



**TURUN  
YLIOPISTO**  
Kauppakorkeakoulu

# **Syndikoidut Lainat**

**Hinnoittelu, Markkinarakenne ja Empiirinen tutkimus**

Taloustieteen kandidaatintutkielma

Laatija:

Laura Nummenpää

Ohjaaja:

Dosentti Juha-Pekka Niinimäki

7.5.2026

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:** Taloustiede

**Tekijä:** Laura Nummenpää

**Otsikko:** Syndikoidut Lainat. Hinnoittelu, Markkinarakenne ja Empiirinen tutkimus

**Ohjaaja:** Dosentti Juha-Pekka Niinimäki

**Sivumäärä:** 34 sivua + liitteet 1 sivu

**Päivämäärä:** 7.5.2026

## **Tiivistelmä**

Yritysten rahoitusympäristö on muuttunut merkittävästi viime vuosikymmeninä. Institutionaalisten sijoittajien rooli on kasvanut, ja rahoitusolosuhteet ovat kiristyneet. Tämän vuoksi syndikoiduista lainoista on tullut merkittävä rahoitusmuoto. Tämän tutkielman tavoitteena on tarkastella syndikoiduja lainoja koskevaa empiiristä tutkimuskirjallisuutta sekä analysoida niiden hinnoitteluun ja markkinoiden toimintaan vaikuttavia tekijöitä.

Keskeiset tutkimuskysymykset liittyvät siihen, miten syndikoidun lainan hinta määräytyy, millainen on syndikaatin rakenne ja millainen rooli epäsymmetrisellä informaatiolla ja institutionaalisilla sijoittajilla on markkinoiden toiminnan kannalta. Tutkielma on kirjallisuuskatsaus, jossa analysoidaan keskeisimpiä empiirisiä tutkimuksia. Käytetty aineisto kattaa varhaisemman tutkimuskirjallisuuden, finanssikriisin jälkeen tehdyt tutkimukset sekä uudemman 2020-luvulla tehdyn tutkimuksen.

Tutkielman johtopäätös on, että syndikoidujen lainojen hinnoittelu määräytyy useiden muuttujien yhteisvaikutuksesta. Epäsymmetrinen informaatio vaikuttaa merkittävästi sekä lainaehtoihin että syndikaatin rakentamiseen. Institutionaalisten sijoittajien kasvanut rooli on muuttanut markkinoiden dynamiikkaa sekä vaikuttanut lainojen hinnoitteluun ja saatavuuteen.

Voidaan todeta, että syndikoidut lainat ovat keskeinen osa nykyaikaista rahoitusjärjestelmää. Markkinoiden kehittyminen on lisännyt rahoituksen saatavuutta, mutta myös markkinan herkkyys taloudellisille shokeille on lisääntynyt. Tulevaisuudessa erityisesti institutionaalisten sijoittajien kasvava rooli sekä muuttuva makrotaloudellinen ympäristö korostavat tarvetta markkinoiden tarkemmalle analyysille.

**Avainsanat:** Syndikoitu laina, Yritysrahoitus, Luottomarkkinat, Korkomarginaali, Epäsymmetrinen informaatio

# SISÄLLYS

<b>1</b>	<b>JOHDANTO</b>	<b>6</b>
<b>2</b>	<b>YLEISTÄ SYNDIKOIDUISTA LAINOISTA</b>	<b>8</b>
	2.1 Keskeiset sijoittajaryhmät	9
	2.2 Syndikoitujen lainojen käyttökohteet	12
	2.3 Syndikointiprosessi	12
	2.4 Kovenantit	14
<b>3</b>	<b>SYNDIKOITUJEN LAINOJEN HINNOITTELU</b>	<b>15</b>
	3.1 Makrotaloudelliset tekijät	15
	3.2 Mikrotaloudelliset tekijät	16
	3.3 Epäsymmetrinen informaatio	17
<b>4</b>	<b>SYNDIKOITUJEN LAINOJEN EMPIRIA</b>	<b>19</b>
	4.1 Varhaisempi tutkimus	21
	4.2 Finanssikriisin jälkeinen tutkimus	23
	4.3 Tutkimus 2020-luvulla	27
	4.4 Yhteenveto empiirisistä tuloksista	28
<b>5</b>	<b>Loppupäätelmät</b>	<b>30</b>
	<b>LÄHTEET</b>	<b>32</b>
	<b>Liitteet</b>	<b>35</b>
	Liite 1: Lausunto tekoälyn käytöstä	35

## KUVIOT

Kuvio 1	Pankkien ja ei-pankkitoimijoiden osuus korkeariskisten syndikoitujen lainojen markkinoilla vuosina 1991–2021 (Erel & Inozemtsev,2025).....	10
Kuvio 2	Vuosittain julkaistut syndikoituja lainoja koskevat tutkimukset. (Saharti ym.n 2024).....	19

## TAULUKOT

Taulukko 1	Kymmenen suurinta syndikoitujen lainojen järjestäjää globaalisti vuonna 2024, yhdeksän ensimmäistä kuukautta. Mukailen (Dealogic, 2024).....	11
Taulukko 2	Viitatuimmat tutkijat syndikoitujen lainojen alalla. Mukaiilen (Saharti ym., 2024).....	20

# 1 JOHDANTO

Yritysten investointien ja kasvun rahoittaminen edellyttää toimivia rahoitusmarkkinoita, joiden kautta yritykset voivat hankkia pääomaa erilaisista rahoituslähteistä. Velkarahoitus on yksi keskeisimmistä yritysrahoituksen muodoista. Erityisesti suurten yritysten investointien rahoituksessa pankkien järjestämät syndikoidut lainat ovat merkittävä rahoitusinstrumentti. Syndikoitu laina tarkoittaa järjestelyä, jossa useampi pankki tai muu rahoittaja myöntää yhdessä lainan yhdelle lainanottajalle. Syndikointi mahdollistaa luottoriskin jakamisen useiden osapuolten kesken.

Syndikoitujen lainojen merkitys kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla on kasvanut huomattavasti viime vuosikymmenten aikana. Yritykset tarvitsevat aiempaa enemmän pääomaa rahoittaakseen valtavia investointeja. Viime vuosien aikana rahoitustarve on kasvanut pääomaintensiivisillä toimialoilla. Esimerkiksi teknologia-, infrastruktuuri- ja energiateollisuudessa investointihankkeiden rahoittaminen edellyttää mittavaa ulkoista rahoitusta.

Nykyisessä markkinatilanteessa syndikoitujen lainojen suosiota vauhdittavat erityisesti korkotason nousu, rahoitusolosuhteiden kiristyminen sekä muutokset sijoittajakysynnässä. Pitkään jatkunut matalien korkojen jakso tuki lainakysyntää etenkin uudelleenrahoituksen kautta. Viime vuosina korkojen nousu on nostanut rahoituksen kustannuksia ja heikentänyt yritysten velanottohalukkuutta. Tämän vuoksi lainavolyymit ovat laskeneet ja lainaehdot kiristyneet.

Keskuspankkien rahapolitiikan kiristyminen on vähentänyt markkinoilla olevan pääoman määrää. Erityisesti pankkien taseisiin kohdistuvat rajoitteet ja sääntely ovat lisänneet tarvetta hajauttaa riskiä. Syndikoitujen lainojen merkitys on kasvanut, mutta niiden riippuvuus institutionaalisista sijoittajista on herättänyt huolta. Institutionaaliset sijoittajat, kuten rahastot ja erilaiset rahoitusyhtiöt mahdollistavat markkinoiden toimivuuden. Institutionaalisten sijoittajien osallistuminen vaikuttaa suoraan lainojen hinnoitteluun ja saatavuuteen. Syndikoitujen lainojen markkinoilla on havaittavissa rakenteellinen muutos; ei-pankkitoimijoiden rooli on kasvanut. Tämä lisää kilpailua rahoituksen tarjonnassa, mutta tuo myös mukanaan riskejä. Markkina on aiempaa herkempi talouden suhdannevaihteluille. Taloustieteellisestä näkökulmasta syndikoitujen lainojen markkinat heijastavatkin laajemmin rahoitusjärjestelmän tilaa. Makrotaloudelliset tekijät, kuten korkotaso ja likviditeetti, yhdistyvät mikrotason tekijöihin, kuten lainanottajien riskiprofiileihin ja sopimusrakenteisiin.

Aiempi tutkimuskirjallisuus on tarkastellut syndikoituja lainoja useista näkökulmista, kuten markkinarakenteen, hinnoittelun, syndikaattien muodostumisen sekä luottomarkkinoiden suhdannevaihteluiden kautta. Tutkimus korostaa erityisesti informaatioepäsymmetrian, pankkien roolin sekä

institutionaalisten sijoittajien kasvavan merkityksen vaikutusta lainamarkkinoiden toimintaan. Varhaisempi tutkimus on keskittynyt markkinoiden rakenteeseen (Tschoegl, 1982), syndikointipäätökseen sekä riskin jakautumiseen pankkien välillä (Dennis & Mullineaux, 2000). Vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen tehty tutkimuskirjallisuus painottaa erityisesti informaatioepäsymmetriaa (Sufi, 2007), syndikoitujen lainojen hinnoittelua (Ivashina & Scharfstein, 2010b) sekä institutionaalisen kysynnän vaikutusta lainojen korkomarginaaleihin (Ivashina & Sun, 2011). Tutkimukset osoittavat syndikoitujen lainojen oleva merkittävä tutkimuskohde erityisesti rahoitusmarkkinoiden toiminnan, pankkien käyttäytymisen ja makrotaloudellisten tekijöiden vaikutuksen ymmärtämisen kannalta.

Tämän tutkielman tavoitteena on tarkastella syndikoituja lainoja koskevaa empiiristä kirjallisuutta, sekä syndikoitujen lainojen hinnoitteluun ja markkinoiden toimintaan vaikuttavia tekijöitä. Tutkielmassa tarkastellaan erityisesti syndikaatin osapuolia sekä syndikoidun lainan hinnoitteluun vaikuttavia tekijöitä. Tutkielma etenee seuraavasti. Luvussa 2 tarkastellaan syndikoituja lainoja, niiden keskeisiä piirteitä sekä keskeisiä sijoittajaryhmiä. Luvussa 3 käsitellään lainojen hinnoittelua ja siihen vaikuttavia mikro- ja makrotaloudellisia tekijöitä sekä epäsymmetristä informaatiota. Luvussa 4 tarkastellaan aiheeseen liittyvää empiiristä tutkimuskirjallisuutta. Luku 5 on yhteenveto tutkielmasta ja sen keskeisistä johtopäätöksistä.

## 2 YLEISTÄ SYNDIKOIDUISTA LAINOISTA

Syndikoitu laina (engl. Syndicated loan) on kaupallinen yrityslaina, jonka myöntää useiden rahoittajien muodostama ryhmä eli syndikaatti (engl. syndicate). Syndikoidun lainan järjestäjänä toimii useampi pankki tai muu luotonantaja yhteistyössä toistensa kanssa. (Miller, 2014) Vaikka lainanantajia on useita, kukin pankki on suora lainanantaja yritykselle. Syndikaatin kesken laaditaan kuitenkin vain yksi yhteinen lainasopimus. Useimmiten suurimman lainaosuuden myöntänyt pankki toimii lainan pääjärjestäjänä (engl. Agent Bank, Lead Arranger tai Book runner). Lainan pääjärjestäjän tehtävänä on hallinnoida lainan myöntämiseen liittyviä käytännön asioita sekä valvoa lainaehtojen toteutumista. (Dennis & Mullineaux, 2000.)

Lainojen syndikoinnista on muodostunut keskeinen yritysrahoituksen muoto, koska syndikointi mahdollistaa suuren lainamäärän jakamisen useiden rahoittajien kesken. Hajauttaminen pienentää yksittäiseen rahoittajaan kohdistuvaa riskiä ja mahdollistaa yrityksille pääsyn käsiksi suurempaan määrään pääomaa. Syndikoituja lainoja voidaan usein ajatella perinteisen pankkilainan ja joukko-velkakirjalainojen välimuotona. Syndikaatin pankit valvovat lainaa perinteisen pankkilainan tavoin, ja sen ehdot muistuttavat osittain perinteistä kahdenvälistä yrityslainaa. (OECD, 2026.)

