



**TURUN  
YLIOPISTO**  
Kauppakorkeakoulu

# **Yksityisen velan rooli yritysrahoituksessa**

Pankkirahoituksen ja yksityisen velan vertailu

Laskentatoimi ja rahoitus,  
Laskentatoimen ja rahoituksen laitos  
kandidaatintutkielma

Laatija:  
Roope Korkiakangas

Ohjaaja:  
KTM, Matti Niinikoski

19.4.2026

Turku

Opiskelijan lausunto tekoölyn 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 laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Kandidaatintutkielma

**Oppiaine:** Laskentatoimi ja rahoitus

**Tekijä:** Roope Korhokangas

**Otsikko:** Yksityisen velan rooli yritysrahoituksessa. Pankkirahoituksen ja yksityisen velan vertailu.

**Ohjaaja:** KTM Matti Niinikoski

**Sivumäärä:** 28 sivua (+ liitteet 1 sivu)

**Päivämäärä:** 19.04.2026

## Tiivistelmä

Private credit eli yksityisen velan markkina on kasvanut 2010- ja 2020-luvulla merkittävästi. Suosion kasvuun on vaikuttanut pankkisääntelyn kiristyminen finanssikriisin jälkeen, mutta myös yksityisen velan tarjoamat mahdollisuudet ja sen ominaisuudet, jotka erottavat sen perinteisestä pankkirahoituksesta. Yksityiset velkarahastot kilpailevatkin nykyään pankkien kanssa yritysten rahoittamisesta, eikä kyse ole enää kaikkein riskisimpien yritysten rahoittamisesta vaan yksityisen velan rooli esimerkiksi velkarahoitteisissa yritysostoissa on merkittävä.

Tämän tutkielman tavoitteena on selvittää, miksi yritykset hyödyntävät yksityistä velkaa perinteisen pankkirahoituksen sijaan. Aihetta lähestytään kysynnän ja tarjonnan näkökulmista. Tarjontanäkökulmaa tutkitaan yritys kohtaisten tekijöiden kautta ja tutkitaan, miten ne vaikuttavat rahoituksen saatavuuteen. Kysyntänäkökulmassa yksityistä velkaa lähestytään strategisena valintana, jossa yritys joutuu valitsemaan joustavamman yksityisen velan ja halvemmän pankkirahoituksen väliltä.

Tutkielma toteutettiin kirjallisuuskatsauksena, jossa lähteinä käytetään aiheeseen liittyvää tieteellistä kirjallisuutta, tieteellisissä julkaisuissa ilmestyneitä artikkeleita sekä muuta aiheeseen liittyvää tieteellistä tutkimusta. Ajankohtaisiin tilastoihin ja lukuihin on käytetty lähteinä alalla toimivien tai alaa tutkivien toimijoiden artikkeleita ja raportteja. Tutkielman pohja perustuu klassisiin yritysrahoituksen teorioihin, joiden lisäksi tutkielmassa on pyritty hyödyntämään mahdollisimman uutta tutkimusta, joka on ilmestynyt etenkin 2008 finanssikriisin jälkeen.

Tutkielman tulokset osoittavat, että finanssikriisin jälkeinen pankkisääntelyn kiristyminen johti pankkien osittaiseen vetäytymiseen kaikista riskisimpien yritysten rahoittamisesta, koska huonomman luottoluokituksen omaavien yritysten rahoittaminen sitoo enemmän pankin pääomia kuin riskittömät yrityslainat. Tämän takia etenkin huonomman luottoluokituksen omaavat yritykset jäivät useammin ilman rahoitusta, josta syntyi markkinoille rahoitusvaje. Tätä tarjonnan laskua tuli paikkaamaan yksityisillä velkamarkkinoilla toimivat yritykset, jotka toimivat pankkisääntelyn ulkopuolella.

Tutkielman perusteella yksityisen velan kysyntä on jatkanut kasvuaan, mikä tarkoittaa, että myös paremman luottoluokituksen omaavat yritykset ovat alkaneet hyödyntämään yksityistä velkaa, koska se eroaa ominaisuuksiltaan perinteisestä pankkilainasta muun muassa joustavuudellaan ja toteutusvarmuudella. Yksityisestä velasta on tullut kilpailukykyinen rahoitusinstrumentti, joka kilpailee perinteisen pankkirahoituksen kanssa yritysten rahoittamisesta.

**Avainsanat:** yritysrahoitus, yksityinen velka, pankkirahoitus, luottoriski, epäsymmetrinen informaatio, joustavuus

# SISÄLLYS

<b>1</b>	<b>Johdanto</b>	<b>5</b>
1.1	Johdatus aiheeseen	5
1.2	Tutkielman tavoitteet ja rajaukset	6
<b>2</b>	<b>Yksityinen velka</b>	<b>8</b>
2.1	Yksityinen velka - kehitys ja markkinan muutos	8
2.2	Käyttömahdollisuudet ja strategiat	8
2.2.1	Suora lainananto (Direct lending)	8
2.2.2	Kiinteistövelka (Real estate debt)	9
2.2.3	Omaisuusvakuudellinen rahoitus (Asset-based finance)	9
<b>3</b>	<b>Epäsymmetrinen informaatio ja yritysrahoitus</b>	<b>11</b>
3.1	Moraalikato ja agenttiongelman	11
3.1.1	Agenttiongelman	11
3.1.2	Agenttikustannukset	12
3.2	Pankkien rooli ja delegoitu valvonta	14
<b>4</b>	<b>Luottoriski ja pankkirahoituksen saatavuus</b>	<b>16</b>
4.1	Luottolaadun merkitys rahoituksen saatavuuteen	16
4.2	Säätelyn vaikutus pankkirahoituksen saatavuuteen	17
4.3	Yksityisen velan rooli rahoitusvajeen täyttämässä	19
<b>5</b>	<b>Valvonnan ja joustavuuden vaikutus rahoituspäätökseen</b>	<b>21</b>
5.1	Valvonta ja kovenanttien joustavuus	21
5.2	Rahoitusprosessin nopeus	22
5.3	Yksityinen velka strategisena valintana	23
<b>6</b>	<b>Johtopäätökset</b>	<b>25</b>
	<b>Lähteet</b>	<b>28</b>
	<b>Liitteet</b>	<b>32</b>
	Liite 1 Selvitys tekoälyn käytöstä	32

# 1 Johdanto

## 1.1 Johdatus aiheeseen

Perinteiseksi nähtyjen velkarahoitusmuotojen, kuten pankkilainojen ja velkakirjojen rinnalle on viimeisen kahden vuosikymmenen aikana noussut yksityinen, pankkien ulkopuolinen, velkarahoitus, jonka kasvu on ollut merkittävän nopeaa. Yksityinen velka eli Private Credit -markkina on kasvanut voimakkaasti viimeisen kymmenen vuoden aikana. Hallinnoitavien varojen määrä Yhdysvalloissa on kasvanut 0,5 biljoonasta dollarista yli 1,5 biljoonaan dollariin ja hallinnoitavien varojen odotetaan kasvavan edelleen vuoteen 2028 mennessä 3 biljoonaan dollariin, joka tarkoittaisi eksponentiaalista kasvua edellisiin vuosiin verrattuna (Moody's 2025).

Yksityisellä velalla tarkoitetaan pankkijärjestelmän ja -sääntelyn ulkopuolisia velkaratkaisuja, joiden suosio on kasvanut merkittävästi finanssikriisin jälkeen. Tässä tutkimuksessa Private Credit tarkoittaa suoraa vieraan pääoman rahoitusta, jonka alkuperä on sellaisilta tahoilta, jotka eivät kuulu pankkisääntelyn piiriin, kuten perinteiset pankit tai investointipankit. Tällaisia toimijoita ovat muun muassa erilaiset pääomarahastot, eläkerahastot tai muut yhtiöt, jotka eivät ole pankkisääntelyn piirissä (Lim ym. 2014). Tästä eteenpäin tutkielmassa tullaan käyttämään termiä yksityinen velka, kun puhutaan private creditistä.

Vaihtoehtoisten ulkoisten rahoitusmuotojen kysynnän kasvuun 2010- ja 2020-luvulla on vaikuttanut merkittävästi muutokset markkinoilla sekä sääntelyssä. Suurimpana syynä pankkien ulkopuolisen rahoituksen kysynnän kasvuun voidaan pitää pankkien kiristynyttä sääntelyä 2008 finanssikriisin jälkeen. Finanssikriisistä johtunut uuden sääntelyn implementointi johti pankkien vakavaraisuus- ja pääomavaatimusten nousuun ja pakotti pankkeja karsimaan riskillisimpiä lainojaan. Kiristynyt regulaatio johti pankkien vetäytymiseen riskillisimpien yritysten rahoittamisesta korkeiden pääomavaatimusten vuoksi. Pankkien vetäytyminen johti rahoitusvajeeseen etenkin pienten ja keskisuurten yritysten markkinalla. Rahoitusvajetta tulivat paikkaamaan muun muassa varjopankit ja muut pankkien ulkopuoliset rahoittajat, koska niitä eivät koskeneet samat pääomarajoitukset kuin perinteisiä pankkeja (Irani ym. 2021).

Perinteisillä pankeilla on edelleen merkittävä kilpailuetu suhteessa yksityistä rahoitusta tarjoaviin yrityksiin, koska perinteisillä pankeilla on edelleen pääsy erittäin halpaan pääomaan, joka koostuu pääsääntöisesti pankkitalletuksista, joita ne pystyvät hyödyntämään lainanannossa ja näin tarjoamaan lainaa matalammalla korolla kuin yksityiset velkarahastot. Tosin perinteisiä pankkeja rasittavat tiukat pääomavaatimukset, jotka sitovat pankin omaa pääomaa ja näin rajoittavat pankin

mahdollisuutta rahoittaa kaikkia yrityksiä. Yksityistä velkaa tarjoavat yritykset sen sijaan käyttävät lainanannossa joko kalliimpaa omaa pääomaa tai vierasta pääomaa, josta ne joutuvat maksamaan korkeampaa korkoa kuin pankki saamilleen talletuksille (Nesbitt 2019, 21–22).

Pelkästään tarjonnan kasvu pankkisääntelyn kiristyttyä ei selitä yksityisen velkamarkkinan kasvua, koska tarjonnan kasvaessa täytyy pankkien ulkopuoliselle rahoitukselle olla myös kysyntää. Rahoitusteorian pohjalta täytyy kuitenkin pohtia, mikä saa rationaalisen yrityksen johtoryhmän, joka tavoittelee omistaja-arvon maksimointia, valitsemaan usein kalliimman pankin ulkopuolisen velan perinteisen pankkilainan sijasta. Voidaan siis päätellä, että yksityisen pankkien ulkopuolisen velkarahoituksen on tarjottava yritykselle erilaisia etuja kuin hinta, kuten löyhempiä sopimusehtoja tai joustavuutta, jotka kompensoivat lainan kalliimpaa hintaa (Biswas ym. 2025, 11–12).

