



Open your mind. LUT.
Lappeenranta **University of Technology**

Kauppateellinen tiedekunta

Kandidaatintutkielma

Talousjohtaminen

Startup-yritysten rahoitus Suomessa

Financing of Startup Companies in Finland

14.12.2012

Tekijä: Ilari Lyytikäinen

Opponentti: Tomi Suvinen

Ohjaaja: Elena Fedorova

Sisällysluettelo

1 JOHDANTO.....	1
1.1 Tutkimuksen aihe ja tausta.....	1
1.2 Tutkimuksen tavoitteet.....	2
1.3 Tutkielman rakenne.....	3
1.4 Tutkielman teoreettinen viitekehys.....	3
2 STARTUP-YRITYSTEN RAHOITUSLÄHTEET	4
2.1 Enkelisijoittaja.....	4
2.2 Pääomasijoittaja	7
2.3 Pankkirahoitus.....	9
2.4 Yrittäjän oma pääomapanos ja yrityksen tulorahoitus	12
3 JULKINEN RAHOITUS	14
3.1 Finnvera.....	14
3.2 TEKES	15
3.3 Sitra	15
3.4 ELY-keskukset.....	16
3.5 Keksintösäätiö	17
4 PÄÄOMARAKENNETEORIAT	18
4.1 Asymmetrinen informaatio	19
4.2 Signaalointiteoria	19
4.3 Pecking order teoria	20
4.4 Trade-off teoria	21
5 RAHOITUKSEEN LIITTYVÄT ONGELMAT	23
5.1 Päämies-agentti-ongelma ja agenttikustannukset.....	23
5.2 Haitallinen valikoituminen.....	24
5.3 Moraalikato	25
6 TUTKIMUSMETODOLOGIA.....	26
7 TUTKIMUSTULOKSET.....	27
7.1 Pääongelma	27
7.1.1 Tarjontapuolen haasteet.....	27
7.1.1.1 Bisnesenkeleiden ja pääomasijoitusyhtiöiden yhteisiä haasteita	28

7.1.1.2 Erityisesti pääomasijoittajien haasteita	30
7.1.1.3 Erityisesti bisnesenkeleiden haasteita	31
7.1.2 Kysyntäpuolen haasteet	32
7.2 Alaongelmat	32
8 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	35
8.1 Yhteenveto	35
8.2 Johtopäätökset	37
LÄHDELUETTELO	38
Liite lomakekysymykset enkelisijoittaja	

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen aihe ja tausta

Helsingin Sanomien toimittaja Koistinen kirjoitti maanantaina 26.11.2012 lehden taloussivuilla seuraavanlaisesti: ”*Sijoittaja ei löydä aloittelevia yrityksiä*”. Uutisessa haastatellun pääomasijoittajan Michael Wideniuksen mukaan Suomesta ei tahdo löytyä rahoitettavia startup-yrityksiä. Wideniuksen mukaan ongelma on, että pyytäjäyritykset ovat useasti kypsymättömiä raakileita. ”*Monissa yrityksissä on otettu vain yksi askel eteenpäin ideasta. Ensimmäiset prototyypit on tehty, ja halutaan sijoitus. Se on aivan liian aikaista sellaiselle teolliselle sijoittajalle kuin me*”, kommentoi Widenius.

Edellä mainittu ongelma on vain yksi aloittavien yritysten rahoittamiseen liittyvistä lukuisista haasteista. Tässä tutkielmassa tarkastellaan startup-yritysten kohtaamia haasteita Suomessa erityisesti rahoituksen näkökulmasta. Tarkastelu suoritetaan sekä rahoituksen kysyjän (yrittäjän), että tarjoajan (rahoittajan) näkökulmasta.

Startup-yritykset ovat tällä hetkellä ajankohtainen tutkimuskohde. Aiheena startup-yritykset tulevat esiin päivittäin median kautta. Suomessa panostetaan tällä hetkellä kovasti yrityshautomoihin ja erilaisiin yrityspalveluihin tarkoituksena kehittää uusia startup-yrityksiä. Uusien yritysten ja yrittäjyyden tärkeä rooli on huomioitu myös nykyisessä hallitusohjelmassa. Hallitusohjelmassa (2011) kiinnitetään huomiota yrittäjyyden kiinnostuksen ja valmiuksien lisäämiseen koulutuksellisin toimin eri koulutusasteilla. Lisäksi pyritään parantamaan koulutettujen nuorten työllistymistä ja yrittäjyyttä yrityshautomo- ja yrityskiihdyttämötoiminnan avulla. Startup-yritykset syntyvät muun muassa yrityshautomoissa.