Vuonna 2009 syndikoidun lainan suuruus oli keskimäärin 408 miljoonaa dollaria. Pääjärjestäjä piti noin 29 prosenttia lainasta, ja syndikaattiin osallistui keskimäärin yhdeksän lainanantajaa. (Ivashina & Scharfstein, 2010b) Markkina muuttuu jatkuvasti, myönnetyt lainasummat ovat edelleen suuria ja syndikaattiin osallistuu keskimäärin kahdeksan lainanantajaa. Perinteisten pankkien rinnalle on tullut institutionaalisia sijoittajia ja muita rahoittajia, kuten pienempiä ulkomaisia pankkeja. Kehitys liittyy muutokseen lainasopimuksissa. Nykyään osa lainanantajista luopuu kokonaan pääsystä lainanottajan yksityiseen informaatioon välttääkseen siihen liittyvät kustannukset ja riskit. (Amiraslani ym., 2023.)

Syndikoitujen lainojen markkina laajeni merkittävästi 1980-luvun puolivälin velkavivutettujen yrittösostojen kasvun eli LBO-boomin (engl. Leveraged buyout boom) aikana. Tällöin yritykset tukeutuivat aiempaa enemmän velkaan rahoitusrakenteessaan. (Miller, 2014.) Vuonna 2025 syndikoitujen lainojen markkina saavutti uuden huipun yksityisillä markkinoilla. Yritysten hankkiman velkarahoituksen kokonaisvolyyymi oli 13,7 biljoonaa dollaria OECD-maissa. Tästä syndikoitujen lainojen osuus oli 7 biljoonaa dollaria. Kokonaisuudessaan syndikoitujen lainojen markkinoilla liikkuvan yritysvelan kokonaismäärä nousi 23,1 biljoonaan dollariin, tämä vastaa lähes 39 prosenttia kaikesta

yritysvelasta OECD-maissa.<sup>1</sup> Yksi merkittävä syy syndikoitujen lainojen kysynnän rajun kasvun taustalla on tekoälyn lisääntyneen käytön synnyttämä investointikysyntä. Datakeskusten rakentamisen aikaansaaman rahoitustarpeen odotetaan lisäävän yritysten velanottoa myös tulevaisuudessa. (OECD, 2026.)

Syndikaatin rakenne riippuu usein lainanottajan maineesta ja riskitasosta. Hyvämaineisilla yrityksillä syndikaatit ovat yleensä suurempia eli velan kokonaismäärä on suurempi ja lainanantajia on useampia. Tällöin pääjärjestäjän oma lainaosuus on pienempi. Riskialttiimmissa lainoissa pääjärjestäjä saattaa pitää suuremman osuuden lainasta epäsymmetrisen informaation aiheuttamien ongelmien vuoksi. (Sufi, 2007.) Verrattuna perinteisiin kahdenvälisiin lainoihin, syndikoidut lainat ovat halvempia ja tehokkaampia hallinnoida (Miller, 2014.)

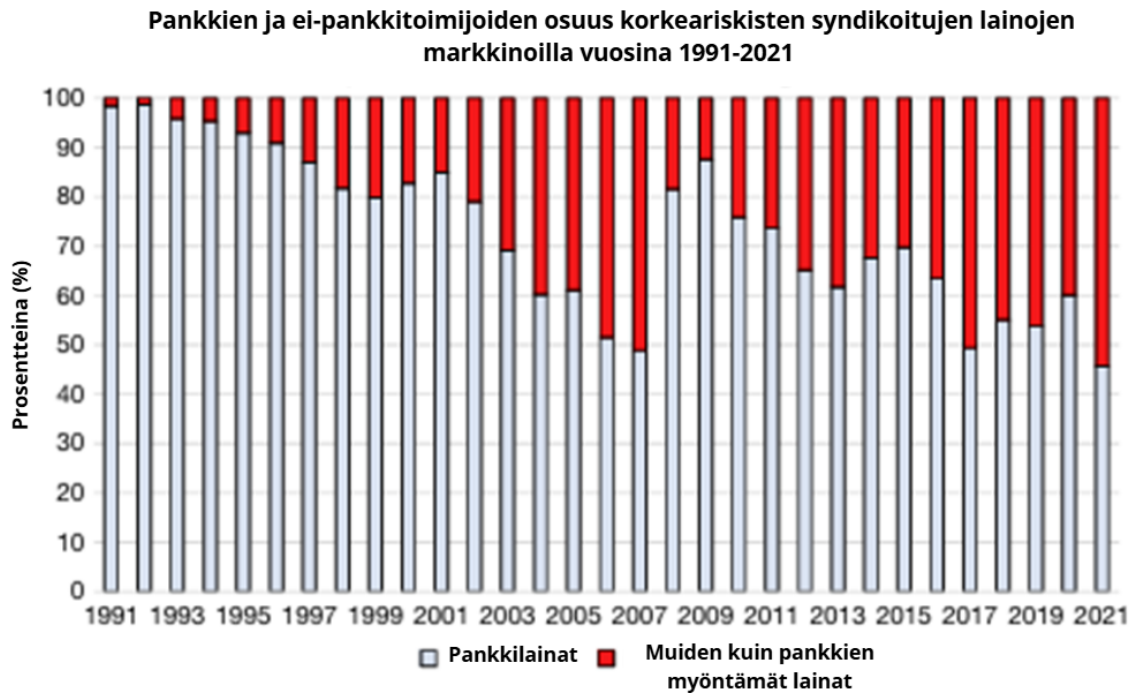
## 2.1 Keskeiset sijoittajaryhmät

Syndikoitujen lainojen markkinoilla toimii kolme keskeistä sijoittajaryhmää: pankit, rahoitusyhtiöt ja institutionaaliset sijoittajat. Nämä toimijat muodostavat lainasyndikaatin ja osallistuvat lainojen rahoittamiseen. (Miller, 2014.) Tyypillisesti pankki toimii pääjärjestäjänä, mutta myös muut rahoitusta tarjoavat tahot osallistuvat aiempaa useammin syndikaattiin. Pankit tyypillisesti suosivat tunnettuja ja hyvämaineisia lainanottajia. Muut sijoittajaryhmät sen sijaan joutuvat useimmiten tyytymään korkeariskisten lainanottajien määräaikaisiin lainoihin, joita kutsutaan vivutetuiksi lainoiksi (engl. Leveraged loan). Tyypillisesti vivutettu laina myönnetään yritykselle, jolla on korkea velkaantuneisuusaste ja heikko luottoluokitus.

Kuviosta 1 havaitaan, että 1990-luvun alussa pankit olivat suurin rahoittaja myös näille korkeariskisille lainoille. Vuoteen 2007 mennessä muiden sijoittajien osuus näiden lainojen rahoittajina oli lähes 51 prosenttia lainojen kokonaismäärästä. Finanssikriisi aiheutti merkittäviä vaikeuksia lainojen rahoittajille, ja vuoteen 2013 mennessä ei-pankkien osuus oli laskenut 38 prosenttiin. Vuoteen 2021 mennessä korkeariskisistä syndikoiduista lainoista lähes 54 prosenttia oli ei-pankkien myöntämiä. (Erel & Inozemtsev, 2025.)

---

<sup>1</sup> OECD (engl. Organisation for Economic Co-operation and Development) on kansainvälinen järjestö, joka kokoaa yhteen jäsen- ja kumppanimaansa tavoitteenaan edistää talouskasvua, hyvinvointia ja tehokasta politiikkaa sekä tarjota vertailutietoa ja suosituksia päätöksenteon tueksi. (OECD, haettu 7.4.2026)



**KUVIO 1: Pankkien ja ei-pankkitoimijoiden osuus korkeariskisten syndikoitujen lainojen markkinoilla vuosina 1991–2021 (Erel & Inozemtsev, 2025)**

Pankit muodostavat perinteisesti merkittävimmän rahoittajaryhmän syndikoitujen lainojen markkinoilla. Termillä pankki voidaan tässä yhteydessä viitata esimerkiksi liikepankkeihin, säästöpankkeihin tai arvopaperiyrityksiin. Pankki toimii useimmiten syndikaatin alkuperäisenä järjestäjänä muiden rahoittajien ohella.

Rahoitusyhtiöt ovat keskeinen sijoittajaryhmä syndikoitujen lainojen markkinoilla. Kaikista ei-pankkirahoittajista niiden osuus on noin 44 %, ja niiden osuus ei-pankkirahoittajien myöntämän rahoituksen kokonaisvolyymista oli noin 34 % vuonna 2022. Rahoitusyhtiöiden myöntämät lainat kohdistuvat tyypillisesti riskisempiin yrityksiin, jotka ovat velkaantuneita ja niiden toiminta on vähemmän kannattavaa. Tämä riskihakuisuus heijastuu useimmiten korkomarginaaleihin, jotka ovat pankkien myöntämän rahoituksen korkomarginaaleja korkeammat. Lainananto on usein pankkeihin verrattuna volatiilimpaa ja keskittyneempää sekä maantieteellisesti että toimialoittain. Rahoitusyhtiö voi myös toimia lainan pääjärjestäjänä, mutta tämä on verrattain harvinaista. (Aldasoro ym., 2022.)

Institutionaaliset sijoittajat ovat kasvattaneet merkitystään syndikoitujen lainojen markkinoilla viime vuosikymmeninä. Tähän sijoittajaryhmään kuuluvat esimerkiksi sijoitusrahastot, hedge-rahastot, eläkerahastot ja vakuutusyhtiöt. Toisin kuin pankit, institutionaaliset sijoittajat vaativat

korkeampaa tuottoa. Lim ym. tutkimus osoittaa korkomarginaalien olevan korkeammalla tasolla, kun syndikaattiin osallistuu institutionaalisia sijoittajia. Institutionaaliset sijoittajat osallistuvat rahoitukseen erityisesti silloin, kun pankkirahoituksen tarjonta on heikkoa ja yritykset kohtaavat rahoitusvaikeuksia. Institutionaalisisista sijoittajien tarjoamasta rahoituksesta tullut merkittävä lisä pankkirahoituksen rinnalle. (Lim ym., 2014.)

Merkittävänä toimijana tässä ryhmässä ovat myös vakuudelliset lainavelkakirjarahastot eli CLO:t, jotka sijoittavat erityisesti vipuvaikutteisiin yrityslainoihin. CLO-markkinat ovat hallitseva ryhmä institutionaalisten sijoittajien keskuudessa. Institutionaaliset sijoittajat keskittyvät erityisesti Term B -lainoihin, jotka on rakenteellisesti suunniteltu siirrettäviksi pankkien taseen ulkopuolelle. Tämä mahdollistaa pankkien riskien siirtämisen ja tukee originate-to-distribute -mallia, jossa lainat siirtyvät pankkien taseista laajemmalle sijoittajakunnalle. Näin ollen institutionaaliset sijoittajat eivät ainoastaan täydennä pankkien rahoitusta, vaan toimivat keskeisenä osana riskin hajauttamisessa syndikoitujen lainojen markkinoilla. (Gallo & Park, 2023.)

Taulukko 1 esittää globaalien syndikoitujen lainojen volyymin jakautumista lainojen pääjärjestäjien välillä vuoden 2024 ensimmäisten yhdeksän kuukauden aikana. Tulosten perusteella markkina on selvästi keskittynyt muutamille suurille kansainvälisille pankeille. Suurimpana toimijana erottuu JPMorgan, jonka järjestämien lainojen volyyymi on 339 miljoonaa dollaria ja markkinaosuus 10,1 prosenttia. Seuraavina tulevat Bank of America Securities (8,3 %) ja Citi (6,2 %), mikä osoittaa yhdysvaltalaisien investointipankkien dominoivan markkinoita.