Yksityisen velkamarkkinan tutkiminen on ajankohtaista, sillä se ei ole enää pelkkä riskillisimpien yritysten tapa hankkia rahoitusta vaan siitä on tullut valtavirtaa ja toimijat, jotka toimivat yksityisen velan markkinoilla kilpailevat yhä useammin perinteisten pankkien kanssa. Esimerkiksi suurin osa pääomarahastojen tekemistä velkarahoitteisista yritysostoista tehdään käyttäen yksityistä velkaa. Aiemmin yksityisen velkamarkkinan kasvua ajoi pankkien vetäytyminen riskillisimpien yritysten rahoittamisesta, mutta pankkien riskinottohalukkuuden lisääntyttä viime vuosien aikana, on perinteisen pankkilainan ja yksityisen velan välinen kilpailu kiristynyt molempien rahoitusmuotojen tarjotessa tiettyjä mahdollisuuksia yrityksille (McKinsey 2025).

## 1.2 Tutkielman tavoitteet ja rajaukset

Tämän tutkielman tavoitteena on selvittää, mitkä eri seikat vaikuttavat valintaan perinteisen pankkilainan ja pankin ulkopuolisen yksityisen velkarahoituksen välillä. Tutkielmassa pyritään tuomaan esiin sekä lainanantajan että velallisen näkökulma, ja pyritään tunnistamaan, miksi rationaalisesti toimiva yritys haluaisi valita usein kalliimman yksityisen velan perinteisen pankkilainan sijasta ja, miksi taas jotkut yritykset ovat pakotettuja käyttämään yksityistä velkaa perinteisen pankkirahoituksen sijasta. Tutkielmassa yksityistä velkaa käsitellään ensisijaisesti suoran lainanannon näkökulmasta. Tässä tutkielmassa vastataan seuraaviin tutkimuskysymyksiin:

- Miksi yritykset käyttävät yksityistä velkaa perinteisen pankkirahoituksen sijaan?
- Miten luottoriski ja epäsymmetrinen informaatio vaikuttavat rahoituksen saatavuuteen pankista?

Tutkielman päätutkimusmenetelmänä toimii kirjallisuuskatsaus. Kirjallisuuskatsauksessa lähteinä käytetään aiheeseen liittyvää tieteellistä kirjallisuutta, tieteellisissä julkaisuissa ilmestyneitä artikkeleita sekä muuta aiheeseen liittyvää tieteellistä tutkimusta.

Koska tieteellisessä tutkimuksessa yksityisen velkarahoituksen määritelmä on muuttunut ajan saatossa ja varhaisessa tutkimuksessa käytetään termejä kuten Finance Company, jotka olivat isojen yritysten rahoitusyksiköitä (Carey ym. 1998) eivätkä varsinaisia rahoitukseen erikoistuneita instituutioita kuten nykyään. Tutkittaessa yksityisen velan roolia modernissa yritysrahoituksessa hyödynnetään tässä tutkielmassa lähteinä pääsääntöisesti tieteellisiä tutkimuksia ja artikkeleita, jotka ovat ilmestyneet 2000-luvulla ja etenkin 2008 finanssikriisin jälkeen. Tässä tutkielmassa yksityinen velka viittaa sen moderniin määritelmään institutionaalisten sijoittajien kuten PE-rahastojen, yksityisten velkarahastojen tai muiden rahoitusyhtiöiden harjoittamaan suoraan lainanantoon, jota ei koske pankkien pääomavaatimukset ja sääntely.

Tutkielmassa vertaillaan ainoastaan pankkien tarjoamaa rahoitusta yksityiseen pankkien ulkopuoliseen rahoitukseen. Tarkastelun ulkopuolelle on jätetty julkiset velkakirjamarkkinat, joihin lukeutuu muun muassa yritysten omat liikkeelle laskemat joukkovelkakirjat ja muut jälkimarkkinakelpoiset velkainstrumentit.

## 2 Yksityinen velka

### 2.1 Yksityinen velka - kehitys ja markkinan muutos

Yksityinen velka on yläkäsite, jonka määritelmä ei ole yksiselitteinen, vaan käsitteen määritelmä on muuttunut ajan saatossa markkinoiden ja sääntelyn kehittyessä ja sillä on tarkoitettu erilaisia pankkien ulkopuolisen rahoituksen lähteitä. Pääsääntönä voidaan pitää, että yksityinen velka kattaa pankkisektorin ulkopuolisen rahoituksen, jota ei ole julkisesti laskettu liikkeelle velkakirjan tai muun velkainstrumentin muodossa, eikä sillä voida käydä kauppaa julkisilla rahoitusmarkkinoilla.

Yksityisellä velalla on ollut monia erilaisia merkityksiä historiassa. Varhaisimmassa vaiheessa yksityistä velkarahoitusta tarjoavat yhtiöt eivät suinkaan olleet rahoitukseen erikoistuneita instituutioita vaan rahoitusyhtiöitä, jotka eivät ottaneet vastaan talletuksia, joten ne toimivat pankkiregulaation ulkopuolella. Tällaiset rahoitusyhtiöt eivät olleet itsenäisiä rahoittajia vaan ne olivat tyypillisesti suuryritysten kokonaan omistamia tytäryhtiöitä tai rahoitusosastoja, jotka olivat tunnettuja siitä, että ne myönsivät korkeakorkoisia luottoja riskillisimmille yrityksille (Carey ym. 1998).

Yksityinen velka on edelleen suhteellisen uusi omaisuusluokka sen nykyisessä muodossa. 2010-luvulla ja etenkin 2008 finanssikriisin jälkeen, kun pankit lopettivat riskillisimpien lainojen myöntämisen kiristyneen sääntelyn vuoksi, on yksityisen velkarahoituksen suosio jatkanut kasvuaan. Yksityinen velka käsittää nykyisessä muodossaan erilaisia sijoitusstrategioita, kuten suora lainananto (direct lending), omaisuusvakuudellinen rahoitus (asset-based finance) ja kollateraaliset vakuudelliset velkasitoumukset (CLO) (Franklin Templeton 2025).

Toisin kuin vielä ennen 2000-lukua suurimmat yksityiset velkarahoittajat olivat suurten teollisuusyritysten tytäryhtiöitä tai rahoitusosastoja, mutta nykyään suurimmat toimijat ovat kansainvälisiä institutionaalisia varainhoitoyhtiöitä, kuten Apollo Global Management Inc. ja Blackstone Inc. (S&P Global Market Intelligence 2025). Varainhoitoyhtiöiden lisäksi yksityisillä velkamarkkinoilla toimii myös pääomarahastoja, eläkevakuutusyhtiöitä sekä business development -yrityksiä.

### 2.2 Käyttömahdollisuudet ja strategiat

#### 2.2.1 Suora lainananto (Direct lending)

Suora lainananto on verrattavissa pankkien tarjoamaan lainanantoon, jossa yksityistä velkarahoitusta tarjoava yritys tai instituutio tarjoaa pitkäaikaista velkaa yrityksen käyttöön. Suora lainananto perustuu vain yrityksen luottokelpoisuuteen ja sitä hyödyntävät usein keskikokoiset yritykset,

joiden liikevaihto on 10 miljoonan ja yhden miljardin välillä. Yritys voi käyttää yksityistä velkara-  
hoitusta samalla tavalla kuin perinteistä pankkilainaa rahoittamaan kasvua tai investointeja. Tyypil-  
lisesti yksityistä velkaa myöntävät varainhoitoyhtiöt, jotka saavat varansa institutionaalisilta sijoitta-  
jilta.

Yksityinen suora lainananto houkuttelee sijoittajia, koska ne tarjoavat parempia tuottoja perinteisiin  
investment grade -velkakirjoihin verrattuna. Usein yksityisen velan etuna voidaan pitää myös niiden  
lyhyempää maturiteettia, sekä muuttuvaa korkoa. Suora velka on usein sidottu lyhyeen keskuspan-  
kin määrittämään korkoon lisättyä likviditeetti- ja luottoriskipreemiolla. Perinteiset velkakirjat  
ovat usein kiinteäkorkoisia, joten ne kärsivät etenkin korkojen nousun aikana, kun velkakirjojen  
hinnat laskevat (Nesbitt 2019, 20–23).

### 2.2.2 Kiinteistövelka (Real estate debt)

Tyypillisesti investoinnit kiinteistöihin ja niiden hankinta vaativat yrityksiltä suuria pääomia ja  
usein kiinteistöinvestoinneissa turvaudutaan ulkoiseen velkarahoitukseen, koska yrityksen oma kas-  
savirta ei todennäköisesti riitä investoinnin läpi viemiseen. Lisäksi käyttämällä velkaa ison inves-  
toinnin rahoittamiseen yritys pystyy hyödyntämään velan tuomaa vipuvaikutusta oman pääoman  
tuoton parantamiseksi.

Kiinteistöinvestoinnit tarjoavatkin yksityisille velkasijoittajille hyviä sijoitusmahdollisuuksia. Yksi-  
tyinen velka tarjoaa joustavasti erilaisia mahdollisuuksia strukturoida rahoitus velallisen tarpeiden  
mukaan ja jakaa velka eri senioriteetin tasoille, jotka tarjoavat erilaisia riskiprofiileja ja tuottomah-  
dollisuuksia sijoittajille. Riippuen velan riskiprofiilista ja kiinteistöhankkeen lainoitusasteesta kiin-  
teistövelalle maksettava premio voi vaihdella 300 ja 1 200 korkopisteen välillä (Nesbitt 2019, 181–  
183).

### 2.2.3 Omaisuusvakuudellinen rahoitus (Asset-based finance)

Omaisuusvakuudellinen rahoitusstrategia eroaa suorasta tai mezzanine-tyyppisestä rahoituksesta.  
Tyypillisesti suora tai mezzanine-rahoitus perustuu vain velallisen luottokelpoisuuteen tai yritysar-  
voon, kun taas vakuudellisessa rahoituksessa velan vakuudeksi asetetaan kiinnitys, joka voi olla  
konkreettinen omaisuususerä tai rahoitusvaroja kuten osakkeita tai velkakirjoja. Velkoja, joka lainaa  
yritykselle vakuutta vastaan, on myös etuoikeutettu saamaan lainan vakuutena olevan omaisuususerän  
ennen muita velkoja (Nesbitt 2019, 189–191). Mikäli velallinen ei pysty suoriutumaan

velvoitteistaan maksaa lainaa takaisin velkojalle, on velkojalla oikeus myydä lainan vakuudeksi annettu pantti ja käyttää pantin myynnistä saadut tuotot lainan maksuun (Finanssivalvonta 2025).

