täysin agenttiongelmia. Tämä johtuu siitä, että niiden käyttö voi aiheuttaa haittoja niin velkojille, kuin myös velallisille. Haitat voivat ilmetä esimerkiksi joustavuuden heikkenemisenä tai valvonnasta syntyvinä kustannuksina. Jossain tilanteissa käyttö voi johtaa myös yli-investointi-agenttiongelmien. Täten voidaan todeta, että varojen jakoa rajoittavat kovenantit eivät ratkaise velkojan ja osakkeenomistajan välistä ristiriitaa kokonaisuudessaan, vaan ennemmin hillitsevät sitä sopimusrakenteiden kautta, osaltaan mahdollistaen velkasuhteen toimivuuden.

6.2 Jatkotutkimuksen tarve

Kirjallisuuden perusteella tutkielmaan liittyvät teemat ovat todella laajoja. Tämän lisäksi tutkielmaan liittyviä asioita tarkasteltiin vain käsiteanalyttisesti. Tässä hyvin rajatussa aiheessa tuli esille asioita joiden tarkasteleminen voisi olla hyödyllistä jatkotutkimuksessa. Esimerkiksi olisi hyvä selvittää miten kovenanttien tiukkuus vaikuttaa yritysten toimintaan ja niiden asettamisen kannattavuuteen empiirisesti. Olisi myös kiinnostavaa selvittää tarkemmin empiirisen tutkimuksen kautta, mitä sopimusrikkomuksissa yleensä todella tapahtuu.

7 Läheteet

- Adams, John – A. Khan, Hafiz T. – Raeside, Robert (2014) Research Methods for Business and Social Science Students. 2. p. Sage
- Bali, Turan G – Subrahmanyam, Avanidhar – Wen, Quen (2021) The Macroeconomic Uncertainty Premium in Corporate Bond Market. *Journal Of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 56 (5), 1653–1678.
- Berle, Adolf A. – Means, Gardiner C. (1930) Corporations and the Public Investor. *The American Economic Review*, Vol. 20 (1), 54-71.
- Berlin, Mitchell – Mester, Loretta J. (1992) Debt covenants and renegotiation. *Journal of financial intermediation*, Vol. 2 (2), 95-133.
- Black, Fischer (1976) The dividend puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 2(2), 5-8.
- Bratton, William W. (2006) Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process. *European business organization law review*, Vol. 7(1), 39-87.
- Bratton, William W. (2016) Bond and loan covenants, theory and practice. *Capital Markets Law Journal*, Vol. 11 (4), 461–485.
- Bräuning, Falk – Ivashina, Victoria – Ozdagli, Ali (2025) High-Yield Debt Covenants and Their Real Effects. *The Review of financial studies*, hhaf069. <<https://doi.org/10.1093/rfs/hhaf069>>, haettu 16.5.2026
- Central Bank of Ireland 17.11.2025 Stretched valuations in global markets and economic uncertainty are the main risks facing Ireland’s financial system – Financial Stability Review. <<https://www.centralbank.ie/news/article/press-release-financial-stability-review-17-November-2025>>, haettu 2.2.2026

- Chen, Kevin C. W. – Wei, John K. C. (1993) Creditors' Decisions to Waive Violations of Accounting-Based Debt Covenants. *The Accounting Review*, Vol. 68 (2), 218-232.
- Eisenhardt, Kathleen M. (1989) Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management review*, Vol. 14 (1), 57-74.
- Freudenberg, Felix – Imbierowicz, Björn – Saunders, Anthony – Steffen, Sascha (2017) Covenant violations and dynamic loan contracting. *Journal of corporate finance*, Vol. 45, 540-565.
- Goyal, Vidhan K. (2005) Market discipline of bank risk: Evidence from subordinated debt contracts. *Journal of financial intermediation*, Vol. 14 (3), 318-350.
- Jensen, Michael C. – Meckling, William H. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, Vol. 3 (4), 305-360.
- Kalay, Avner (1982) Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints. *Journal of financial economics*, Vol. 10 (2), 211-233.
- Kim, Hyun – Kim, Yura – Mantecon, Tomas – Song, Kyojik "Roy" (2019) Short-term institutional investors and agency costs of debt. *Journal of business research*, Vol. 95, 195-210.
- Mansi, Sattar A. – Qi, Yaxuan – Wald, John K. (2021) Bond covenants, bankruptcy risk, and the cost of debt. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 66.
- Nash, Robert C. – Netter, Jeffry M. – Poulsen, Annette B. (2003) Determinants of contractual relations between shareholders and bondholders: investment opportunities and restrictive covenants. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 9 (2), 201-232.
- Nini, Greg – Smith, David – Sufi, Amir (2012) Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value. *The Review of financial studies*, Vol. 25 (6), 1713-1761.
- Puusa, Anu (2008) Käsitemanalyysi tutkimusmenetelmänä. Premissi

Roberts, Michael R. – Sufi, Amir (2009) Renegotiation of financial contracts: Evidence from private credit agreements. *Journal of financial economics*, Vol. 93 (2), 159-184.

Sarkar, Sudipto (2023) Optimal restrictiveness of a financing covenant. *Journal of banking & finance*, Vol. 150.

Smith, Clifford W – Warner, Jerold B (1979) On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, Vol. 7 (2), 117–161.

Snyder, Hannah (2019) Literature review as a research methodology: An overview and guidelines. *Journal of Business Research*, Vol. 104, 333-339.

Wald, John (1999) Capital structure with dividend restrictions. *Journal of corporate finance*, Vol. 5(2), 193-208.

Wang, Jing (2017) Debt covenant design and creditor control rights: Evidence from the tightest covenant. *Journal of corporate finance*, Vol. 44, 331-352.

Vilkka, Hanna (2023) Kirjallisuuskatsaus metodina, opinnäytetyön osana ja tekstilajina. Art House, Helsinki.

Liitteet

Liite 1 Selvitys tekoälyn käytöstä

Olen käyttänyt generatiivista tekoälyä tämän kandidaatintutkielman laatimisessa. Tässä liitteessä kuvataan käyttämäni tekoälytyökalu, sen käyttötarkoitus ja sen avulla tekemäni toimet. Samalla vakuutan käyttäneeni tekoälyä asianmukaisella tavalla ja ilmoittaneeni sen käytöstä käytössä olevan ohjeistuksen mukaisella tavalla ja otan vastuun työni sisällöstä kokonaisuudessaan.

1. Käytetty tekoälytyökalu: Open Ai ChatGPT (Versio 5.4 ja 5.5).

- Käytön vaihe: Aineiston hankinta
- Käyttötarkoitus: Tekoälyn avulla selvitettiin tunnettuja aiheeseen soveltuvia tieteellisiä artikkeleita. Ideana oli selvittää vahvoja ja tunnettuja lähteitä tutkielmaa varten.
 - Esimerkki syötöstä tekoälyyn: Anna minulle 100 tunnettua vertaisarvioitua tieteellistä artikkelia, jotka keskittyvät (Oma Aihe).
- Todentaminen: Tekoälystä ei otettu suoraan mitään lähteitä, vaan etsin sen ehdottamia artikkeleita Turun yliopiston Volter-tietokannasta. Olin myös kriittinen ja valitsin vain mielestäni parhaiten soveltuvia lähteitä, jotka oli määritetty vertaisarvioituiksi.