Sijoitus	Järjestäjä	Volyyymi (milj. USD)	Sopimusten lkm.	Osuus (%)
1	JPMorgan	339,138	1100	10,1
2	BofA Securities	280,638	1039	8,3
3	Citi	207,091	627	6,2
4	Wells Fargo	197,054	781	5,9
5	Mizuho	138,777	703	4,1
6	Goldman Sachs	123,159	554	3,7
7	MUFG	112,005	900	3,3
8	Barclays	105,965	493	3,2
9	BNP Paribas	101,52	426	3
	Sumitomo Mitsui Financial			
10	Group	88,584	638	2,6
	<b>Yhteensä</b>	<b>1,602,563</b>	<b>7207</b>	<b>50,4</b>

**Taulukko 1: Kymmenen suurinta syndikoitujen lainojen järjestäjää globaalisti vuonna 2024, 9 ensimmäistä kuukautta. Mukailen, (Dealogic, 2024).**

Kymmenen suurimman pankin yhteenlaskettu markkinaosuus on noin 50 prosenttia, mikä viittaa kohtalaiseen markkinakeskittymiseen. Toisaalta yksittäisen pankin markkinaosuus jää suhteellisen pieneksi, mikä kertoo kilpailun säilymisestä toimialalla. Taulukosta ilmenee myös, että eurooppalaiset ja aasialaiset pankit, kuten Barclays, BNP Paribas ja Mizuho ovat merkittäviä toimijoita, mutta niiden markkinaosuudet jäävät selvästi yhdysvaltalaisia pankkeja pienemmiksi.

Lisäksi pankkien järjestämien lainojen lukumäärä vaihtelee huomattavasti. Esimerkiksi MUFG osallistuu suureen määrään yksittäisiä lainajärjestelyjä, mutta sen kokonaisvolyymi ja markkinaosuus jäävät pienemmiksi, mikä viittaa keskimääräisesti pienempiin lainakokoihin. Vastaavasti suuremmat volyymit voivat perustua harvempiin, mutta kooltaan suurempiin transaktioihin.

## **2.2 Syndikoitujen lainojen käyttökohteet**

Syndikoituja lainoja käytetään laajasti erilaisiin yritysrahoituksen tarpeisiin. Erityisesti vipuvaikutteisia syndikoituja lainoja hyödynnetään neljään keskeiseen tarkoitukseen: yritysostojen ja -järjestelyjen rahoittamiseen, yritysten pääomarakenteen uudelleenjärjestelyihin, olemassa olevan velan uudelleenrahoittamiseen sekä yleisiin yritystoiminnan rahoitustarpeisiin. Näistä käyttökohteista erityisen merkittävässä asemassa ovat velkavetoiset yritysostot. Vipuvaikutteiset yritysostot muodostavat keskeisen syndikoitujen lainojen käyttökohteen. Näissä järjestelyissä merkittävä osa yritysoston rahoituksesta toteutetaan velkarahoituksella, jolloin lainarahoituksen osuus voi olla tyypillisesti noin 50–75 prosenttia kokonaisrahoituksesta. Velkavivun taso vaihtelee kuitenkin tapauskohtaisesti ja riippuu useista tekijöistä, kuten kohdeyrityksen kassavirtojen vakaudesta, toimialan ominaispiirteistä, pääomasijoittajan maineesta sekä yleisestä markkinalikviditeetistä. (PitchBook, 2022.)

## **2.3 Syndikointiprosessi**

Syndikointiprosessi käynnistyy, kun lainanottaja pyytää tarjouksia useilta järjestäjäpankeilta ennen mandaatin myöntämistä. Mandaatilla tarkoitetaan toimeksiantoa, jossa lainanottaja valitsee pankin vastaamaan syndikoidun lainan järjestämisestä. Tarjouksen saanut pankki esittää oman näkemyksensä lainan rakenteesta, strategiasta sekä arvion hinnoittelusta. Mandaatin myöntämisen jälkeen pääjärjestäjäpankki käynnistää syndikointiprosessin. (Standard & Poor's, 2007.)

Prosessi alkaa informaatiomuistion laatimisella, jonka tarkoituksena on toimia tietolähteenä sijoittajille. Tyypillisesti se sisältää muun muassa tiedot lainanottajasta, syndikointijärjestelystä, alustavat lainaehdot sekä analyysin lainanottajan taloudellisesta tilasta. Tarkoituksena on perustella, miksi lainaan osallistuminen on houkuttelevaa ja millä tavoin lainan takaisinmaksu on turvattu.

Syndikoidut lainat eivät ole arvopapereita ja tämän vuoksi informaatiomuistio jaetaan luottamuksellisesti potentiaalisille syndikaattiin osallistuville osapuolille. Riskisempien lainojen tapauksessa sijoittajia haetaan usein julkisilta markkinoilta. Tällöin informaatiomuistiosta laaditaan julkinen versio, josta on poistettu luottamuksellinen informaatio. Informaatiomuistion tarkoitus on kartoittaa potentiaalisia sijoittajia sekä hintatasoa. (Standard & Poor's, 2007.)

Monille institutionaalisille sijoittajille tehokkaiden tietomuurien ylläpito on erityisen vaativaa ja kallista. Lainanottajaa koskevan arkaluontoisen tiedon jakamiseen liittyy huoli sen päätyemisestä julkisille arvopaperimarkkinoille. Tämä johtaisi sääntelyrikkomuksiin ja lisäisi valvontapainetta. Perinteisesti riskiä on pyritty hallitsemaan rakentamalla organisaation sisäisiä tietomureja (engl. Chinese Walls). Tietomuurien kehittäminen ja ylläpito vaatii kuitenkin suuria investointeja ja jatkuvaa valvontaa. Tämän ongelman vuoksi monet institutionaaliset sijoittajat luopuvat oikeudestaan yksityiseen informaatioon ja toimivat julkisen tiedon varassa. (Amiraslani ym., 2023.)

Sijoittajien ollessa selvillä lainan lopulliset ehdot kirjataan sopimukseen. Tämän jälkeen varmistetaan vakuuksista ja laina voidaan nostaa. Syndikoitujen lainojen sopimukset ovat usein joustavia ja esimerkiksi niiden kovenantteja voidaan muokata. (Standard & Poor's, 2007.) Pääjärjestäjä ei kuitenkaan voi toimia mielivaltaisesti lainaehdoista muokattaessa. Muutettaessa korkoon, pääoman suuruuteen, maturiteettiin tai lainan vakuuksiin liittyviä ehtoja tarvitaan täydellinen yksimielisyys kaikkien syndikaattiin osallistuvien luotonantajien kesken. (Sufi, 2000.)

Usein syndikaatissa mukana olevat pankit eli osallistuvat luotonantajat myyvät osan lainaosuudestaan eteenpäin muille sijoittajille. Lainasopimukseen kuuluva kassavirta myydään eteenpäin kolmannelle osapuolelle, mutta itse lainasopimus ei siirry, vaan pysyy alkuperäisellä pankilla. Kolmas osapuoli ei ole kytköksissä lainanottajaan. (Gorton & Pennacchi, 1989.)

Pääjärjestäjänä toimivan pankin tehtävänä on neuvotella lainasopimus, vastata dokumentaatiosta sekä koordinoita lainan nostot ja takaisinmaksut. Pääjärjestäjä toimii välittäjänä lainanottajan ja muiden syndikaatin jäsenten välillä ja vastaa korkojen laskennasta sekä sopimusehtojen noudattamisesta. (Dennis & Mullineaux, 2000.) Lainan pääjärjestäjän vastatessa lainanottajaan kohdistuvasta valvonnasta ja tiedonhankinnasta on muiden rahoittajien rooli usein passiivisempi. Pääjärjestä on informoitu osapuoli (engl. informed lender), kun taas osallistujat ovat vähemmän informoitu osapuoli (engl. uninformed lenders). Pääjärjestäjän suorittama valvonta ei aina ole täysin läpinäkyvää muille rahoittajille. Tämän vuoksi syntyy epäsymmetrisen informaation aiheuttama ongelma, jonka seurauksena pääjärjestäjä joutuu pitämään merkittävän osuuden lainasta itsellään. (Sufi, 2007.)

Pääjärjestäjän informaatioetu voi johtaa tilanteeseen, jossa se jakaa lainan osuudet strategisesti. Tällöin pääjärjestäjä pitää vähempiriskiset lainat itsellään ja siirtää heikommat muille lainanantajille. Muut syndikaatin jäsenet ovat kykenemättömiä havaitsemaan kaikkia pääjärjestäjän tekemiä valvontatoimia. Tämän vuoksi kaikki syndikaatin jäsenet eivät voi varmistua siitä, onko pääjärjestäjän valvontaan antama panos riittävä. Epäsymmetrinen informaatio aiheuttaa kitkoja, jotka heijastuvat suoraan lainan sopimuspiirteisiin. Kitkat vaikuttavat erityisesti korkoihin, lainan maturiteettiin, kovenantteihin ja suoritusperusteiseen hinnoitteluun. Erityisen tärkeää on omistusrakenteen jakautuminen syndikaatin sisällä. Pääjärjestäjän pitämä osuus lainasta toimii sekä signaalina että kannustimena. Informaatioepäsymmetrian ollessa suurta muut syndikaatin jäsenet vaativat pääjärjestäjää pitämään suuremman osuuden lainasta varmistuakseen kannustinten yhdenmukaisuudesta. Tämä ratkaisu kuitenkin rajoittaa hajauttamista ja lisää yksittäiseen lainanottajaan liittyvään riskiin altistumista. (Ball ym., 2008.)

## 2.4 Kovenantit

Lainasopimukset sisältävät erilaisia rajoitteita eli kovenantteja, jotka ohjaavat lainanottajan toimintaa ja taloudellista käyttäytymistä. Kovenanttien määrä ja tiukkuus kasvavat lainanottajan riskin lisääntyessä: investointitason yrityksillä kovenantit ovat yleensä kevyempiä, kun taas vipuvaikutteisissa lainoissa ne ovat selvästi rajoittavampia. Kovenantit voidaan jakaa kolmeen päätyyppiin: affirmaatiivisiin-, negatiivisiin- ja rahoituskovenantteihin. Affirmaatiiviset kovenantit velvoittavat lainanottajaa tiettyihin toimenpiteisiin, kuten korkojen maksamiseen, tilinpäätösten toimittamiseen ja vakuutusten ylläpitämiseen. Negatiiviset kovenantit puolestaan rajoittavat lainanottajan toimintaa esimerkiksi velanoton, investointien, yritysostojen tai omaisuuden myynnin osalta. (Miller, 2014.)

Rahoituskovenantit asettavat vähimmäisvaatimuksia yrityksen taloudelliselle suorituskyvylle, kuten kassavirralle tai velkatasolle. Ne voivat olla joko jatkuvia, jolloin ehtoja on noudatettava jatkuvasti, tai tapahtumaperusteisia, jolloin ehtoja testataan vain tiettyjen toimenpiteiden yhteydessä. Kovenanttien rikkominen voi johtaa lainan eräännyttämiseen, mutta käytännössä lainanantajat usein myöntävät poikkeuksia ehtoja vastaan. Keskeisiä rahoituskovenantteja ovat muun muassa kassavirran kattavuus, velkaantuneisuus, maksuvalmius, aineellinen nettovarallisuus sekä investointien enimmäismäärä. (Miller, 2014.)

### 3 SYNDIKOITUJEN LAINOJEN HINNOITTELU

Syndikoitujen lainojen hinnoitteluun vaikuttavat useat tekijät. Lainan ominaisuudet kuten koko, maturiteetti sekä lainanantajien lukumäärä ovat keskeisiä tekijöitä lainan hinnan määrittämisen näkökulmasta. Lisäksi lainakohtaiset sopimusperusteiset ominaisuudet kuten kovenantit, vakuudet sekä tulosperusteiset hinnoitteluehdot (engl. performance pricing provisions) vaikuttavat merkittävästi. Tulosperusteisilla hinnoitteluehdoilla tarkoitetaan lainahtoja, joiden seurauksena lainan korko muuttuu yrityksen taloudellisen suorituskyvyn mukaan. Lainan maturiteetin tai koon kasvu vaikuttavat merkittävästi hinnoitteluun kasvaneen riskin vuoksi.