Vakuudellista rahoitusta hyödyntävät etenkin pienet ja keskisuuret yritykset, jotka tarvitsevat esimerkiksi nettokäyttöpääomarahoitusta rahoittaakseen varaston tai myyntisaamisten kasvua. Ennen pankkisääntelyn kiristymistä perinteiset pankit palvelivat tämän tyyppistä asiakaskuntaa, mutta pääomavaatimusten noustua finanssikriisin jälkeen, tämä rahoituksen muoto on vähentynyt ja sitä on tullut korvaamaan yksityinen velka. Kun halutaan kasvattaa varaston arvoa tai myyntisaamisten määrää, velkojan myöntämän velan määrä on määrätty prosenttiosuus velallisen sen hetkisistä myyntisaamisista tai varaston arvosta. Käyttöpääomarahoitusta on yleisimmin käytössä oleva vakuudellisen rahoituksen muoto ja sen takia myös tämän rahoitusmuodon hinnoittelu on kilpailukykyisin lainaajan näkökulmasta. Vakuudellisen rahoituksen korko on usein kelluva ja on sidottu tiettyyn viitekorkoon, johon lisätään ennalta määrätty preemio, joka vaihtelee lainaajasta riippuen tyypillisesti 300 ja 600 korkopisteen välillä (Nesbitt 2019, 190–191).

Omaisuuksivakuudellinen rahoitus eroaa kiinteistövelasta luonteeltaan ja käyttötarkoitukseltaan. Kiinteistövelka on usein maturiteetiltaan merkittävästi pitkäaikaisempaa kuin omaisuusvakuudellinen velka. Lisäksi omaisuusvakuudellista velkaa käytetään kassavirran hallintaan ja velkacapasiteetti voi nousta esimerkiksi yrityksen varaston tai saatavien kasvaessa.

### 3 Epäsymmetrinen informaatio ja yritysrahoitus

Klassinen rahoitusteoria, kuten Modigliani ja Miller -teoria (1958), olettaa pääomamarkkinoiden toimivan täydellisesti. Modigliani ja Miller -teorian oletukset ovat seuraavat: 1) ei veroja tai muita transaktioihin liittyviä kustannuksia; 2) Markkinoilla vallitsee täydellinen informaatio eli epäsymmetristä informaatiota ei ole ja kaikilla markkinoilla toimivilla tahoilla on käytössään sama informaatio; 3) Yritykset ja yksityiset lainaajat saavat lainaa samalla riskittömällä korolla (Giglio 2022, 11–12). MM-teorian mukaan ja teorian asettamien oletusten ollessa voimassa yrityksen rahoituslähteellä ja -rakenteella ei ole väliä, mutta todellisuudessa markkinat eivät toimi täydellisesti vaan markkinoilla esiintyy epätehokkuuksia, joista yksi merkittävimmistä on epäsymmetrinen informaatio rahoittajien ja rahoitusta hakevien yritysten välillä. Epäsymmetrisesti jakautuneen informaation takia yrityksen rahoitusrakenteella on käytännössä merkitystä ja on syy sille, miksi yritykset suosivat ensisijaisesti sisäistä eli kassavirtapohjaista rahoitusta ja lainarahoitusta osakeannin sijaan, jos yrityksen täytyy hankkia rahoitusta ulkoisesta lähteestä (Myers & Majluf 1984, 189).

Tässä luvussa tutkitaan, miten epäsymmetrisesti jakautunut informaatio yritysten ja rahoittajien välillä vaikuttaa ulkoisen velkarahoituksen saatavuuteen. Luvussa käsitellään moraalikatoa ja agenttiteoriaa, jonka riski kasvaa, kun yritys saa ulkoista rahoitusta. Lisäksi luvussa tarkastellaan, miten rahoittajat, yksityiset lainanantajat ja pankit, toimivat yritysten keskitettyinä valvojina ja lopuksi tutkitaan vielä, miten luoton säännöstely ja haitallinen valikoituminen vaikuttavat rahoituksen saatavuuteen, ja miten huonon luottoluokituksen omaavat yritykset voivat jäädä kokonaan ilman rahoitusta.

#### 3.1 Moraalikato ja agenttiongelmia

##### 3.1.1 Agenttiongelmia

Kun yritys saa ulkopuolista velkarahoitusta, syntyy rahoittajan ja yrityksen omistajien välille ristiriita, jota kutsutaan rahoitusteoriassa agenttiongelmaksi. Klassisen agenttiteorian (agency theory) loivat Jensen ja Meckling (1976). Klassinen agenttiteoria käsittelee kahden eri tahon, päämiehen (principal) ja agentin (agent), välistä intressiristiriitaa, joka syntyy, kun agentti lupautuu alun perin suorittamaan päämiehelle sovitun tehtävän ja päämies luovuttaa päätäntävällän agentille.

Agenttiongelmia syntyy, kun molemmat sopimuksen osapuolet eli agentti ja päämies pyrkivät rationaalisina toimijoina maksimoimaan oman etunsa. Koska molemmilla osapuolilla on omat intressit,

jotka eivät täysimääräisesti kohtaa, on olemassa erittäin suuri riski siitä, että agentti toimii omien intressiensä mukaisesti maksimoiden vain omaa hyötyään, jolloin kärsijänä on päämies, kun agentti ei toimi tämän intressien mukaisesti (Jensen & Meckling 1976, 308). Jos agentti ei toimi päämiehen etujen mukaisesti, kutsutaan tätä moraalikadoksi eli agentti maksimoi vain omaa hyötyään ottamatta ollenkaan huomioon päätösten vaikutuksia päämieheen.

Velkarahoituksen kontekstissa päämiehenä toimii rahoituksen tarjoaja kuten pankki tai yksityinen lainanantaja ja agenttina rahoitusta saava yritys ja sen johto, joka tekee päätökset sen suhteen, millaisiin investointeihin tai projekteihin laina käytetään. Koska yrityksen ylin johto tuntee yrityksen operatiivisen toiminnan ja arjen paremmin kuin velkoja, on velkojan ja yrityksen välillä epäsymmetrisesti jakautunutta informaatiota, joka lisää moraalikadon riskiä.

Jensen ja Meckling (1976) käsittelevät moraalikatoa teoriassaan vieraan pääoman kannustinvaikutuksena. Koska yrityksen johto ja sen omistajat ovat vastuussa vain yritykseen sijoitetusta omasta pääomasta, kannustaa ulkoinen vieras pääoma liialliseen riskinottoon. Kannustin riskinottoon muodostuu, kun yritys voi valita useammasta kannattavasta, mutta riskiprofiililtaan erilaisista investointikohteista. Koska omistajat voivat menettää vain sijoittamansa oman pääoman, kannustaa velkaheitä valitsemaan riskillisemmän investointikohteen, sillä epäonnistuessaan velkoja kärsii suurimmat tappiot, mutta onnistuessaan omistajat hyötyvät eniten, kun velkoja saa tuottona vain velalle maksettavan koron (Jensen & Meckling 1976, 334–335).

### 3.1.2 Agenttikustannukset

Päämiehen ja agentin välillä vallitsee siis epäsymmetrinen informaatio, koska päämies ei pysty havaitsemaan, toimiiko agentti päämiehen edun maksimoivalla tavalla. Päämies haluaa kuitenkin varmuuden siitä, että agentti toimii mahdollisimman hyvin myös päämiehen etujen mukaisesti. Päämies ei pysty ilmaiseksi varmistumaan siitä, että agentti toimii näin, joten valvonnasta syntyy kustannuksia, joita kutsutaan agenttikustannuksiksi (Agency cost).

Agenttikustannuksia syntyy sekä velkojalle, että velalliselle yritykselle. Agenttikustannuksia syntyy velkojalle ja velalliselle eri syistä. Agenttikustannukset voidaan jakaa karkeasti kolmeen kategoriaan. Ensimmäinen agenttikustannus johtuu siitä, että velka voi johtaa yrityksen tai rahoittajan varallisuuden menetyksiin. Velan kannustinvaikutus johtaa yrityksen vaihtoehtoiskustannukseen, joka vastaa parhaan vaihtoehdon menetettyä tuottoa. Koska yrityksen johdolla on kannustin kasvattaa omistajien varallisuutta valitsemalla riskipitoisia projekteja parhaiden sijaan, johtaa tällainen

toiminta jäännöstappioon, joka todellisuudessa laskee yrityksen arvoa. Velallinen kantaa tämän kustannuksen itse, koska velkoja on hinnoitellut riskin jo mukaan lainan korokoon (Myers 1977, 149).

Toinen agenttikustannus koostuu sitoutumis- ja valvontakustannuksista. Velkojan maksettavaksi tulevia valvontakustannuksia syntyy, kun velkoja pyrkii vähentämään riskiä velallisen yrityksen epätoivotulle toiminnalle, joka ei ole linjassa velkojan intressien kanssa. Tällaisia kustannuksia voi muodostua esimerkiksi, kun lainaehdoin kirjataan erilaisia kovenantteja, joilla pyritään rajoittamaan yritysjohtoon käyttäytymistä, joka olisi haitallista velkojan näkökulmasta. Vaikka valvonnasta aiheutuukin kustannuksia velkojalle, eivät ne tosiasiasa jää velkojan maksettavaksi, koska velkoja ottaa valvontakustannukset huomioon lainan hinnoittelussa ja vyöryttää ne velallisen maksettavaksi (Jensen & Meckling 1976, 337–338).

Velallinen yrityksen johto on tietoinen valvontakustannuksista ja tietää niiden viime kädessä tulevan heidän maksettavakseen. On siis johdon edun mukaista, että valvonnasta syntyvät kustannukset ovat mahdollisimman alhaiset. Tästä syystä johdon kannattaa sopia velkojan kanssa, että yritys teettää omatoimisesti selvitykset ja arviot, joita velkoja vaatii, jotta ne voidaan toteuttaa mahdollisimman kustannustehokkaasti. Tällainen velkojan vaatima selvitys voi olla esimerkiksi puolueeton tarkastus yrityksen tileihin, joka todennäköisesti tulee halvemmaksi, jos yritys teettää sen itse puolueettomalla tilintarkastajalla kuin se, että velkoja järjestäisi tarkastuksen yrityksen tileihin (Jensen ja Meckling 1976, 338–339).

Näiden agenttikustannusten lisäksi Jensen ja Meckling (1976) mainitsevat kolmanneksi agenttikustannukseksi konkurssi- ja uudelleenjärjestelykustannukset. Konkurssi ei ole velan kummallekaan osapuolelle ilmainen, koska konkurssi tai yrityksen uudelleenjärjestely vaativat juridisen prosessin, josta syntyy luonnollisesti kustannuksia, kuten asianajajien ja neuvonantajien palkkiot. Tämän takia yrityksen mennessä konkurssiin pienenee velkojan saama osuus, kun se yrittää periä velkojaan takaisin konkurssipesältä (Altman 1984, 1068). Kuten valvontakustannuksissakin, yritys on viime kädessä se taho, joka kantaa riskin konkurssista, koska velkoja ottaa konkurssiriskin huomioon lainan hinnoittelussa. Mitä korkeampi on yrityksen konkurssiriski, sitä korkeampi on velkojan vaatima riskipremio lainan päälle.

Agenttiongelma ja siitä aiheutuvat agenttikustannukset, jotka syntyvät valvonnasta, kun velkojan ja velallisen yrityksen intressit eivät kohtaa. Valvonnasta aiheutuvat kustannukset voivat olla merkittävä tekijä, kun yritys joutuu valitsemaan yksityisen velan ja perinteisen pankkilainan välillä. Perinteinen pankki voi suojautua velallisen luotto- ja konkurssiriskiltä asettamalla lainalle tiukkoja kovenantteja ja harjoittamalla tiukkaa valvontaa yritystä kohtaan (James 1987, 218, 230).

Vaihtoehtoisesti yritys voi saada lainaa löyhemmillä ehdoilla ja lainanantaja voi sietää moraalikadon riskiä, joka antaa yritykselle joustavuutta toiminnassaan, mutta vastineeksi yritys joutuu maksamaan lainastaan korkeampaa korkoa (Gârleanu & Zwiebel 2009, 752, 762–763).

### 3.2 Pankkien rooli ja delegoitu valvonta

Kuten Jensen ja Meckling (1976) toteavat rahan lainaaminen yrityksille aiheuttaa rahoittajille huomattavia kustannuksia, koska rahoitettuja yrityksiä täytyy myös valvoa ja kovenanttien noudattamista seurata. Tästä syystä tuleekin pohtia, mikä on rahoittajille kustannustehokkain tapa valvoa yrityksen toimintaa.

Jos yrityksellä on useita rahoittajia, syntyy kaksi erillistä ongelmaa. Mikäli jokainen rahoittaja valvoisi itse rahoitettavaa yritystä, ei valvonta olisi yhtä kattavaa tai tarpeeksi kattavan valvonnan kustannukset nousisivat yksittäiselle rahoittajalle kohtuuttoman korkeiksi. Lisäksi ei ole millään tasolla kustannustehokasta, jos jokainen rahoittaja joutuu tekemään samat selvitykset (Fama 1985, 36). Myöskään rahoitettavan yrityksen näkökulmasta ei ole järkevää, että jokainen rahoittaja teettää samat selvitykset, koska se teettää yrityksellä ylimääräistä työtä ja kuormittaa organisaatiota vieden aikaa liiketoiminnan kannalta tärkeiltä funktioilta (Easterbrook 1984, 654–655).

Toinen rahoittajalle aiheutuva ongelma on se, miten voidaan varmistua siitä, ettei hajautetussa rahoittajajoukossa ole vapaamatkustajia (free-rider), jotka pyrkivät välttämään valvonnasta aiheutuvia kustannuksia. Jokaisella rahoittajalla on oikeus valvoa yritystä ja sen johdon toimintaa, mutta yksittäisen rahoittajan ei sitä kannata tehdä. Rahoittajajoukon ollessa hajautettu yksittäisen rahoittajan kannustin suorittaa valvontaa on olematon, koska silloin yhden rahoittajan suorittaman valvonnan hyödyt valuvat ilmaiseksi muille sijoittajille (Stiglitz 1985, 136, 143, 148).

Yksittäisten rahoittajien suorittama yritysten valvonta ei ole kustannustehokasta, sillä se johtaa vapaamatkustajaongelmaan ja päällekkäiseen valvontaan liittyviin epätehokkuuksiin. Rahoituksen välittäjät, kuten pankit ja rahastot, tarjoavat tähän ongelmaan ratkaisun (Diamond 1984, 394). Diamond (1984) esittää, että yksittäisten rahoittajien sijasta pankin tulisi toimia delegoituna valvojana. Pankin ollessa delegoitu valvoja yksittäisten sijoittajien ei tarvitsisi huolehtia usein kalliista tiedonkeruusta sekä lainaehtojen noudattamisesta, vaan kaikki olisi ulkoistettu yhdelle rahoituksen välittäjälle, kuten pankille tai rahastolle. Delegoidun valvojan malli ratkaisee myös vapaamatkustajaongelman sekä keventää yrityksen hallinnollista kuormaa, koska jokainen rahoittaja ei vaadi samoja tietoja useaan kertaan.

Valvonnan delegoiminen pankille tai muulle rahoituksen välittäjälle ei kuitenkaan ole täysin ongelmattonta. Agenttiongelman ei poistu täysin, koska rahoituksen välittäjän valvoessa yritystä syntyy uuden tason agenttiongelman: kuka valvoo valvojaa. On kuitenkin rahoituksen välittäjän edun mukaista, että se voi myös tulevaisuudessa hankkia varoja tai talletuksia, joita sijoittaa. Välittäjän täytyy pystyä takaamaan rahoittajilleen luvattu tuotto ja tekemään tuottoa itselleen välttääkseen maksukyvyttömyyden. Välittäjä voi ratkaista tämän ongelman ja pienentää delegoinnin kustannuksia, hajauttamalla varansa toisistaan riippumattomista investoinneista koostuvaan lainaportfolioon, mikä pienentää lainasalkun kokonaisriskiä ja takaa tallettajille vaaditun tuoton (Diamond 1984, 393, 395).

Diamondin (1984) malli käsittelee perinteisiä pankkeja, mutta se soveltuu erinomaisesti myös moderniin rahoitukseen ja yksityisen velan markkinaan. Yksityistä velkaa tarjoavat rahastot toimivat pankkisääntelyn ulkopuolella, mutta niillä on samanlainen delegoidun valvojan rooli kuin perinteisilläkin pankeilla, sillä ne keräävät varoja eri lähteistä ja rahoittavat niillä yrityksiä. Yksityisen velan tarjoajat tekevät analyysiä yritysten luottoriskistä ja valvovat lainan ehtojen noudattamista sijoittajien puolesta. Erona perinteisiin pankkeihin on kuitenkin se, että pankkisääntelyn ulkopuolella toimivat yksityiset velkarahastot voivat olla huomattavasti joustavampia ja valvonta vähäisempää, jolloin yritys joutuu valitsemaan näiden kahden valvojan väliltä (Biswas ym. 2025, 2, 7).

## 4 Luottoriski ja pankkirahoituksen saatavuus

Tässä luvussa käydään läpi, miten yrityksen luottoriski konkreettisesti vaikuttaa sen mahdollisuuksiin saada rahoitusta perinteisiltä pankeilta. Tähän kuuluu, mikä on luottolaadun merkitys rahoitusta haettaessa, ja mikä vaikutus pankkisääntelyllä on pankkien riskinottohalukkuuteen. Lisäksi osoitetaan, että korkean luottoriskin omaavat yritykset ovat myös osittain pakotettuja etsimään rahoitusta pankkien ulkopuolelta yksityisiltä velkamarkkinoilta.

### 4.1 Luottolaadun merkitys rahoituksen saatavuuteen

Yksi keskeisimmistä tekijöistä, joka määrittelee yrityksen mahdollisuudet saada vieraan pääoman ehtoista rahoitusta, on yrityksen luottoriski (Kisgen 2006, 1038). Luottoriskillä tarkoitetaan todennäköisyyttä sille, että velallinen ei pysty suoriutumaan velvoitteistaan jättämällä esimerkiksi velan maksamatta, ja näin laiminlyö velkasopimuksen ehtoja, jotka aiheuttavat velkojalle taloudellisia tappioita luottotappion muodossa (Saunders ym. 2023, 284). Luottoriski on vahvasti sidoksissa yrityksen luottolaatuun, jota velkojat arvioivat. Mitä korkeampi yrityksen luottoriski on eli todennäköisyys laiminlyödä velvoitteet velkojia kohtaan ja ajautua maksukyvyttömyyteen, sitä heikompi on yrityksen luottolaatu. Maksukyvyttömyyden riski kasvaa silloin, kun liiketoiminnan varianssi kasvaa ja velkaantumisaste nousee (Merton 1974, 454–456).

Yrityksen luottokelpoisuus määritteleeekin pitkälti sen, millaista rahoitusta yritykset saavat. Erilaiset rahoituksen muodot voidaan järjestellä hierarkkisesti yrityksen luottolaadun perusteella. Ne yritykset, jotka lainaavat julkisilta velkakirjamarkkinoilta, ovat tyypillisesti isompia ja kannattavampia ja niiden taseessa on enemmän käyttöomaisuutta suhteessa koko omaisuuteen, kuin yrityksillä, jotka lainaavat perinteisiltä pankeilta tai yksityisiltä toimijoilta. Keskitason luottoluokituksen omaavat yritykset käyttävät paljon perinteistä pankkirahoitusta, ja huonoimman luottolaadun omaavat tai roskalainakategoriaan kuuluvat yritykset, joutuvat turvautumaan yksityiseen pankkien ulkopuoliseen velkaan, koska niiden maksukyvyttömyysriski on suurin ja ne suoriutuvat yleisestikin heikommien kuin muut yritykset (Denis & Mihov 2003, 4–6). Heikoimpiin yrityksiin kohdistuu myös suurin informaation epäsymmetrisyys, jonka takia ne eivät saa helposti rahoitusta julkisilta velkamarkkinoilta. Epäsymmetrinen informaatio ja yritysten keskimäärin heikko laatu voivat olla este rahoituksen saatavuudelle (Leland & Pyle 1977, 371–372).

Vakaat ja kannattavat yritykset hankkivat rahoituksen pääosin julkisilta rahamarkkinoilta, koska kokonsa takia informaation epäsymmetrisyys on vähäistä, jolloin ne hyötyvät matalista korkokustannuksista, mikä on klassisen yritysrahoitusteorian mukaan ainoa merkittävä tekijä rahoitusta

hankittaessa ja yrityksen arvoa maksimoitaessa (Modigliani & Miller 1958, 261–262). Suurten ja vakavaraisten yritysten raportointi on usein johdonmukaista ja läpinäkyvää, jonka takia kalliille delegoidulle valvonnalle ei ole tarvetta, joka väistämättä nostaisi korkokustannuksia. Mitä huonommassa taloudellisessa tilanteessa yritys on, ja mitä suurempi on maksukyvyttömyyden riski, sitä enemmän yritys tarvitsee rahoittajaltaan, pankilta tai yksityiseltä rahoittajalta, enemmän joustavuutta ja kykyä valvoa yritystä tehokkaasti (Cantillo & Wright 2000, 156, 162).