Lainanottajan ominaisuuksilla on suuri merkitys. Yrityksen kokoluokka, aineellisen varallisuuden, kuten koneiden osuus, liiketoiminnan kannattavuus sekä luottoluokitus määrittelevät yrityksen taloudellisen tilanteen ja luottoriskin. Nämä muuttujat vaikuttavat siihen, miten lainanantaja määrittelee yrityksen riskisyyden ja sitä kautta riskiluokkaan sopivan hinnoittelun. (Mi & Han, 2020.)

#### 3.1 Makrotaloudelliset tekijät

Makrotaloudellisten muuttujien avulla voidaan tarkastella laajasti sitä ympäristöä, jossa lainanottajat toimivat. Makrotaloudelliset muuttujat ovat keskeisiä, kun lainanantaja tekee hinnoittelupäätöksen. Lainanottajan kotimaan taloudellinen tilanne vaikuttaa hinnoitteluun. Erityisesti ulkomaisen velan ja bruttokansantuotteen suhteen ollessa korkea, lainanantajat nostavat lainan hintaa. Lisäksi korkea maan velanhoitomenojen suhde vientiin on merkki taloudellisesta heikkoudesta. Maan saama tuki esimerkiksi IMF:ltä<sup>2</sup> vaikuttaa usein korottavasti lainan hinnoitteluun. Inflaatiolla on myös nostava vaikutus lainojen hinnoitteluun, sillä se heijastaa makrotaloudellista epävakautta. (Altunbaş & Gadanecz, 2004.)

Vaihtoehtoisesti esimerkiksi vahva reaalin BKT:n kasvu viittaa taloudelliseen vahvuuteen ja parempaan takaisinmaksukykyyn. Tämän ohella korkea kotimaisen luotonannon taso suhteessa BKT:hen osoittaa, että kehittyneemmät rahoitusjärjestelmät parantavat lainanottajan uskottavuutta. Nämä tekijät yhdessä siis laskevat lainojen hintatasoa. Kehittyneissä maissa suurien kansainvälisten valuuttavarantojen katsotaan nostavan luottokelpoisuutta. Kehittyvissä maissa on kuitenkin havaittu positiivista yhteyttä varantojen ja lainan hinnoittelun välillä; suuremmat varannot siis nostavat

---

<sup>2</sup> IMF (International Monetary Fund) myöntää lainoja jäsenmaille, joilla on maksutaseongelmia tai jotka ovat kohdanneet vakavia taloudellisia vaikeuksia kuten velka- tai valuuttakriisejä. Tukea voivat saada myös maat, joihin kohdistuu ulkoisia shokkeja tai joilla on kohonnut riski ajautua kriisiin. Useimmiten kyse on kehittyvistä ja matalan tulotason maista. (International Monetary Fund, haettu 7.4.2026)

lainan hintaa. Ristiriitainen tulos johtuu kriisitilanteiden aiheuttamasta vaikutuksesta, jossa velallinen haluaa pitää puskuria, eikä käytä sitä velkojen maksuun.

Maan korkea osuus maailmanlaajuisesta syndikoitujen lainojen markkinasta vaikuttaa nostavasti lainojen hinnoitteluun. Lainanantajat yhdistävät suuret lainamäärät korkeaan riskiin ja rahoitustarpeeseen. Lisäksi maailmanlaajuisilla rahoitusolosuhteilla on suuri merkitys. Korkeiden korkojen Yhdysvaltojen valtionlainojen markkinoilla on havaittu vaikuttavan nostavasti hinnoitteluun. Tämä selittyy ilmiöllä, jossa tiukkojen rahoitusolosuhteiden vallitessa ainoastaan luotettavimmat lainanottajat pääsevät markkinoille. (Altunbaş & Gadanecz, 2004.)

Perinteisen lähestymistavan lisäksi syndikoitujen lainojen hinnoittelua voidaan tarkastella myös institutionaalisen sijoittajakysynnän näkökulmasta. Makrotaloudellisesta näkökulmasta institutionaalinen kysyntä viittaa niihin varoihin, jotka ovat käytettävissä luotonantoon. Institutionaalisen kysynnän kasvaessa lainojen rahoittamiseen on saatavilla enemmän pääomaa. Pääoman parempi saatavuus laskee lainojen korkomarginaaleja. Pääoman tarjonnan ollessa vähäisempää lainojen korkomarginaalien on noustava, jotta sijoittajat pysyvät markkinoilla.

Markkinatason kysyntää voidaan mitata tarkastelemalla lainojen keskimääräisiä syndikointiaikoja. Indikaattorina koko markkinan sijoittajakysynnälle ja pääoman saatavuudelle voidaan käyttää keskimääräistä aikaa, jonka laina on markkinoilla. Kun lainat saadaan syndikoitua nopeasti, se viittaa vahvaan institutionaaliseen kysyntään. Tällöin lainojen korkomarginaalit pysyvät alhaisempina. Pidempi syndikointiin kulunut aika sen sijaan viittaa korkeampiin lainamarginaaleihin. Aiheesta tehty tutkimus osoittaa, että lainanantajien näkökulmasta maakohtaisilla taloudellisilla tekijöillä on vaikutusta vähintäänkin yhtä paljon kuin lainakohtaisilla tekijöillä tai lainanottajan ominaisuuksilla. (Ivashina & Sun, 2011.)

### **3.2 Mikrotaloudelliset tekijät**

Mikrotaloudelliset tekijät liittyvät yksittäisten lainanottajien ja lainojen ominaisuuksiin. Lainan koon kasvaessa sen hinnoittelu usein laskee mittakaavaetujen vuoksi. Tämän lisäksi usein luotettavimmat ja paremman luottoluokituksen saaneet lainanottajat saavat suurempia lainoja. Tässä tapauksessa myös pidempiaikainen laina saattaa olla edullisempi. Lainat, joiden takaajana on kolmas osapuoli ovat edullisempia. Tällöin takaajan olemassaolo on kuitenkin täytynyt kirjata lainasopimukseen. Implisiittisten eli ei-sitovien takausten ei ole merkittävästi havaittu alentavan lainakustannuksia. Vakuudellisten lainojen katsotaan olevan yhteydessä korkeampaan hinnoitteluun, sillä ne yhdistetään riskisempiin lainanottajiin.

Lainan käyttötarkoituksella ja lainanottajan toimialalla on myös vaikutusta lainan hinnoitteluun. Yritystoihin liittyvä rahoitus on kalliimpaa riskisyyden vuoksi. Pääomarakenteen muutoksiin, projektien sekä logistiikan rahoittamiseen myönnetty rahoitus on suhteellisesti edullisempaa. Rahoituslaitokset, erityisesti pankit saavat lainaa usein edullisemmin. Sen sijaan infrastruktuurin ylläpitoon ja väestöpalveluihin liitännäiset lainanottajat usein joutuvat maksamaan lainastaan korkeampaa hintaa.

Näiden lisäksi lainamarkkinan rakenteeseen liittyvillä muuttujilla, kuten luotonannon tyypillä on vaikutusta hinnoitteluun. Suhteisiin perustuva luotonanto tarjoaa usein edullisemmän hinnoittelun. Lainat, joiden määrää on kasvatettu alkuperäisen sopimuksen teon jälkeen, ovat sen sijaan kalliimpia. Syndikaatin suurempi koko ei automaattisesti johda halvempaan hintaan. Syndikaatin kasvanut osallistujamäärä ei siis automaattisesti lisää kilpailua hinnoittelussa.

Mikro- ja makrotaloudellisia muuttujia on kuitenkin usein mielekästä tarkastella yhdessä. Monien mikrotaloudellisten tekijöiden vaikutus heikkenee, kun makrotaloudelliset olosuhteet huomioidaan. Lainan käyttötarkoituksen ja lainanottajan toimialan merkitys pienenee etenkin maakohtaisen riskin kasvaessa. Etenkin kehittyvissä maissa maakohtaisten tekijöiden merkitys on suuri. Yksittäisten lainojen ominaisuuksien merkitys ei kuitenkaan katoa kokonaan, koska lainanottomaan taloudellinen ympäristö määrittää kontekstin, jossa mikrotason tekijöitä arvioidaan.

Syndikoidun lainan hinnoittelu määräytyy makro- ja mikrotaloudellisten tekijöiden yhteisvaikutuksesta. Lainan ja lainanottajan ominaisuuksien vaikuttaessa hinnoitteluun odotetulla tavalla makrotaloudellisilla olosuhteilla on keskeinen rooli hinnoittelupäätöksen muodostumisessa, etenkin kehittyvissä maissa. Tämän vuoksi lainanantajien arviot maakohtaisesta riskistä muokkaavat merkittävästi ulkoisen rahoituksen kustannuksia. (Altunbaş & Gadanecz, 2004.)

### **3.3 Epäsymmetrinen informaatio**

Syndikoitujen lainojen tapauksessa epäsymmetrisen informaation synnyttämä ongelma ei rajoitu ainoastaan lainanantajan ja lainanottajan väliseen suhteeseen. Epäsymmetristä informaatiota esiintyy myös lainanantajien kesken. Epäsymmetrisen informaation ongelmaa on mielekästä tarkastella juuri sen moniulotteisuuden vuoksi. Lainanottajalla on yksityistä tietoa taloudellisesta tilanteestaan sekä tulevaisuuden näkymistä. Lainanantajan näkökulmasta tämä synnyttää klassisen haitallisen valikoitumisen ongelman. Samanaikaisesti lainan pääjärjestäjällä on muita syndikaatin jäseniä parempi käsitys lainanottajaa koskevasta informaatiosta. Tämä johtuu pääjärjestäjän suorittamasta

valvonnasta, jota muut syndikaatin jäsenet eivät voi täysin havaita. Tämä synnyttää sekä haitallisen valikoitumisen, että moraalikadon ongelmia lainanantajien keskuudessa. (Ball ym., 2008.)

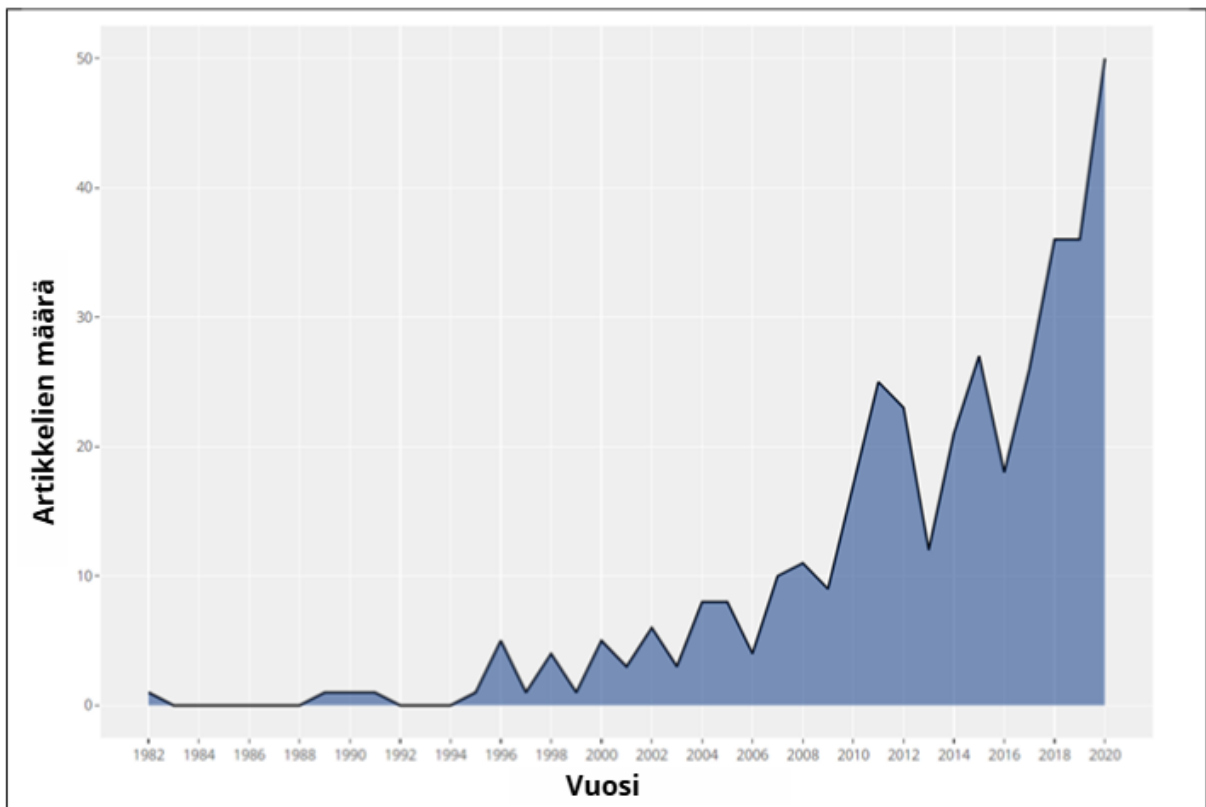
Epäsymmetrisen informaation aiheuttama ongelma vaikuttaa suoraan lainan hinnoitteluun. Rahoittajat vaativat korkeampaa korkomarginaalia kompensaaiona syntyneestä informaatiovajeesta. Epäsymmetrinen informaatio usein synnyttää sekä moraalikadon (engl. moral hazard), että haitallisen valikoitumisen (engl. adverse selection) ongelmia. Pääjärjestäjällä voi olla kannustin jakaa heikompilettiset lainat muille sijoittajille. Lisäksi syndikoinnin jälkeen kannustin valvoa lainanottajaa voi heikentyä. Pääjärjestäjän pitämä osuus on indikaattori muille rahoittajille lainan laadusta sekä pääjärjestäjän kannustimista valvoa lainaa. Pääjärjestäjän pitäessä suuremman osuuden lainasta, usein vaadittu korkomarginaali pienenee, mutta myös pääjärjestäjään kohdistuva luottoriski kasvaa. (Ivashina, 2009.)