Luottolaadulla ja maksukyvyttömyyden riskillä ei ole ainoastaan vaikutusta rahoituksen saatavuuteen, vaan myös velkainstrumenttien rakenteeseen. Kun yrityksen luottoluokitus heikkenee ja mahdollisuus saada perinteistä pankkirahoitusta poistuu, on yrityksen turvauduttava yksityiseen velkaan. Sen lisäksi, että yritys joutuu turvautumaan yksityiseen velkarahoitukseen, muuttuu velan rakenne myös huomattavasti verrattuna perinteiseen pankkilainaan. Luottolaadun heiketessä yritys joutuu siirtymään vakuudettoman velan käytöstä vakuudelliseen ja alisteiseen velkaan (Rauh & Sufi 2010, 4243).

Velkarakenteen muuttuessa muuttuu myös velkojien valvonta velallista yritystä kohtaan. Luottoluokituksen laskiessa valvovat velkojat yritystä tiukemmin. Erityisesti pankista saatavan rahoituksen ehdot voivat kiristyä merkittävästi ja niihin saatetaan lisätä tiukkoja taloudellisia kovenantteja, mikäli pankki katsoo maksukyvyttömyysriskin olevan suuri (Rauh & Sufi 2010, 4270).

Luottolaadun heiketessä tarpeeksi muuttuu yrityksen riskiprofiili liian suureksi perinteisille pankeille, jolloin yrityksen ainoa mahdollisuus saada rahoitusta saattaa olla yksityinen velkamarkkina. Kun yrityksen luottolaatu on tarpeeksi heikko, alkavat pankit harjoittamaan luoton säännöstelyä, jolloin ne vähentävät luotonantoaan erityisesti riskillisimmille asiakkaille (Stiglitz & Weiss 1981, 393–394). Jos yritys suljetaan kokonaan pois pankkirahoituksen piiristä, on sen luottolaatu todennäköisesti niin huono, ettei se saa rahoitusta myöskään julkisilta markkinoilta, joten se joutuu etsimään rahoitusta muista lähteistä, jolloin ainoaksi mahdollisuudeksi saattaa jäädä yksityinen velka (Denis & Mihov 2003, 3–4, 26).

## **4.2 Sääntelyn vaikutus pankkirahoituksen saatavuuteen**

Perinteinen pankkirahoitus on ollut tyypillinen vieraan pääoman lähde yrityksille, mutta pankkien riskinottohalukkuus ja kyky rahoittaa kaikkia yrityksiä on vähentynyt pankkien sääntelyn ja pääomavaatimusten kiristyttyä. Tämä väistämättä ohjaa yrityksiä yksityisen velan piiriin (Hanson ym. 2011, 24–25). Tästä syystä etenkin riskillisimmät ja huonoimman luottolaadun omaavat yritykset ovat vaarassa jäädä ilman rahoitusta (Denis & Mihov 2003).

Toimialana pankkiliiketoiminta on yksi maailman säännellyimmistä liiketoiminnoista, jota koskevat tiukat vakavaraisuusvaatimukset, jotka ohjaavat pankkien lainanantoa ja riskinottoa. Yksi merkittävä sääntelykehikko, joka sääntelee pankkien vakavaraisuutta, on Basel III -sääntelykehikko.

Niiden säännösten, joilla asetetaan raamit pankkien luotonannolle ja riskinotolle, perusideana on, että pankin myöntämien luottojen riski sidotaan suoraan pankin pitämään oman pääoman määrään (Hanson ym. 2011, 3–5). Tästä syystä, mitä enemmän pankilla on riskillisiä luottoja, sitä enemmän se tarvitsee omaa pääomaa, joka on tyypillisesti kalliimpaa kuin vieras pääoma.

Pääomavaatimusten nousu johtaa siihen, että riskillisimpien yritysten rahoittaminen ei ole pankeille yhtä kannattavaa kuin vähäriskisten yritysten rahoittaminen (Hanson ym. 2011, 3–5). Koska korkean luottoriskin yritys sitoo enemmän pankin omaa pääomaa kuin riskitön yritys, joutuisi pankki nostamaan luotosta perimäänsä riskipreemiota tai rajoittamaan luotonantoaan. Rahoitusteorian mukaan koron nostaminen erittäin korkeaksi ei ole pankille mahdollista tai edes rationaalisesti järkevää (Stiglitz & Weiss 1981, 393–394).

Perinteisen talousteorian vastaisesti pankin odotettu tuotto ei kasva lineaarisesti koron noustessa. Pankki ei voi nostaa luotoista perittävää korkoa liian korkeaksi, koska tämä todellisuudessa laskee pankin kokonaistuottoa. Pankeilla on olemassa optimaalinen korkotaso ja tämän tason yli nouseva korko lisää luottotappioista koituvia kustannuksia enemmän kuin korkeammasta korosta saatavat korkotulot, jolloin pankin tosiasiallinen tuotto pienenee. Tämän takia pankille ei ole rationaalisesti järkevää nostaa korkoa loputtomiin vaan lopettaa sen nostaminen tietyn tason jälkeen ja harjoittaa luoton säännöstelyä eli jättää rahoitus myöntämättä (Jaffee & Russell 1976, 651; Stiglitz & Weiss 1981, 393–394).

Syy pankin tuoton laskemiseen koron noustessa tietyn pisteen yli, johtuu epäsuotuisan valikoitumisen mekanismista. Pankin nostaessa lainojen korkoja, muuttuu lainaa haluavien yritysten profiili. Tarpeeksi korkea korko houkuttelee asiakkaiksi vain kaikista riskillisimpiä yrityksiä. Syy tähän on se, että yritykset, joiden investoinnit ovat matalariskisiä ja tuottavat tasaista ja maltillista kassavirtaa, eivät enää halua rahoitusta, koska korkea korko syö kohtuuttoman osan tuotoista. Tällöin jäljelle jäävät yritykset ovat kaikista riskillisimpiä, koska näiden yritysten investoinnit ovat niin riskillisiä, että korolla ei ole loppupeleissä merkitystä. Jos investointi onnistuu tuottaa se niin hyvin, että koron takaisinmaksu ei tuota ongelmia, mutta epäonnistuessaan yritys menee konkurssiin ja pankki kärsii koko luottotappion. Korkea korko siis toimii magneettina kaikista riskillisimmille yrityksille (Stiglitz & Weiss 1981, 393–395). Lisäksi moraalikadon riski kasvaa, kun maltillista tulosta tekevät

yrietykset joutuvat tekemään riskillisempiä valintoja selvittääkseen korkeammasta korosta, joka entisestään lisää pankin lainasalkun riskiä (Stiglitz & Weiss 1981, 401–402).

Sääntelykehikko sekä moraalikadon ja epäsuotuisan valikoitumisen riskit johtavat markkinoilla tilanteeseen, jossa pankit joutuvat rajoittamaan luotonantoaan riskillisimmille yrityksille. Koska kaikista riskillisimmät yritykset ovat tyypillisesti jo valmiiksi suljettu pois julkisilta velkakirjamarkkinoilta, muodostuu markkinoille rahoitustyhjiö. Tätä pankkien jättämää tyhjiötä täyttämään on syntynyt yksityinen velka.

### **4.3 Yksityisen velan rooli rahoitusvajeen täyttämässä**

Sääntelyn takia pankit karttavat riskiä ja säännöstelevät luotonantoaan, mikä luo rahoitusmarkkinoille rahoitusvajeen (Irani ym. 2021, 4). Tällaisessa tilanteessa yksityisen velan rooli pankkirahoituksen korvaajana nousee keskeiseen asemaan. Yksityisen velan tarjoajilla on ainutlaatuinen rooli rahoitusmarkkinoilla, sillä ne toimivat pankkisääntelyn ulkopuolella ja pystyvät näin tarjoamaan rahoitusta joustavammilla ehdoilla ja kevyemmällä kovenanteilla kuin perinteiset pankit. Tästä syystä ne pystyvät mukautumaan paremmin riskisimpien yritysten rahoitustarpeisiin, joihin perinteiset pankit eivät pysty (Denis & Mihov 2003, 3).

Uudemman empiirisen rahoituskirjallisuuden mukaan yksityinen velka ei tänä päivänä ole välttämättä edes viimeinen keino saada rahoitusta vaan nähdään jopa perinteisen pankkirahoituksen suora korvaajana. Vuoden 2008 finanssikriisin jälkeisen sääntelyn kiristymisestä ja pankkien vähentyneen riskinoton takia syntynyt tyhjiö rahoitusmarkkinoilla kohdistui ennen kaikkea pienten ja keskisuurten yritysten rahoitukseen. Tätä rahoitusvajetta täyttämään tulleet yksityisen velan tarjoajat eivät ole pelkästään täyttäneet pankkien jättämää aukkoa vaan ovat myös onnistuneet kasvattamaan suhteellista osuuttaan lainanannossa (Gopal & Schnabl 2022, 4860).

Sääntelyllä on kuitenkin suora vaikutus siihen, kun yritykset siirtyvät perinteisestä pankkirahoituksesta yksityisen velan tarjoajien puoleen. Jopa kaksi kolmasosaa yritysten rahoituslähteen vaihtamisesta pankkirahoituksesta yksityiseen velkaan selittyy sääntelyllä, joka rajoittaa pankeja myöntämästä rahoitusta kannattamattomille ja korkeasti vivutetuille yrityksille. Erityisesti negatiivinen käyttökate tai velan ja käyttökateen suhteen ollessa yli kuusi, on huomattavasti todennäköisempää, että yritys lainaa yksityisen velan tarjoajalta (Chernenko ym. 2022, 4939).

Koska yksityisen velan tarjoajia ei sido tiukat pankkisääntelyn pääomavaatimukset, on yksityinen velka usein joustavampaa kuin perinteinen pankkirahoitus. Vaikka riskisimmille yrityksille on mahdollista saada rahoitusta yksityisiltä markkinoilta joustavasti, ei se ole yrityksille kuitenkaan halpaa

rahoitusta. Luonnollisesti yksityisen velan tarjoajat kantavat korkean luottoriskin, jota pankit välttävät, joten ne vaativat luottoriskin kantamisesta myös korvauksen merkittävästi korkeamman koron muodossa. Keskimääräinen ero yksityisen velan ja perinteisen pankkirahoituksen koron välillä on 167 korkopistettä. Yksityisen velan ja perinteisen pankkirahoituksen korolla ei kuitenkaan ole huomattu olevan merkittävää eroa, mikäli rahoitettavan yrityksen liiketoiminta on kannattavaa (Chernenko ym. 2022, 4939–4940).

Aikaisemman tutkimuksen mukaan pankit ovat vähentäneet riskisimpien yritysten rahoitusta erityisesti sen takia, että kiristynyt sääntely ja pääomavaatimukset sitä vaativat, jonka takia yritykset ovat siirtyneet käyttämään yksityisen velan tarjoajia, joita sääntely ja pääomavaatimukset eivät koske (Irani ym. 2021, 2182–2183). Chernenko ym. (2025) kuitenkin osoittavat, että vaikka yksityisen velan tarjoajat toimivatkin pankkisääntelyn ulkopuolella, on niillä enemmän omaa pääomaa kuin perinteisillä pankeilla. Pankkisääntelyssä käytetyn riskipainotetulla pääomaomavarauksella laskettuna yksityisillä velkarahastoilla on 36 prosenttia omaa pääomaa, joka on selvästi enemmän kuin pankkisääntely vaatisi.

Pankit eivät ole suinkaan poistuneet riskirahoitusmarkkinoilta, mutta rahoituksen luonne on muuttunut. Perinteiset pankit hyödyntävät yksityisiä velkarahastoja ja niiden kevyempää sääntelyä rahoittaakseen riskisempiä yrityksiä. Pankit ovat siirtyneet myöntämään suuria lainoja yksityisille velkarahastoille, jotka lainaavat varat eteenpäin rahoitusta tarvitseville yrityksille. Pankkien myöntämät lainat yksityisen velan rahastoille ovat pankille huomattavasti kannattavampia kuin lainat suoraan yrityksille. Yksityiset velkarahastot ovat tyypillisesti ylivakuudellisia erillisyyhtiöitä, jotka saavat pankkisääntelyn perusteella vain 20 prosentin pääomavaatimuksen. Alhaisen pääomavaatimuksen takia pankki pystyy tavoittelemaan parempaa oman pääoman tuottoa, koska se pystyy käyttämään enemmän velkavipua myöntäessään lainaa yksityiselle velkarahastolle, kuin riskiselle yritykselle. Lisäksi luottotappion riski on huomattavasti matalampi ja lainasummien ollessa suuria lainan operatiiviset kustannukset ovat matalammat kuin saman kokoluokan portfolio, joka koostuu useista pienemmistä lainoista riskisille yrityksille (Chernenko ym. 2025, 2–4, 28–30).

## 5 Valvonnan ja joustavuuden vaikutus rahoituspäätökseen

Pankkien riskinkarttaminen ja sääntelyn kiristyminen on ajanut riskisimmät yritykset hakemaan rahoitusta yksityisen velan markkinoilta. Vaikka kiristynyt sääntely ja riskinottohalukkuuden vähentyminen onkin yksi ajureista, joka saa yritykset hakemaan rahoitusta muista lähteistä eivät yritykset läheskään aina valitse yksityistä velkaa sen takia, että niillä ei olisi muuta vaihtoehtoa. Uusi rahoitustutkimus todistaa, että kyse on strategisesta valinnasta ja vaihtokaupasta hinnan ja rahoituksen ehtojen välillä (Block ym. 2024, 363–364).

### 5.1 Valvonta ja kovenanttien joustavuus

Klassisen rahoitusteorian mukaan pankkien keskeinen tehtävä luotonannon lisäksi, on ollut toimia keskitettynä valvojana sijoittajien puolesta, jotta epäsymmetrinen informaatio ja riskinotto pysyvät hallinnassa. Valvoakseen yrityksiä pankit asettavat rahoitukselle tiukkoja kovenantteja. Erityisesti niin kutsutut kovat kovenantit (hard covenant) on tyypillisesti sidottu taloudellisiin tunnuslukuihin esimerkiksi, että yrityksen käyttöpääoman taso ei saa tippua kovenantissa määritellyn tason alapuolelle (Diamond 1984, 394).

Kovenanttien tarkoitus on hallita pankin luottoriskiä ja suojella sitä liian suurilta luottotappioilta, mutta liian tiukat kovenantit eivät välttämättä palvele kasvuhakuista tai alkuvaiheessa olevia yrityksiä, joiden tuotot ovat vasta tulevaisuudessa ja lähitulevaisuuden kassavirrat eivät ole varmoja tai stabiileja. Tällöin pienikin vastoinkäyminen tai riskin realisoituminen yritystoiminnassa voi johtaa tietyn tunnusluvun muutokseen ja kovenanttiehdon rikkomiseen, minkä takia pankki voi teoriassa periä lainansa heti takaisin tai neuvotella lainaan korkeamman koron (Roberts & Sufi 2009, 165, 177). Tästä syystä esimerkiksi startupit ja teknologiayhtiöt hyödyntävät yksityistä velkaa, koska niiden arvo perustuu aineettomaan omaisuuteen, jonka arvottaminen on vaikeaa. Lisäksi kasvuhakuisien startupien arvo perustuu niiden tulevaisuuden odotettuihin kassavirtoihin (Giaretta & Chesini 2021, 270).

Yksityinen velka tarjoaa yrityksille usein suotuisimmat ehdot ja kovenanttirakenteet. Empiirisessä tutkimuksessa on todistettu, että yksityisen velan tarjoajien tekemät lainasopimukset sisältävät vähemmän taloudellisia kovenantteja kuin pankkien myöntämät lainat. Taloudellisten kovenanttien puute tuo velalliselle joustavuutta, mutta lainat sisältävät useammin erilaisia optioita tai vaihtovelkakirjarakenteita, joiden avulla yksityistä velkaa tarjoavat toimijat pyrkivät yhtenäistämään molempien osapuolien intressejä (Chernenko ym. 2022, 4929–4932).

Vaikka yksityinen velka sisältääkin vähemmän taloudellisia kovenantteja, käytetään niitä myös yksityisessä velassa. Yksityiset velkarahastot kiinnittävät erityisesti huomiota kassavirtaan liittyviin kovenantteihin kuten velan ja käyttökatteen suhteeseen sekä tunnuslukuihin, jotka mittaavat kassavirran riittävyyttä kattamaan korkokulut, kuten korkokate. Lisäksi yksityisen velan tarjoajat hyödyntävät negatiivisia kovenantteja, joiden tarkoitus on estää yritystä tekemästä tietynlaisia toimia. Selkeästi yleisimmät käytössä olevat negatiiviset kovenantit, joita yksityisten velkarahastojen salkunhoitajat painottavat, ovat uusien lainojen ottaminen tai maksujen suorittaminen yrityksen omistajille esimerkiksi osinkojen muodossa (Block ym. 2024, 368–379).

Yksityisen velan ja pankkilainan erot eivät liity pelkästään kovenanttien laatuun ja erilaisiin lainaehtoihin, vaan myös siihen, miten ehtojen ja kovenanttien rikkomiseen suhtaudutaan käytännössä. Kun yritys rikkoo jotain lainalle asetettua kovenanttia, pyrkivät yksityiset velkarahastot neuvottelemaan uudelleen lainan ehdoista ilman oikeudellista prosessia, kuten yrityssaneerausmenettelyä tai yrityksen hakemista konkurssiin. Yksityisen velan tapauksessa lainanantajana toimii yksi velkarahasto, joka koostuu pienestä ja sitoutuneesta ryhmästä sijoittajia, jolloin lainaehtojen uudelleenneuvottelu on helpompaa kuin tilanteessa, jossa lainanantajana toimii useiden pankkien muodostama syndikaatti (Block ym. 2024, 371–372).

## 5.2 Rahoitusprosessin nopeus

Lainaehtojen joustavuus ei ole ainoa syy, miksi yritykset hakeutuvat yksityisille velkamarkkinoille sen sijasta, että ne hakisivat perinteistä pankkirahoitusta. Toinen syy hakea rahoitusta yksityisiltä markkinoilta on prosessin nopeus ja varmuus (Block ym. 2024, 363–364). Kun yritys hakee pankista perinteistä rahoitusta, ei lainan järjestelijäpankki pidä koko lainaa omassa taseessaan, vaan syndikoi lainan eli myy merkittävän osan lainasta muille pankeille tai instituutiolle. Prosessi voi olla hidaskin ja altistaa lainanottajan markkinariskille. Lisäksi syndikointiprosessissa voidaan käyttää markkinajoustoa, joka markkinatilanteen heikentyessä voi johtaa korkeampaan lainan hintaan, jotta laina saadaan myytyä muille pankeille ja sijoittajille. Huonoimmassa tapauksessa lainaa ei saada syndikoidua ja koko rahoitus jää saamatta (Degerli & Monin 2024).

Yksityinen velka nimenomaan poistaa riskin ja epävarmuuden, jonka lainan syndikointi aiheuttaa. Tyypillisesti yksityisten velkarahastojen strategia on osta ja pidä -tyyppinen, jossa velkoja pitää velan omassa taseessaan koko lainan maturiteetin ajan. Tyypillisesti syndikoiduilla lainoilla käydään kauppaa jälkimarkkinoilla, mikä vaikeuttaa lainaehtojen uudelleenneuvottelua yrityksen joutuessa taloudellisiin vaikeuksiin tai lainakovenanttien rikkoutuessa (Block ym. 2024, 336). Kirjallisuuden

perusteella keskeinen syy yritykselle hakea yksityistä velkaa on nimenomaan prosessin nopeus ja toteutusvarmuus (Block ym. 2024, 363–364).

Rahoitusprosessin nopeus ja sen toteutumisen varmuus korostuvat etenkin yrityskauppa- tai pääomasijoittajien tekemissä velkarahoitteisissa yritysostoprosesseissa. Yritysjärjestelyissä päätöksenteko voi olla nopeaa ja rahoituspäätöstä ei ole aikaa odottaa. Tällaisissa tilanteissa voi olla järkevämpää hakea rahoitusta yksityisiltä velkamarkkinoilta, koska nopeudesta saatava arvo on korkeampi kuin rahoituksesta maksettava korkeampi kustannus. Suurin osa yhdysvaltalaisten yksityisten velkarahastojen myöntämästä velasta käytetään nimenomaan velkarahoitteisiin yritysostoihin (Block ym. 2024, 357, 363–364).

### **5.3 Yksityinen velka strategisena valintana**

Kun yritys päättää hakea rahoitusta yksityisiltä velkamarkkinoilta, joutuu se arvioimaan usein kalliimman yksityisen velan hintaa suhteessa sen tuomiin hyötyihin, jotka muodostuvat kevyemmistä lainaehdoista ja valvonnan joustavuudesta. Loppukädessä kyse on strategisesta vaihtokaupasta, jossa yritys joutuu pohtimaan, luoko velka enemmän arvoa yritykselle, jotta korkeampi hinta on perusteltu. Rahoituskirjallisuudessa on osoitettu, että yritys hakeutuu yksityisen velan markkinoille, mitä korkeampi riski sillä on ajautua taloudellisiin vaikeuksiin. Tällaiset korkean riskin omaavat yritykset hyödyntävät yksityistä velkaa, koska se on joustavampaa ja yksityisen velan tarjoajat ovat usein halukkaampia neuvottelemaan lainaehdoista uudestaan, mikäli yritys kohtaa taloudellisia vaikeuksia. Juuri tästä syystä yksityiset velkarahastot nähdään hyvänä vaihtoehtona perinteiselle pankkilainalle (Kale & Meneghetti 2011, 10–11).