Tilinpäätöksen vertailukelpoisuus on usein yhteydessä matalampiin lainojen korkomarginaaleihin. Kahden yrityksen tilinpäätökset ovat vertailukelpoisia, jos ne tuottavat samanlaisia taloudellisia raportteja samanlaisista taloudellisista tapahtumista. Tilinpäätöksen vertailukelpoisuus on tehokas keino informaatioepäsymmetrian vähentämiseen. Läpinäkyvyyden parantuminen alentaa informaatiokustannuksia ja johtaa edullisempiin lainaehtoihin. Lainanantajaan kohdistuva riski pienenee, ja vaadittu kompensatio laskee. Vertailukelpoisuus vähentää epävarmuutta lainanottajan laadusta ja tulevasta suorituskyvystä. (Fang ym., 2016.)

## 4 SYNDIKOITUJEN LAINOJEN EMPIIRIA

Empiirinen tutkimus koskien syndikoituja lainoja on verrattain vähäistä. Tutkimus tarkastelee pääosin lainamarkkinoiden rakennetta (Tschoegl 1982) tai luotonannon herkkyyttä suhdannevaihteille (Ivashina & Scharfstein, 2010b). Uudempi tutkimus keskittyy pääosin sekundäärisiin markkinoihin sekä institutionaaliseen kysyntään (Aramonte ym. 2022). Tässä luvussa tarkastellaan keskeisiä empiirisiä tutkimuksia, jotka käsittelevät syndikoitujen lainoja. Tarkoituksena on kattavasti tarkastella aihepiiriin liittyvää kirjallisuutta sekä keskeisimpiä tutkijoita.

Tutkimus on ollut vähäistä ennen finanssikriisiä vuonna 2008. Yksi syy tähän on se, että luotettavaa syndikoituja lainoja koskevaa aineistoa alkoi olla saatavilla vasta 1990-luvun alussa. Tämä rajoitti empiiristen tutkimusten tekemistä aiemmin. Finanssikriisin jälkeen tutkimusta on kuitenkin tehty enemmän. Tutkimuksessa keskeisiksi tutkimusteemoiksi ovat muodostuneet erityisesti lainojen hinnoittelu, syndikaatin rakenne, velkakovenanttien rakenne sekä luoton saatavuus. Lähes kaikki syndikoituja lainoja koskeva tutkimus on puhtaasti empiiristä. (Saharti ym., 2024).



Kuvio 2: Vuosittain julkaistut syndikoituja lainoja koskevat tutkimukset. (Saharti ym., 2024).

Kuviosta 2 voidaan havaita syndikoituja lainoja koskevan tutkimuksen määrän kasvaneen 2000-luvulle siirryttäessä. Etenkin vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen aihepiiriä koskevan tutkimuksen määrä on kasvanut merkittävästi.

Alan merkittävimpiä tutkijoita on Victoria Ivashina. Ivashinan tutkimukset tarkastelevat kattavasti syndikoituja lainoja eri näkökulmista. Ivashina keskittyy erityisesti lainojen hinnoitteluun ja riskipreemioihin, syndikaatin rakenteeseen ja kannustinongelmiin sekä informaatioepäsymmetriaan. Lisäksi hänen työnsä tarkastelee institutionaalisten sijoittajien roolia, luottomarkkinoiden syklejä sekä syndikoitujen lainojen merkitystä osana laajempaa rahoitusjärjestelmää.

Muita keskeisiä tutkijoita ovat muun muassa Anthony Saunders, Michael Simons, Amir Sufi, Michael R. Roberts ja Mariassunta Giannetti. Heidän tekemiinsä tutkimuksiin on viitattu laajasti syndikoituja lainoja koskevassa kirjallisuudessa. Heidän työnsä on syventänyt ymmärrystä muun muassa luottoriskin hinnoittelusta, lainasopimusten rakenteesta, pankkien luotonantokäyttäytymisestä sekä kansainvälisten luottomarkkinoiden toiminnasta.

Sijoitus	Tutkija	Viittaukset	Julkaisujen määrä	Aktiivinen vuodesta
1	IVASHINA V.	1372	7	2009
2	SAUNDERS A.	855	12	1998
3	DAHIYA S.	510	3	2007
4	MULLINEAUX D. J.	443	7	1996
5	SANTOS JAC.	344	8	2008
6	WITTENBERG-MORMAN R.	299	6	2008
7	BUSHMAN R. M.	263	4	2008
8	STEFFEN S.	244	6	2011
9	VASVARI FP.	191	6	2008
10	KLEIMEIER S.	97	7	2010
11	ROBERTS G. S.	92	4	2000
12	YI HC.	73	5	2006
13	GOTTESMAN A. A.	72	5	2004
14	HASAN I.	70	8	2012
15	GODLEWSKI CJ.	65	8	2008

**Taulukko 2: Viitatuimmat tutkijat syndikoitujen lainojen alalla. Mukaillen, (Saharti ym., 2024).**

Taulukosta 2 voidaan nähdä ne tutkijat syndikoitujen lainojen alalla, joiden tutkimuksiin on viitattu eniten muissa artikkeleissa. Alan tutkijoiden joukko on kohtalaisen pieni ja muutamat tutkijat nousivat vertailussa ylitse muiden. Suurin osa tutkijoista on aktivoitunut finanssikriisin aikaan. Korkea

viittauksien määrä ei myöskään ole suoraan kytköksissä julkaisujen suureen määrään. Tämä mahdollisesti viittaa yksittäisten tutkimusten suureen vaikuttavuuteen.

#### 4.1 Varhaisempi tutkimus

Varhaisimmat syndikoituja lainoja koskevat tutkimukset sijoittuvat pääosin 80-luvun alkupuolelle. Tschoegl (1982) tarkastelee tutkimuksessaan eurovaluuttalainojen markkinoita. Tutkimuksessa tarkastelun kohteena on 20 suurinta eurovaluuttalainojen pääjärjestäjää vuosilta 1977 ja 1979. Tavoitteena on selvittää, onko suurilla pankeilla mahdollisuuksia pysyvän markkinavoiman saavuttamiseen syndikoitujen lainojen markkinoilla.

Aineiston tarkastelussa käytetään useita mittareita, joiden avulla voidaan kuvata markkinoiden keskittymistä. Staattisia mittareita ovat Herfindahl-Hirschman-indeksi, Theil'n entropiamitta sekä Kwokan dominanssi indeksi. Näiden mittareiden avulla voidaan tarkastella markkinoiden tilannetta yksittäisellä ajanhetkellä. Näiden tukena käytetään dynaamisia mittareita, kuten Hymerin ja Pashigianin (1962) kehittämää markkinaosuuksien epävakaasindeksiä (engl. Index of market share instability) sekä stokastisen kasvun mittareita. Näiden avulla voidaan tarkastella markkinoiden tilaa yli ajan.

Tulosten perusteella havaitaan syndikoitujen eurovaluuttalainojen markkinoiden olevan suhteellisen hajautuneet. Kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden kasvun sekä pankkien määrän lisääntymisen takia yksittäisten pankkien etulyöntiasema on epävarma. Lisäksi havaitaan viitteitä syndikoitujen lainojen korkomarginaalien laskusta ja lainojen hintojen alentumisesta lainanottajien eduksi. Tutkimuksessa käytetty aikasarja on verrattain lyhyt, minkä vuoksi tehty tilastollinen analyysi ei ole kattavaa eikä esimerkiksi laajempaa ekstrapolaatiota voida tehdä.

Dennisin ja Mullineaux'n (2000) tutkimus analysoi syndikoitujen lainojen markkinaa lainaa tarjoavan rahoittajan päätöksenteon näkökulmasta. Tutkimus tarkastelee päätöstä, jonka perusteella pankki päättää syndikoida lainan sekä sitä, kuinka suuren osan lainasta se myy muille sijoittajille. Tutkimus yhdistää informaatioepäsymmetriaan, agenttiongelmien ja maineeseen perustuvan teorian empiiriseen analyysiin, joka hyödyntää tarkkaa lainakohtaista aineistoa. Aineisto on koottu Loan Pricing Corporationin tietokannasta ja se sisältää tietoa noin 30 000 lainasta vuosilta 1987–1995, joista analyysiin valitaan 3 410 havaintoa. Näistä havainnoista noin 45 prosenttia on syndikoituja lainoja.

Tutkimuksen lähtökohtana on se, ettei syndikointia voida tarkastella yksittäisenä päätöksenä. Ensin pankin tulee päättää syndikoidaanko laina vai ei. Tämän jälkeen, jos laina päätetään syndikoida

pankin on päätettävä kuinka suuren osuuden lainasta se myy muille rahoittajille. Tutkimuksessa käytetty malli perustuu Craggin (1971) kehittämään menetelmään. Ensimmäisessä vaiheessa binäärinen indikaattori SYND<sub>D</sub> saa arvon 1, jos laina syndikoidaan ja arvon 0 jos lainaa ei syndikoida. Toisessa vaiheessa käytetään regressiomallia, jossa riippuvana muuttujana on SYND%. Muuttuja kertoo osuuden lainasta, joka syndikoidaan, jos ensimmäisessä vaiheessa saatiin arvo 1.

Dennis & Mullineaux (2000) jakavat selittävät muuttujat informaatiomuuttujiin, agenttiongelmia kuvaaviin muuttujiin, lainan ominaisuuksiin sekä lainan järjestäjän ominaisuuksiin. Informaatiomuuttujat mittaavat lainanottajaan liittyvän tiedon läpinäkyvyyttä, ja niitä edustavat esimerkiksi tieto luottoluokituksesta ja pörssilistauksesta. Agenttiongelmiiin liittyviä tekijöitä kuvataan muun muassa lainan maturiteetilla ja vakuudellisuudella. Näiden muuttujien avulla analysoidaan, miten valvontatarve ja kannustinongelmat vaikuttavat syndikointiin. Lisäksi tutkimuksessa huomioidaan pääjärjestäjäpankin maineeseen liittyvät tekijät, kuten toistuvat yhteistyösuhteet, pankin luottoluokitus sekä se, onko järjestäjä pankki vai muu rahoituslaitos. Lainan ominaisuuksista keskeisiä muuttujia ovat lainan koko ja suhteellinen koko pankin pääomaan nähden. Lisäksi analyysiin sisällytetään pankkikohtaisia muuttujia, joiden avulla testataan vaikuttaako pankin likviditeetti ja pääomarajoitteet syndikointikäyttäytymiseen.

Tulokset osoittavat informaation läpinäkyvyyden olevan keskeinen tekijä sekä syndikointipäätöksessä että syndikoidun osuuden suuruutta valitessa. Lainaottajien luottoluokitus ja mahdollinen pörssilistaus lisäävät syndikoinnin mahdollisuutta ja kasvattavat syndikoidun osuuden kokoa. Parempi informaatio siis tekee lainoista markkinakelpoisempia. Lainan maturiteetti vaikuttaa positiivisesti sekä syndikointipäätökseen, että syndikoidun osuuden kokoon. Vakuuksilla ei ole merkittävää vaikutusta syndikointipäätökseen, mutta niiden olemassaolo pienentää syndikoitua osuutta. Tämä viittaa siihen, että vakuudelliset eli riskisemmät lainat pidetään suurimmalta osin pankin omassa taseessa. Järjestäjäpankin maine toistuvien yhteistyösuhteiden kautta mitattuna, lisää selvästi syndikoinnin todennäköisyyttä. Tämä vaikuttaa kuitenkin vähemmän syndikoidun osuuden suuruuteen. Hyvä maine helpottaa markkinoille pääsyä, mutta ei täysin määritä riskin jakamista. Lainan koolla on myös merkitystä, isompi laina syndikoidaan todennäköisemmin. Lopuksi havaittiin pankkien pääomasuhteiden olevan keskeisiä. Heikommin pääomitetetut pankit syndikoivat lainoja todennäköisemmin. Sen sijaan likviditeetti ja lainaportfolion laatu vaikuttavat lähinnä syndikointipäätökseen, eivät syndikoidun osuuden suuruuteen.

Kokonaisuutena Dennis ja Mullineaux toteavat syndikoinnin riippuvan informaation laadusta, agenttiongelmien asteesta ja pankin omista rajoitteista. Erityisesti informaation rooli on keskeinen:

mitä vähemmän lainaan liittyy epävarmuutta, sitä enemmän se muistuttaa markkinaehtoista velkaa ja sitä laajemmin se voidaan syndikoida.

Tutkimusta täydentävät Godlewskin ja Weillin (2008). Tutkimuksessaan he tarkastelevat syndikoituja lainoja kehittyvillä markkinoilla. Aineisto on Dennisin & Mullineauxin (2000) tavoin koottu Loan Pricing Corporationin tietokannasta, ja se kattaa tiedon lähes 14 000 lainasta 50 eri maasta vuosilta 1990–2006. Tutkimuksessa keskitytään ainoastaan päätökseen siitä, syndikoidaanko laina vai ei. Edellisestä tutkimuksesta poiketen Godlewski ja Weillin (2008) eivät tarkastele riskin jakautumista pankkien välillä samalla tarkkuudella vaan painottavat syndikointipäätökseen vaikuttavia tekijöitä laajemmassa taloudellisessa kontekstissa.

Tutkimusten tulokset ovat osin yhteneviä, koska molemmat tutkimukset korostavat informaation merkitystä. Julkisen informaation, kuten luottoluokituksen saatavuus lisää syndikoinnin todennäköisyyttä. Lainan koko vaikuttaa positiivisesti syndikointiin molemmissa tutkimuksissa. Sen sijaan lainan maturiteetin vaikutus eroaa selvästi tutkimusten välillä. Dennis ja Mullineaux (2000) havaitsivat maturiteetin lisäävän syndikointia, kun taas Godlewski ja Weill (2008) raportoivat päinvastaisen tuloksen, jossa pidempi maturiteetti vähentää syndikoinnin todennäköisyyttä. Tämä ero selittyy todennäköisesti markkinaympäristön eroilla, sillä kehittyvillä markkinoilla pidemmät maturiteetit lisäävät valvontakustannuksia ja korostavat agenttiongelmia.

Merkittävin lisäpanos Godlewskin ja Weillin (2008) tutkimuksessa on institutionaalisten tekijöiden huomioiminen. Tutkimus osoittaa, että rahoitusmarkkinoiden kehitys, pankkisääntely ja oikeudellinen ympäristö vaikuttavat merkittävästi syndikointipäätökseen. Erityisesti tiukempi pankkisääntely lisää syndikointia, kun taas kehittyneemmät rahoitusmarkkinat ja vahvempi oikeusjärjestelmä voivat vähentää sitä.

## 4.2 Finanssikriisin jälkeinen tutkimus

Victoria Ivashina on tunnustettu yhdeksi vaikutusvaltaisimmista tutkijoista syndikoitujen lainojen alalla. Hänen työnsä on muokannut näkemystä lainasyndikaattien rakenteesta, riskeistä sekä kannustimista. Ivashina korostaa tutkimuksissaan pankkien roolia paitsi lainojen järjestäjinä myös luotonannon valvojina. Hän yhdistää pankkikohtaisen käyttäytymisen laajempiin rahoitusmarkkinoiden ilmiöihin. Ivashinan mukaan syndikoidut lainat ovat paitsi keino hajauttaa riskiä myös mekanismi, jonka kautta informaatioepäsymmetriat, sääntelyrajoitteet ja likviditeettishokit vaikuttavat koko rahoitusjärjestelmään. Ivashina on osoittanut ei-pankkitoimijoiden kasvavan roolin syndikoitujen lainojen markkinoilla vaikuttavan luoton tarjontaan, hinnoitteluun ja riskeihin. Globaalia

dollarirahoitusta koskeva tutkimus on osoittanut Yhdysvaltain dollarilikviditeetin muutoksien heijastuvan globaaleille lainamarkkinoille.

Ivashina ja Scharfstein (2010a) tarkastelevat pankkipaniikkien vaikutusta yrityssectorille tarjotun luoton määrään. Tutkimus keskittyy erityisesti vuoden 2008 finanssikriisiin ja sen seurauksiin. Tutkimus osoittaa rahoitusmarkkinoiden likviditeetin heikentyneen ja rahoituskustannusten nousseen kriisin aikana. Samanaikaisesti havaittiin myös, että uusien lainojen myöntäminen yrityksille supistui. Tutkimuksessa käytetään aineistona Reutersin DealScan tietokantaa, joka sisältää tietoa syndikoiduista yrityslainoista. Tutkimuksessa aineistoa on rajattu suuriin syndikoituihin lainoihin, eikä se sisällä tietoa luottolimiittien nostoista. Aineisto on kerätty Yhdysvaltain yrityslainamarkkinoilta, ja se kattaa ajanjakson 2000–2008. Tarkempi analyysi perustuu vuosiin 2006–2008.

Tutkimuksessa havaittiin uusien lainojen myöntämisen määrän laskeneen 47 prosenttia finanssikriisin ollessa huipussaan ja 79 prosenttia verrattuna luottobuumin huippukohtaan. Vuoden 2008 ensimmäiseen neljännekseen mennessä voitiin havaita lainojen euromääräisen volyymin olleen 62 prosenttia pienempi kuin luottobuumin korkeimmalla neljänneksellä. Lisäksi lainojen kokonaismäärä oli 42 prosenttia pienempi. Pankkipaniikin ollessa pahimmillaan lainanannon väheneminen kiihtyi entisestään. Vuoden 2008 viimeisellä neljänneksellä lainavolyymi oli edellistä neljänneestä 47 prosenttia pienempi ja lainojen määrä 33 prosenttia pienempi. Dollarimääräisesti pankkilainojen volyyymi laski vuoden 2007 luottobuumin huipun 701,5 miljardista dollarista 150,2 miljardiin dollariin tultaessa vuoden 2008 viimeiselle neljännekselle.

Tutkimus tarkasteli myös pankkien rahoitusrakenteen merkitystä luotonannon määrälle. Tuloksista havaittiin, että pankeissa, joissa on enemmän talletusrahoitusta syndikoitu lainananto väheni vähemmän. Pankeissa, joissa rahoitus perustui pääosin lyhytaikaiseen markkinarahoitukseen, muutokset olivat suurempia. Talletukset olivat vakaampi rahoituslähde lainanannolle pankkipaniikin aikana.

Aineiston perusteella havaittiin, että matala korkotaso lisäsi syndikoitujen lainojen kysyntää ennen finanssikriisiä erityisesti uudelleenrahoituksen kautta. Luottobuumin aikana yritykset hyödynsivät matalia korkoja ja löyhiä kovenantteja uudelleenrahoittamalla vanhoja lainojaan sekä pidentämällä niiden maturiteettia. Vuonna 2007 noin 61 prosenttia kaikista syndikoiduista lainoista oli uudelleenjärjestelylainoja. Rakenejärjestelylainojen määrä väheni kuitenkin 60 prosenttia vuoden 2008 viimeisellä neljänneksellä verrattuna vuoden kolmanteen neljännekseen.

Kokonaisuudessaan kaikki uusi lainananto väheni huomattavasti finanssikriisin aikana. Lainanannon vähenemisen taustalla oli kysynnän heikkenemisen lisäksi pankkijärjestelmän

likviditeettirajoitteet. Lyhytaikaisten sijoittajien katoaminen markkinoilta sekä lainanottajien luottolimiittien nostot kuormittivat pankkien taseita. Osa laskusta saattoi johtua yritysten kielteisestä suhtautumisesta investointeihin ja tämän aiheuttamasta kysynnän laskusta. Tutkimuksessa havaittiin myös muutoksia tarjontavaikutuksissa, jotka liittyivät pankkien riskinottoon. Pankit, joiden rahoitusrakenne oli heikompi tai joilla oli suurempi riski altistua luottositoumuksille, vähensivät lainantoa enemmän.

Ivashina & Scharfstein (2010b) tarkastelevat toisessa artikkelissaan syndikoitujen lainojen vaikutusta luoton tarjonnan suhdannevaihteluun. Tutkimuksessa analysoidaan niin sanottua originate-to-distribute -mallia. Perinteisesti pankkimallit olettavat pankkien pitävän myöntämänsä lainat taseessaan. Tutkimuksessa käytetyssä mallissa tarkastellaan tilannetta, jossa alkuperäinen lainanmyöntäjä säilyttää vain osan lainasta. Jäljelle jäävä osa lainasta jaetaan muille osapuolille, joihin kuuluu muita pankkeja sekä institutionaalisia sijoittajia. Ivashina ja Scharfstein tutkivat tämän järjestelyn vaikutuksia luottosykleihin. Erityinen paino on johtavan pankin osuuden suuruuden vaihtelussa syklien mukana. Lisäksi tarkastellaan liittyvätkö osuuden koon muutokset systemaattisesti lainavolyymiin, luotto-olosuhteisiin ja rahoitusshokkeihin.

Tutkimuksessa tehty analyysi perustuu aiempien tutkimusten tapaan Reutersin DealScan tietokannasta kerättyyn aineistoon, joka kattaa ajanjakson tammikuusta 1990 kesäkuuhun 2009 Yhdysvalloissa. Otoksesta on rajattu pois rahoitusalan yritykset ja ne lainat, joista ei ole saatavilla tietoa johtavan pankin osuudesta. Lopullinen aineisto kattaa 5436 syndikoitua lainaa. Tutkijat käyttävät aikasarjakorrelaatiota ja graafista analyysia tarkastellakseen pääjärjestäjäpankin osuuden, lainavolyymien ja luotto-olosuhteiden välistä suhdetta. Lainatasolla käytetään regressiomallia, jossa kontrollimuuttujina käytetään esimerkiksi yrityksen kokoa, luottoluokitusta, lainan kokoa ja maturiteettia.