Koska yksityinen velka on usein joustavampaa ja nopeampaa kuin perinteinen pankkirahoitus, jonka lisäksi yritykset ovat usein riskillisempiä kuin vakaata liiketoimintaa harjoittavat yritykset, vaativat yksityisen velan tarjoajat kantamastaan riskistä korkeamman korvauksen kuin perinteiset pankit myöntämistään lainoista. Yksityisen velan tarjoajat perivät myöntämästään lainasta keskimäärin 167 korpistettä korkeampaa hintaa verrattuna pankkilainaan (Chernenko ym. 2022, 4939–4940). Yritykset ovat valmiita maksamaan lainasta korkeampaa hintaa, koska ne tietävät lainan olevan helpommin uudelleenneuvoteltavissa, mikäli ne kohtaavat taloudellisia haasteita (Block ym. 2024, 371). Lisäksi yksityinen velka ja kovenanttirakenteet mahdollistavat yrityksille kasvun tavoittelun yritysjärjestelyiden kautta ja liiketoiminnan kehittämisen, koska hetkellinen kassavirran putoaminen tai operatiiviset muutokset eivät automaattisesti johda siihen, että velkoja perisi lainan täysimääräisesti takaisin, kovenantin rikkoutumisen takia (Roberts & Sufi 2009, 165).

Yksityinen velka ei siis ole yrityksille pelkkä viimesijainen tapa saada rahoitusta, jos pankki ei sitä enää myönnä, vaan myös vakaassa taloudellisessa tilanteessa olevat yritykset hyödyntävät yksityistä velkaa sen ominaisuuksien, kuten joustavuuden takia. Tällaiset yritykset saisivat halvempaa rahoitusta perinteisiltä pankeilta, mutta ne ovat valmiita maksamaan korkeampaa hintaa, jotta voivat välttää pankkien jäykkyyden ja prosessien hitauden. Yksityisen velan kalliimpaa hintaa ei nähdä pelkkänä kustannuksena vaan myös investointina tai eräänlaisena vakuutusmaksuna, joka tuo mukanaan varmuutta ja liikkumavaraa erilaisissa tilanteissa. Yritykset arvostavat yksityistä velkaa, koska sitä voidaan räätälöidä yrityksen tarpeisiin, mikä on heille arvokkaampaa kuin perinteisen pankkirahoituksen halvempi hinta. Räätälöitävyyden ansiosta yritys pystyy reagoimaan dynaamisesti erilaisiin markkinatilanteisiin ilman huolta kovenanttien rikkoutumisen aiheuttamasta teknisestä maksukyvyttömyydestä.

## 6 Johtopäätökset

Tämän tutkielman tavoitteena oli tutkia, millainen rooli yksityisellä private credit -rahoituksella on modernissa yritysrahoituksessa ja mikä tekee yksityisestä velasta houkuttelevan vaihtoehdon yrityksille. Tutkielma toteutettiin kirjallisuuskatsauksen muodossa, jossa käsiteltiin lyhyesti perinteistä yritysrahoituksen teoriaa ja epäsymmetrisen informaation teoriaa, mutta vertailtaessa yksityistä ja perinteistä pankkirahoitusta modernissa yritysrahoituksessa pyrittiin hyödyntämään etenkin 2008 finanssikriisin jälkeistä tutkimusta. Tutkielman tukena käytettiin kahta tutkimuskysymystä.

Ensimmäisen tutkimuskysymyksen avulla tutkittiin yritysten rahoitusta tarjonnan näkökulmasta ja pyrittiin selvittämään, mitkä seikat vaikuttavat yrityksen mahdollisuuksiin saada vieraan pääoman ehtoista rahoitusta perinteisiltä pankeilta ja millainen rooli yksityisellä velalla on yritysten rahoittamisessa. Tutkielmassa tarkasteltiin niin yrityskohtaisia seikkoja, kuten luottoriskiä ja epäsymmetrisesti jakautunutta informaatiota, sekä sitä, millainen vaikutus pankkeja koskevalla sääntelyllä on pankkien riskinottohalukkuuteen ja niiden halukkuuteen rahoittaa huonomman luottoluokituksen omaavia yrityksiä.

Toisessa tutkimuskysymyksessä tutkittiin rahoitusta yritysten eli kysynnän näkökulmasta. Miksi yritykset valitsevat yksityisen velan perinteisen pankkirahoituksen sijasta, vaikka ne saisivat halvempaa rahoitusta pankeilta? Lisäksi tutkielmassa perehdyttiin siihen, miten yksityinen velka eroaa hinnaltaan, ehdoiltaan ja valvonnaltaan perinteisestä pankkirahoituksesta.

Tutkielmassa käytetyn kirjallisuuden pohjalta voidaan todeta, että vastaus yksityisen velan kysynnän ja tarjonnan kasvuun ei ole niin yksiselitteinen, että voisimme todeta tietyn seikan, kuten sääntelykehikon, luottoriskin tai hinnan olevan syy yksityisen velan suosion kasvuun. Vastaus suosion kasvuun on ennemmin näiden tekijöiden summa, jossa yhdistyvät yrityskohtaiset ominaisuudet, pankin kyvyttömyys rahoittaa kaikkia rahoitusta tarvitsevia yrityksiä ja yksityisen velan ominaisuudet, jotka tekevät siitä myös strategisen työkalun tietentyypisille yrityksille.

Tutkittaessa rahoituksen tarjontaa on selvää, että suurin tekijä, joka rajoittaa perinteisiltä pankeilta saatavaa rahoitusta, on yrityskohtaisen luottoriskin ja kiristyneen sääntelyn yhdistelmä. Finanssikriisin jälkeinen sääntelyn ja regulaation kiristyminen näkyy esimerkiksi Basel III:n asettamina pääomavaatimuksina pankeille. Tämä on tehnyt erityisesti riskillisten yritysten rahoittamisen pankeille kalliiksi. Perinteisen rahoitusteorian mukaan pankit eivät voi myöskään nostaa riskillisten lainojen korkoa rajattomasti tietyn pisteen yli ilman moraalikadon ja epäsuotuisan valikoitumisen riskin kasvua, joten ne ovat pakotettuja säännöstelemään luotonantoaan.

Uudemman tutkimuksen valossa voidaan kuitenkin todeta, että tänä päivänä pankit rahoittavat yksityisiä velkarahastoja velalla, koska yksityisiä velkarahastoja ei ole luokiteltu yhtä riskillisiksi, joten pankit voivat näin kiertää tiukkoja pääomavaatimuksia ja rahoittaa riskillisiä yrityksiä epäsuorasti. Pankit eivät siis ole poistuneet kokonaan riskillisiä yrityksiä rahoittavilta markkinoilta, mutta niiden luonne on muuttunut. Ne tarjoavat isoja rahoitussopimuksia velkarahastoille, jotka lainaavat varat edelleen yrityksille ja kantavat operatiivisen riskin ja delegoidun valvojan roolin. Näin pankki myös välttää valvojan roolista aiheutuvat suuret kustannukset, koska sen tarvitsee vain valvoa velkarahastoa eikä useaa yritystä.

Kysynnän näkökulmasta yksityisen velan houkuttelevuus yrityksille ei perustu sen halvempaan hintaan, koska yksityinen velka on itse asiassa usein kalliimpaa kuin pankkirahoitus. Keskimäärin yksityinen velka on 167 korkopistettä kalliimpaa kuin perinteisiltä pankeilta saatava rahoitus. Joissain tilanteissa yrityksen luottoriski on niin korkea, että sen ei ole mahdollista saada rahoitusta muualta kuin yksityisiltä velkamarkkinoilta.

On myös tilanteita, joissa yrityksellä on mahdollisuus valita, haluaako se rahoitusta perinteiseltä pankilta vai yksityiseltä tarjoajalta. Tällaisessa tilanteessa rahoituksen lähde muuttuu strategiseksi työkaluksi, jossa yrityksellä on mahdollista valita, painottaako se rahoitusta valittaessa hintaa vai muita rahoituksen ominaisuuksia. Tyypillisesti kalliimpi yksityinen velka mahdollistaa joustavuuden lainaehdoissa ja kovenanteissa, jolloin yrityksellä on paremmat mahdollisuudet neuvotella uudelleen lainasta ja sen ehdoista, jos jokin lainan kovenanteista rikkoutuu tai taloudellinen riski realisoituu. Tällöin korkeampi rahoituksen hinta toimii ”vakuutusmaksuna” sen varalta, että yritys joutuu taloudellisiin vaikeuksiin ja sen täytyy neuvotella lainaehdot uudestaan, jotta se voi jatkaa toimintaansa.

Toinen ominaisuus, jolla yksityinen velka erottautuu perinteisestä pankkirahoituksesta, on prosessin nopeus ja toteutusvarmuus. Tyypillisesti pankilta saatava rahoitus muodostuu useiden pankkien syndikaateista. Syndikointiprosessi voi olla hidaskäyttöinen eikä sen toteutumisesta ole aina varmuutta. Tällöin esimerkiksi yrityskauppatilanteissa rahoitusta hakeva taho kääntyy yksityisen velan puoleen, koska prosessi on tehokkaampi ja sen toteutuminen varmempi. Tällaisessa tilanteessa varmuus prosessin läpiviemisestä luo enemmän arvoa omistajille kuin perinteisen pankkirahoituksen hieman alhaisempi hinta.

Yksityisen velan merkitys korostuu myös, kun tarkastellaan yritysten antamia vakuuksia lainalleen. Nykypäivänä iso osa yritysten arvosta perustuu niiden aineettomaan omaisuuteen kuten immateriaalioikeuksiin, joille vakuusarvon määrittely ja rahaksi muuttaminen voi olla vaikeaa tai jopa

mahdotonta. Tästä syystä niiden käyttäminen vakuutena perinteiselle pankkirahoitukselle voi olla vaikeaa, koska pankit arvostavat reaaliomaisuutta, jolle on määriteltävissä käypäarvo. Tämä voi olla yksi syy, miksi teknologiayritykset ovat olleet ylipainossa yksityisten velkarahastojen salkuissa, mikä voi muodostua myös ongelmaksi, jos tekoälyyn satsanneet yritykset eivät yllä odotuksiin ja näemme teknologiasektorilla enemmän konkurseja.