Tutkijat havaitsevat vahvan negatiivisen yhteyden pääjärjestäjäpankin osuuden ja syndikoitujen lainojen kokonaisvolyymien välillä. Lainavolyymien laskiessa johtavan pankin pitämä osuus kasvaa. Korrelaation suuruus on  $-0,67$  ja vaihtoehtoisissa tarkasteluissa sen suuruusluokka pysyy likimain samana. Tutkimuksessa havaitaan, että luoton tarjonnan supistuessa pankit pitävät suuremman osan myöntämistään lainoista taseessaan. Tutkijat havaitsevat myös positiivisen yhteyden pääjärjestäjäpankin osuuden ja luottoehtojen kiristymisen välillä. Kun pankit raportoivat luottoehtojen kiristyvän, pääjärjestäjäpankin osuus kasvaa. Ilmiö on erityisen selkeä rahoituskriisien, kuten 90-luvun pankkikriisin ja finanssikriisin aikana. Tutkijoiden jättäessä vuoden 2001 taantumaa pois tarkastelusta luottoehtojen kiristymistä kuvaava kerroin on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä. Vuoden 2001 taantumaa poikkeavuutta selitetään taantumaa luonteella. Tällöin taantumaa ei liittynyt

merkittävää pankkien pääoman heikkenemistä. Tulokset viittaavat heikentyneiden luotto-olosuhteiden vaikuttavan lainojen omistusosuuksien kasvuun pääjärjestäjäpankeilla. Havaitaan myös pankkien pääomashokkien vaikuttavan pääjärjestäjäpankin osuuden suhdanteiden mukaiseen vaihteluun.

Tutkimuksessa havaitaan myös pääjärjestäjäpankin osuuden kasvavan taantumien aikana. Taantumisissa syndikaatin osallistujien määrä pienenee ja pankit kompensoivat tätä pitämällä suuremman osuuden lainasta omassa taseessaan. Kokonaisuudessaan tutkimuksen tulokset viittaavat yhteyteen lainojen syndikoinnin ja luottosykliä välillä. Noususuhdanteessa kasvanut sijoittajakysyntä ja pääoman hyvä saatavuus mahdollistavat suurten lainaosuuksien jakamisen eteenpäin. Tällöin pankkien riski pienenee ja mekanismi tukee luoton tarjonnan kasvua. Taantumissa tilanne on päinvastainen. Tutkijat mainitsevat lisäksi useita tekijöitä, jotka korostavat rahoitusmarkkinoiden olosuhteiden merkitystä luottosykliä muodostumisessa. Havaittuihin ilmiöihin voivat vaikuttaa pankkien pääomarajoitteet, sijoittajien halukkuus osallistua lainoihin sekä CLO-markkinoiden kasvu.

Ivashina ja Sun (2011) osoittavat tutkimuksessaan syndikoitujen lainojen hinnoittelun reagoivan paitsi lainanottajan henkilökohtaiseen riskiin myös institutionaalisen pääoman tarjonnan vaihteluihin. Lainamarginaaleja selitetään institutionaalisen kysyntäpaineen mittarilla, joka approksimoidaan ajalla, jonka laina on markkinoilla ennen kuin se allokoitetaan kokonaan. Aineistona käytetään Reutersin DealScan-aineistoa, joka kattaa Yhdysvaltoihin muille kuin finanssialan yrityksille myönnettyt syndikoidut lainat. Hyödyntämällä sekä markkinatason että lainakohtaisen vaihtelun mittaria tutkijat havaitsivat vahvan positiivisen yhteyden syndikointiin kuluneen ajan ja lopullisten lainamarginaalien välillä. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että pidempi syndikointiin kulunut aika nostaa lainamarginaaleja. Markkinatasolla syndikointiin kuluneen ajan kasvaessa yhdellä keskihajonnalla eli noin neljällä päivällä, korkomarginaalit kasvavat yli 0,30 prosenttiyksiköllä. Yksittäistä lainaa tarkastella syndikointiin kuluneen ajan kasvaessa yhdellä keskihajonnalla eli noin 17 päivällä, korkomarginaalit kasvavat noin 0,13 prosenttiyksikköä. Tutkimuksen tulokset ovat tilastollisesti merkitseviä.

Ivashinan ja Sunin empiirinen asetelma ei perustu pelkästään poikkileikkausaineistoissa ilmenevään korrelaatioon. Tutkijat erottavat mikro- ja makrotaloudelliset kanavat kontrolloiden lainanottajan henkilökohtaisia ominaisuuksia sekä markkinatason muuttujia. Mikrotason kontrollimuuttujista mainittakoon lainanottajan luottoluokitus, velkaantuneisuus, lainan koko, kovenantit sekä maturiteetti. Näiden kontrollimuuttujien huomioimisen jälkeen syndikointiin kulunut aika säilyy tilastollisesti merkitsevänä selittävänä muuttujana. Makrotasolla mittarina käytetään edellisen

vuosineljänneksen keskimääräistä syndikointiin kulunutta aikaa. Tulokset osoittavat hinnoittelun riippuvan pääoman tarjonnan aggregaattisista olosuhteista yksittäisten lainanottajien ominaisuuksien lisäksi.

Tutkimusasetelmaan liittyy endogeenisuusongelma, jonka mukaan syndikointiin kulunut aika heijastaisi lainanottajan laatua tai investointimahdollisuuksia sijoittajakysynnän sijaan. Ongelman ratkaisemiseksi käytetään instrumenttimuuttujana institutionaalisten sijoittajien rahavirtoja markkinatason syndikointiin kuluvalle ajalle. Instrumenttimuuttuja-analyysin tarkoituksena on osoittaa pääomavirtojen lisäävän lainanantoon käytettävissä olevaa pääomaa. Pääomavirrat kasvattavat tarjolla olevaa rahoitusta ilman, että ne riippuvat yksittäisen lainan ominaisuuksista. Tulokset osoittavat syndikointiin kuluneen ajan ja lainamarginaalien välisen positiivisen yhteyden säilyvän. Tällöin pääomavirrat vahvistavat institutionaalista kysyntää ja alentavat lainamarginaaleja.

Artikkelin keskeinen havainto on, että institutionaalisen pääoman tarjonnan vaihtelulla on taloudellisesti merkittävä vaikutus lainamarginaaleihin. Syndikoidun lainanannon kustannukset määräytyvät sekä mikrotaloudellisten fundamenttien että makrotaloudellisten pääomamarkkinaolosuhteiden perusteella. Tällöin ennen finanssikriisiä tapahtunutta lainakustannusten laskua ei voida selittää ainoastaan lainanottajien laadun paranemisella tai sopimusrakenteiden muutoksilla. Artikkelin osoittaa syndikoidun luoton hinnan olevan herkkä sijoittajakysynnän muutoksille. Pääoman tarjonta itsessään on siis keskeinen lainakustannusten määrääjä.

### **4.3 Tutkimus 2020-luvulla**

Tuorein syndikoituja lainoja koskeva kirjallisuus tarkastelee pääosin rahoitusmarkkinoiden ja rahoituksen välittäjien reagoitua poikkeuksellisiin taloudellisiin ja geopolitiittisiin shokkeihin. Tutkimus korostaa makrotaloudellisen ympäristön ja poliittisten tapahtumien merkitystä lainamarkkinoiden muovaajina. Nykyään syndikoitujen lainojen markkina näyttöytyy kanavana, jonka kautta rahoitusjärjestelmän shokit välittyvät. Syndikoitujen lainojen markkinan on todettu heijastavan laajemmalla tasolla koko rahoitusjärjestelmän tilaa.

Aramonte ym. (2022) tarkastelivat tutkimuksessaan rahoituksen välittäjien riskinottoa Yhdysvaltain syndikoitujen lainojen markkinoilla. Tutkimus osoitti, että matalan korkotason aikana tietyt rahoitusvälittäjät lisäsivät syndikoitujen lainojen sijoitustensa riskipitoisuutta. Tulokset viittasivat siihen, että etenkin ne sijoitusrahastot, joiden voitiin ennakoita havaita olevan herkempiä matalille koroille, lisäsivät sijoituksia riskipitoisempiin syndikoituihin lainoihin korkojen laskiessa. Tutkimus ei

kuitenkaan löytänyt näyttöä, että tämä sekundäärisen kysynnän lisääntyminen olisi merkittävästi vaikuttanut lainamarginaaleihin syndikoitujen lainojen ensimarkkinoilla.

Tampakoudis ym. (2022) tarkastelivat osakemarkkinoiden reagointia syndikoitujen lainojen julkistamisiin. Erityisesti tarkastelun kohteena oli, miten nämä reaktiot muuttuivat COVID-19 pandemian aikana. Tutkimus osoitti, että ennen pandemiaa syndikoitujen lainojen julkistukset johtivat heikkoihin tai tilastollisesti merkityksettömiin markkinareaktioihin. COVID-19 pandemian aikana julkistukset tuottivat merkittävästi positiivisia tuottoja. Tämä viittasi syndikoitujen lainojen toimineen vahvana signaalina yritysten luottokelpoisuudesta ja taloudellisesta vakaudesta.

Berg ym. (2021) tarkastelevat tutkimuksessaan vuoden 2016 Brexit-kansanäänestyksen vaikutuksia Ison-Britannian syndikoitujen lainojen markkinoihin. Globaalin aineiston ja difference-in-differences -menetelmän avulla tutkijat osoittivat lainanannon vähentyneen 24–27 % äänestykseen jälkeen muihin vastaaviin markkinoihin verrattuna. Tutkimus kuitenkin osoitti, ettei lainanannon supistuminen johtunut luotonannon vähenemisestä. Tulokset viittaavat sen sijaan laajempaan laskuun brittiyritysten lainakysynnässä. Kun tutkijat huomioivat yritysten lainakysynnän, Brexitin vaikutus menetti tilastollisen merkitsevyytensä. Heikentyneet BKT:n kasvuolosuhteet selittivät noin 61 % lainanannon vähenemisestä. Brexit toimi tutkijoiden mukaan ensisijaisesti negatiivisena kysyntäshokkina.

Danisewicz ym. (2026) tarkastelevat, miten globaalit pankit reagoivat geopolittisiin shokkeihin. Tutkimus keskittyy erityisesti Venäjän vuonna 2014 asettamiin Euroopan maataloussektoriin kohdistuneisiin vastapakotteisiin. Pakotteiden aiheuttamasta suorituskyvyn heikkenemisestä huolimatta pankit lisäsivät syndikoitua luotonantoa maataloussektorille merkittävästi. Erityisesti merkitystä oli pankeilla, joiden kotimaista tuli vaihtoehtoisia vientikohteita eurooppalaisille maatalousalan suur yrityksille. Luotonannon lisääntymisen ohella myös lainaehdot muuttuivat. Matalakorkoisten lainojen ja pidempien maturiteettien osuus kasvoi huomattavasti. Lainaa ottaneiden yritysten riskitaso ja luottoluokitus eivät olleet aiempaa parempia. Kokonaisuudessaan havaittiin pankkien lisänneen luotonannon määrää sekä lieventäneen ehtoja pakotteista kärsineille yrityksille, huolimatta niiden luottoluokituksesta.

#### **4.4 Yhteenveto empiirisistä tuloksista**

Syndikoituja lainoja koskeva tutkimus on kehittynyt merkittävästi vuosikymmenten aikana. 1990-luvulta alkaen saatavilla ollut luotettava data on mahdollistanut laajemman empiirisen tutkimuksen.

Tämän vuoksi tutkimuksen määrä kasvoi merkittävästi etenkin finanssikriisin jälkeen. Kirjallisuus on lähes kokonaan empiiristä ja keskittyy pääosin lainojen hinnoitteluun, syndikaatin rakenteeseen, lainaehtoihin sekä luoton saatavuuteen.

Finanssikriisin jälkeinen tutkimus lisäsi ymmärrystä syndikoitujen lainojen markkinan suhdanneherkkyydestä. Finanssikriisin aikana lainananto supistui merkittävästi, ja pankkien rahoitusrakenne osoittautui ratkaisevaksi tekijäksi luotonannon määrän säilymisessä. Tutkimus osoittaa, että noususuhdanteessa pankit hajauttavat riskiä laajemmin. Taantumassa pankit pitävät suuremman osuuden lainoista omissa taseissaan.