Johtopäätöksenä voidaan todeta, että pankkisääntelyn kiristyttyä rahoituksen tarjonta laski, kun pankit vähensivät riskinottoaan, joka jätti etenkin riskisimmät yritykset ilman rahoitusta. Tätä vajetta paikkaamaan syntyi paljon yksityistä velkaa tarjoavia yrityksiä ja toimijoita. Pankkisääntelyn kiristyminen lisäsi kysyntää, mutta yksityisen velan markkina on kasvanut ja kysyntä lisääntynyt enemmän kuin pankkien lainananto on vähentynyt. Tilanteeseen on johtanut se, että yksityinen velka toimii nykyään myös kilpailukykyisenä rahoituksen lähteenä ja vaihtoehtona pankkirahoitukselle, jota hyödynnetään muun muassa yritysjärjestelyissä ja kasvurahoituksessa. Yksityisen velan rooli modernissa yritysrahoituksessa ei siis ole enää pelkästään korvata pankkeja riskillisten yritysten rahoittajana vaan se toimii rahoitusinstrumenttina, joka kilpailee pankkien kanssa samoista asiakkaista tarjoamalla perinteisiä pankkeja joustavampaa ja nopeampaa rahoitusta.

Yksityisen velan markkina on kasvanut voimakkaasti finanssikriisin jälkeen, mikä tarkoittaa, että suurin osa tässä kirjallisuuskatsauksessa tehdyistä havainnoista Yhdysvaltojen ja Euroopan yksityisen velan markkinoilta osuu ajankohtaan, jossa korot ovat historiallisen matalalla tasolla. Tästä syystä hyvä jatkotutkimuksen aihe olisi, miten yksityisen velan markkina kestää makrotaloudelliset muutokset, kuten korkojen nousun. Aihetta voitaisiin tutkia empiirisesti ja tarkastella, miten yksityisen velan tarjoajat ja korkean riskin yritykset selviytyvät pysyvästi korkeammasta korkotasosta tai pidemmästä talouden laskusuhdanteesta.

## Lähteet

- Altman, E. I. (1984) A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. *The Journal of Finance*, Vol. 39 (4), 1067–1089.
- Biswas, S. – Ozkan, N. – Yin, J. (2025) Non-Bank Lending and Firm Performance: Evidence from the Syndicate Loan Market. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 181, 107561.
- Block, J. – Jang, Y. S. – Kaplan, S. N. – Schulze, A. (2024) A Survey of Private Debt Funds. *Review of Corporate Finance Studies*, Vol. 13 (2), 335–383.
- Cantillo, M. – Wright, J. (2000) How Do Firms Choose Their Lenders? An Empirical Investigation. *The Review of Financial Studies*, Vol. 13 (1), 155–189.
- Carey, M. – Post, M. – Sharpe, S. A. (1998) Does Corporate Lending by Banks and Finance Companies Differ? Evidence on Specialization in Private Debt Contracting. *The Journal of Finance*, Vol. 53 (3), 845–878.
- Chernenko, S. – Erel, I. – Prilmeier, R. (2022) Why Do Firms Borrow Directly from Nonbanks? *Review of Financial Studies*, Vol. 35 (11), 4902–4947.
- Chernenko, S. – Ialenti, R. – Scharfstein, D. S. (2025) Bank Capital and the Growth of Private Credit. Technical report, Harvard University Working Paper.
- Degerli, A. – Monin, P. (2024) *Private Credit Growth and Monetary Policy Transmission*. <<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/private-credit-growth-and-monetary-policy-transmission-20240802.html>>, haettu 17.3.2026.
- Denis, D. J. – Mihov, V. T. (2003) The Choice among Bank Debt, Non-Bank Private Debt, and Public Debt: Evidence from New Corporate Borrowings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 70 (1), 3–28.
- Diamond, D. W. (1984) Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *The Review of Economic Studies*, Vol. 51 (3), 393–414.
- Easterbrook, F. H. (1984) Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, Vol. 74 (4), 650–659.
- Fama, E. (1985) What's different about banks? *Journal of Monetary Economics*, Vol. 15 (1), 29–39.

- Finanssivalvonta (2025) Finanssivalvonta: Takaus ja panttaus. <<https://www.finanssivalvonta.fi/kulttajalle/lainat/takaus-ja-panttaus/>>, haettu 15.3.2026.
- Franklin Templeton (2025) The evolution of private credit. <<https://franklintempletonprod.widen.net/s/qmtzc7hmsl/the-evolution-of-private-credit.pdf>>, haettu 8.2.2026
- Gârleanu, N. – Zwiebel, J. (2009) Design and Renegotiation of Debt Covenants. *The Review of Financial Studies*, Vol. 22 (2), 749–781.
- Giaretta, E. – Chesini, G. (2021) The determinants of debt financing: The case of fintech start-ups. *Journal of Innovation & Knowledge*, Vol. 6 (4), 268–279.
- Giglio, F. (2022) The Capital Structure through the Modigliani and Miller Model. *International Business Research*, Vol. 15 (11), 11–16.
- Gopal, M. – Schnabl, P. (2022) Rise of Finance Companies and FinTech Lenders in Small Business Lending. *Review of Financial Studies*, Vol. 35 (11), 4859–4901.
- Hanson, S. G. – Kashyap, A. K. – Stein, J. C. (2011) A Macroeprudential Approach to Financial Regulation. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 25 (1), 3–28.
- Irani, R. M. – Iyer, R. – Meisenzahl, R. R. – Peydró, J.-L. (2021) The Rise of Shadow Banking: Evidence from Capital Regulation. *The Review of Financial Studies*, Vol. 34 (5), 2181–2235.
- Jaffee, D. M. – Russell, T. (1976) Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90 (4), 651–666.
- James, C. (1987) Some evidence on the uniqueness of bank loans. *Journal of Financial Economics*, Vol. 19 (2), 217–235.
- Jensen, M. C. – Meckling, W. H. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (4), 305–360.
- Kale, J. R. – Meneghetti, C. (2011) The Choice between Public and Private Debt: A Survey. *IIMB Management Review*, Vol. 23 (1), 5–14.
- Kisgen, D. J. (2006) Credit Ratings and Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 61 (3), 1035–1072.

- Leland, H. E. – Pyle, D. H. (1977) Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *Journal of Finance*, Vol. 32 (2), 371–387.
- Lim, J. – Minton, B. A. – Weisbach, M. S. (2014) Syndicated Loan Spreads and the Composition of the Syndicate. *Journal of Financial Economics*, Vol. 111 (1), 45–69.
- McKinsey (2025) McKinsey: Global Private Markets Report. <<https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/global-private-markets-report>>, haettu 10.2.2026.
- Merton, R. C. (1974) On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates. *Journal of Finance*, Vol. 29 (2), 449–470.
- Modigliani, F. – Miller, M. H. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48 (3), 261–297.
- Myers, S. C. (1977) Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 5 (2), 147–175.
- Myers, S. C. – Majluf, N. S. (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 (2), 187–221.
- Nesbitt, S. L. (2019) *Private Debt: Opportunities in Corporate Direct Lending* (1. painos). Wiley.
- Moody's (2025) 2025 Private Credit Outlook. <<https://www.moody.com/web/en/us/insights/credit-risk/outlooks/private-credit-2025.html>>, haettu 10.2.2026.
- Rauh, J. D. – Sufi, A. (2010) Capital Structure and Debt Structure. *Review of Financial Studies*, Vol. 23 (12), 4242–4280.
- Roberts, M. R. – Sufi, A. (2009) Renegotiation of financial contracts: Evidence from private credit agreements. *Journal of Financial Economics*, Vol. 93 (2), 159–184.
- Saunders, A. – Cornett, M. – Erhemjamts, O. (2023) *Financial Institutions Management* (11. painos). McGraw Hill.
- S&P Global (2025) Top 20 private credit managers hold more than one-third of dry powder. <<https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2025/1/top-20->

private-credit-managers-hold-more-than-one-third-of-dry-powder-86886642>, haettu  
10.2.2026.

Stiglitz, J. E. (1985) Credit Markets and the Control of Capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 17 (2), 133–152.

Stiglitz, J. E. – Weiss, A. (1981) Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, Vol. 71 (3), 393–410.

## Liitteet

### Liite 1 Selvitys tekoälyn käytöstä

Tämän tutkielman kirjoittamisen apuna on hyödynnetty generatiivista tekoälyä. Työkaluina on käytetty OpenAI ChatGPT (GPT-5.3) ja Google Gemini (Gemini 3.1 pro) tekoälysovelluksia. Tekoälytyökaluja on hyödynnetty aiheen rajaamiseen, tekstin rakenteen ideointiin sekä apuna kielenhuollossa ja tekstin sujuvuuden parantamisessa. Tekoälyä on hyödynnetty yliopiston tekoälyohjeistuksen mukaisesti.

Tekoälyä on ohjeistettu aina antamaan vastauksen pohjana käytetyt lähteet, jotta on voitu varmistua tietojen paikansapitävyydestä. Tekoälyn tuottamia vastauksia ei ole käytetty suoraan sellaisenaan, vaan vastauksiin on suhtauduttu kriittisesti ja vastauksen sisältö tarkastettu lähteistä. Tekoälyllä ei ole korvattu omaa ajattelua tai akateemista työskentelyä. Sen rooli on ollut koko työn ajan ainoastaan kirjoitusprosessia tukeva. Tutkielmassa tehdyt havainnot ja johtopäätökset ovat kirjoittajan omia. Lisäksi tutkielmassa käytettyjen lähteiden luotettavuus ja laatu on arvioitu tekoälystä riippumattomasti. Kirjoittaja on vastuussa koko tutkielman sisällöstä ja siinä tehdyistä johtopäätöksistä ja sisällöstä. Seuraavaksi on esitetty tekoälylle esitettyjä kehotuksia tutkielman ajalta.

*” Kannattaako ottaa näkökulmaksi private credit lainojen hinnoittelu vai niiden merkitys yrityksen pääomarakenteeseen ”*

*”kannattaako luottoriskin määrittelystä tehdä oma alaluku 3.1.1 ”*

*”Mikä on uusinta tutkimusta siitä, miksi yritykset valitsevat yksityisen velan perinteisen pankkirahoituksen sijasta. Anna lähteitä tähän mieluiten 2023 vuodesta eteenpäin ”*

*”Anna minulle lähteitä, jotka olisivat melko uusia ja vertaisarvioituja, joissa käsitellään private credit rahoitusta pankkirahoituksen korvaajana ja rahoitusvajeen täyttäjänä ”*

*”Mitä aihetta on luontevaa käsitellä 2.1 jälkeen, jossa olen käsitellyt agenttiongelmia ja valvonnasta aiheutuvia agenttikustannuksia ”*

*”Voiko otsikko olla vain ”luottoriski ja rahoituksen saatavuus” vai onko se liian leveä aihe ”*