2020-luvun tutkimus korostaa makrotaloudellisten ja geopoliittisten shokkien merkitystä. Syndikoidut lainat toimivat kanavana, jonka kautta talouden häiriöt välittyvät rahoitusjärjestelmään. Matala korkotaso on lisännyt riskinottoa, pandemiat ovat muuttaneet markkinasignaaleja ja geopoliittiset tapahtumat ovat vaikuttaneet luoton tarjontaan ja ehtoihin. Syndikoitujen lainojen markkinat ovat vahvasti sidoksissa sekä mikro- että makrotaloudellisiin tekijöihin.

## 5 Loppupäätelmät

Tämän tutkielman tavoitteena on ollut tarkastella syndikoituja lainoja koskevaa empiiristä tutkimuskirjallisuutta sekä selvittää, mitkä tekijät vaikuttavat syndikoitujen lainojen hinnoitteluun ja markkinoiden toimintaan. Tutkimusten perusteella voidaan todeta, että syndikoitujen lainojen hinnoittelu määräytyy useiden mikro- ja makrotaloudellisten tekijöiden yhteisvaikutuksesta. Erityisesti lainanottajan oma riskiprofiili, makrotaloudellinen ympäristö sekä institutionaalisten sijoittajien rooli vaikuttavat lainojen hinnoitteluun. Epäsymmetrisellä informaatiolla on vaikutusta lainehtojen ja syndikaatin rakenteen kannalta. Informaation laatu, pankkien rajoitteet ja institutionaalinen ympäristö määrittävät yksittäisten lainojen rakenteen. Suhdanteet, pääoman saatavuus sekä globaalit shokit ohjaavat koko markkinan toimintaa. Syndikoidut lainat eivät ole ainoastaan lainanantajien keino jakaa riskiä. Syndikoidut lainat ovat keskeinen osa rahoitusjärjestelmää, joka heijastaa ja välittää muutoksia taloudessa globaalisti.

Empiiriset tutkimukset antavat pääosin yhteneväisen kuvan keskeisistä hinnoitteluun vaikuttavista tekijöistä. Tärkeimpiä ovat epäsymmetrinen informaatio, lainaottajan luottokelpoisuus sekä markkinaolosuhteet. Yksittäisissä empiirisissä tutkielmissa on havaittavissa myös eroavaisuuksia. Tulokset lainan maturiteetin vaikutuksista syndikointiin eroavat kehittyneiden ja kehittyvien maiden välillä. Eroja selitetään institutionaalisilla tekijöillä, kuten sääntelyllä.

Tutkielmaan liittyy myös rajoituksia. Kirjallisuuskatsaus perustuu olemassa olevaan tutkimukseen, jonka laajuus ja painotukset vaikuttavat johtopäätöksiin. Suurin osa tarkastellusta empiirisestä tutkimuskirjallisuudesta perustuu Yhdysvalloista kerättyyn aineistoon. Lisäksi painotus on erityisesti finanssikriisin jälkeen tehdyssä kirjallisuudessa. Aineiston saatavuuden vuoksi varhaisen tutkimuksen saatavuus on rajoittanut tehtyä tutkimusta. Näiden seikkojen vuoksi aineiston yleistettävyydestä voidaan kiistellä.

Tutkimuksen perusteella voidaan esittää joitain toimenpidesuosituksia. Läpinäkyvyyden lisääminen ja tilinpäätösten vertailukelpoisuus voivat alentaa rahoituskustannuksia ja parantaa markkinoiden tehokkuutta. Institutionaalisten sijoittajien kasvava rooli tulisi huomioida, sillä niiden käyttäytymisen vaikuttaa suoraan syndikoitujen lainojen markkinoihin. Lisäksi riskienhallinnan merkitystä tulee korostaa erityisesti markkinashokkien yhteydessä ja epäsymmetrisen informaation ollessa suurta.

Tulevaisuudessa olisi hyödyllistä tarkastella syndikoitujen lainojen markkinaa eri geopoliittisissa olosuhteissa. Lisäksi tulevaisuudessa institutionaalisten sijoittajien vaikutus markkinoiden dynamiikkaan olisi merkittävä tutkimuskohde.

Näen syndikoidut lainat merkittävänä osana nykyistä rahoitusjärjestelmää. Markkinoiden kehitys kohti hajautetumpaa rahoitusrakennetta lisää tehokkuutta, mutta myös kasvattaa järjestelmäriskiä. Erityisesti institutionaalisten sijoittajien roolin kasvu voi lisätä markkinoiden herkkyyttä taloudellisille shokeille. Tämän vuoksi sääntelyn ja valvonnan merkitys korostuu varmasti tulevaisuudessa.

## LÄHTEET

- Aldasoro, I. – Doerr, S. – Zhou, H. (2022) Non-bank lenders in the syndicated loan market. *BIS Quarterly Review*, 15–29
- Altunbaş, Y. – Gadanez, B. (2004) Developing country economic structure and the pricing of syndicated credits. *Journal of Development Studies*, Vol. 40 (5), 143–173.
- Amiraslani, H. – Donovan, J. – Phillips, M. A. – Wittenberg-Moerman, R. (2023) Contracting in the dark: The rise of public-side lenders in the syndicated loan market. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 76 (1).
- Aramonte, S. – Lee, S. J. – Stebunovs, V. (2022) Risk taking and low longer-term interest rates: Evidence from the U.S syndicated term loan market. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 138
- Ball, R. – Bushman, R. M. – Vasvari, F. P. (2008) The debt-contracting value of accounting information and loan syndicate structure. *Journal of Accounting Research*, Vol. 46 (2), 247–287.
- Berg, T. – Saunders, A. – Schäfer, L. – Steffen, S. (2021) Brexit and the contraction of syndicated lending. *Journal of Financial Economics*, Vol. 141 (1), 66–82.
- Cragg, J. G. (1971) Some statistical models for limited dependent variables with application to the demand for durable goods. *Econometrica*, Vol. 39 (5), 829–844.
- Danisewicz, P. – Park, M. – Schaeck, K. – Zheng, Y. (2026) Global bank lending during political conflicts. *Journal of Financial Intermediation*, Vol 66.
- Dealogic (2024) Quarterly rankings: Loans (first 9 months 2024). ION Analytics.  
< <https://ionanalytics.com/wp-content/uploads/2024/10/Dealogic-Quarterly-Rankings-Loans-First-9-Months-2024.pdf>>, haettu 6.4.2026.
- Dennis, S. A. – Mullineaux, D. J. (2000) Syndicated loans. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9 (4), 404–426.
- Erel, I. – Inozemtsev, E. (2025) Evolution of debt financing toward less regulated financial intermediaries in the United States. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 60 (3), 1234–1271
- Fang, X. – Li, Y. – Xin, B. – Zhang, W. (2016) Financial statement comparability and debt contracting: Evidence from the syndicated loan market. *Accounting Horizons*, Vol. 30 (2), 277–303.
- Gallo, A. – Park, M. (2023) CLO (collateralized loan obligation) market and corporate lending. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.55 (5), p.1077-1118
- Godlewski, C. J. – Weill, L. (2008) Syndicated loans in emerging markets. *Emerging Markets Review*, Vol. 9 (3), 206–219.

- Gorton, G. – Pennacchi, G. (1989) Are loan sales really off-balance sheet? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 4 (2), 125–145.
- Hymer, S. – Pashigian, P. (1962) Turnover of firms as a measure of market behavior. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 44 (1), 82–87.
- International Monetary Fund. What is the IMF? <<https://www.imf.org/en/about/factsheets/imf-at-a-glance>>, haettu 7.4.2026.
- Ivashina, V. (2009) Asymmetric information effects on loan spreads. *Journal of Financial Economics*, Vol. 92, 300–319.
- Ivashina, V. – Scharfstein, D. (2010a) Bank lending during the financial crisis of 2008. *Journal of Financial Economics*, Vol. 97, 319–338.
- Ivashina, V. – Scharfstein, D. (2010b) Loan syndication and credit cycles. *American Economic Review*, Vol. 100 (2), 57–61.
- Ivashina, V. – Sun, Z. (2011) Institutional demand pressure and the cost of corporate loans. *Journal of Financial Economics*, Vol. 99 (3), 500–522.
- 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.
- Mi, B. – Han, L. (2020) Banking market concentration and syndicated loan prices. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 54 (1), 1–28.
- Miller, S. C. (2014) *A syndicated loan primer*. S&P Capital IQ, New York
- OECD. (ei pvm.) Finance for sustainable development. <<https://www.oecd.org/en/topics/finance-for-sustainable-development.html>>, haettu 7.4.2026.
- OECD (2026) Global debt report 2026: Sustaining debt market resilience under growing pressure. OECD Publishing, Paris.
- PitchBook LCD (2022) *Leveraged loan primer*. <<https://www.lcdcomps.com/d/pdf/LoanMarket-guide.pdf>>, haettu 7.4.2026.
- Saharti, M. – Chaudhry, S. M. – Ahmad, N. – Hussain, S. M. (2024) Syndicated loans: Mapping the trends, sources and intellectual evolution. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 62 (4), 1569–1592.
- Standard & Poor's (2007) *A guide to the loan market*. Standard & Poor's, New York
- Sufi, A. (2007) Information asymmetry and financing arrangements: Evidence from syndicated loans. *The Journal of Finance*, Vol. 62 (2), 629–668.
- Tampakoudis, I. – Noulas, A. – Kiosses, N. (2022) The market reaction to syndicated loan announcements before and during the COVID-19 pandemic and the role of corporate governance. *Research in International Business and Finance*, Vol. 60.

Tschoegl, A. E. (1982) Concentration among international banks: A note. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 6 (4), 567–578.

## Liitteet

### Liite 1: Lausunto tekoälyn käytöstä

#### Ilmoitus tekoälyn (AI) Käytöstä

Olen käyttänyt generatiivista tekoälyä kandidaatintutkielmaa tehdessäni tukena sen eri vaiheissa ja eri tarkoituksiin. Käyttämäni työkalut, niiden käytön tarkoitus sekä tekoälyn tekemien tuotosten verifioimiseksi tekemäni toimet on kuvattu alla. Samalla vakuutan, että olen käyttänyt tekoälytyökaluja asianmukaisella huolellisuudella, olen ilmoittanut niiden käytöstä voimassa olevan ohjeistuksen mukaisesti ja otan täyden vastuun tämän työni sisällöstä kokonaisuudessaan.

#### Käytetty työkalu: OpenAI:n ChatGPT (ChatGPT- 5.3)

- Käytön vaihe: Aiheen valinta ja rajaus
- Käyttötarkoitus: Relevanttien avain- ja hakusanojen tunnistamisessa avustaminen.
- Todentaminen: Pyysin tekoälyä ehdottamaan aiheeseeni sopivia avainsanoja, joiden avulla voisin hakea tietoa erilaisista tietokannoista, kuten Volterista ja Scopuksesta.
- Käytön vaihe: Kirjallisuuskatsauksen laatiminen
- Käyttötarkoitus: Tiivistelmän laatiminen yksittäisestä artikkelista, jotta sen relevanssia omaan tutkimusaiheeseen voi arvioida
- Todentaminen: Pyysin tekoälyä laatimaan lyhyen tiivistelmän yksittäisistä artikkeleista arvioidakseni artikkelin sopivuutta tutkielmaani. Luin jokaisen artikkelin itse ja tarkastin artikkelien sisällön. En käytä tekoälyn tuottamaa tekstiä opinnäytteessäni: se toimi ainoastaan kirjallisuushaun apuna.
- Käytön vaihe: Tekstin viimeistely
- Käyttötarkoitus: Opiskelijan oman tekstin kielentarkistus kirjoitus-, kielioppi- ja pilkkuvirheiden löytämiseksi
- Todentaminen: Käytin tekoälyä tarkistamaan yksittäisten lauseiden oikeinkirjoituksen pilkkuvirheiden löytämiseksi. Muokkasin muutamat lauseet tekoälyn avulla kieliopillisesti oikeiksi. Varmistin ettei tekstin sisältö tai merkitys muuttunut. Vastaan täysin tuottamastani tekstistä.