Useat startup-yritykset ovat toimintansa alussa kooltaan pieniä yrityksiä. Van Osnabrugén ja Robinsonin (2000, 17-18) mukaan pieniä yrityksiä voidaan pitää taloudelle tärkeinä viiden eri syyn vuoksi. Ensimmäiseksi pienissä yrityksissä syntyy monia uusia tärkeitä innovaatioita. Toiseksi pienet yritykset vähentävät työttömyyttä ja edistävät uusien työpaikkojen syntymistä. Kolmanneksi pienet yritykset luovat työpaikkoja toimialoille, joissa suuret yritykset ovat aikaisemmin vähentäneet työpaikkoja (esimerkiksi Nokian vanavedessä on syntynyt useita lupaavia startup-yrityksiä, joista esimerkkinä Jolla Oy). Neljänneksi pienet yritykset usein

täydentävät suurten yritysten markkinoita lisäten kilpailua. Viimeiseksi syyksi Van Osnabrugen ja Robinson mainitsevat pienten yritysten kyvyn sopeutua nopeasti markkinoilla tapahtuviin muutoksiin. Usein startup-yrityksissä yhdistyvät kaikki nämä viisi mainittua perustelua. Edellä mainittujen syiden perusteella on selvää, että startup-yritykset ovat tärkeitä taloudellemme niiden innovaatio-, työllistämisen- ja muiden vaikutusten vuoksi.

Yleisradion toimittaja Johan Jaakkola kirjoitti Yle Uutisten internetsivuilla 28.8.2012, että nykypäivänä uusia startup-yrityksiä syntyy Suomeen yhä nopeammin ja enemmän kuin aikaisemmin. Nopeaan kasvuun tähtääviä startup-yrityksiä syntyy myös täysin uusille toimialoille. Samanaikaisesti valtio tähtää omilla toimillaan luomaan startup-yrityksille paremmat kasvuedellytykset panostamalla enemmän startup-yritysten tukemiseen rahallisesti muun muassa Tekesin kautta sekä mahdollisesti myöntämällä tulevaisuudessa bisnesenkeleille verohelpotuksia.

Kuitenkin startup-yritysten rahoittamiseen liittyy useita erilaisia haasteita niin yrittäjän kuin sijoittajankin puolelta, jotka pitää pystyä ratkaisemaan ennen kuin sijoittaja päätyy rahoittamaan yritystä ja yrittäjä hyväksyy sijoittajan mukaantulon yrityksen toimintaan.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet

Tutkimuksen tavoitteena on tutkia rahoituksen näkökulmasta startup-yritysten kohtaamia haasteita Suomessa, sekä kuinka startup-yritysten rahoittamista voitaisiin parantaa julkisen ja yksityisen sektorin toimin. Rahoituksen näkökulmasta tutkimuksen pääongelmaa tarkastellaan sekä rahoituksen kysyjien (yrittäjien) että rahoituksen tarjoajien (sijoittajien) näkökulmista.

Tutkimuksessa pyritään vastaamaan seuraaviin ongelmiin:

Pääongelma:

- Startup-yritysten kohtaamat merkittävimmät haasteet Suomessa rahoituksen näkökulmasta

Alaongelmat:

- Mitkä tekijät vaikuttavat startup-yritysten saamaan rahoitukseen?

- Miten julkinen sektori voisi edistää startup-yritysten rahoittamista?

- Miten yksityinen sektori voisi edistää startup-yritysten rahoittamista?

Työn laajuuden rajaamiseksi tutkimuksessa keskitytään käsittelemään startup-yritysten kohtaamia haasteita rahoituksen näkökulmasta Suomessa nykypäivänä ja myös tulevaisuudessa.

1.3 Tutkielman rakenne

Tutkielma jakautuu kolmeen osaan. Ensimmäisessä osassa eli luvuissa 2 ja 3 käsitellään startup-yritysten rahoituslähteitä. Luku kaksi käsittelee yksityistä rahoitusta ja luku kolme julkista rahoitusta. Luvut neljä ja viisi muodostavat tutkielman teoriaosuuden. Luvussa neljä läpikäydään yritysten erilaisia pääomarakenneteorioita. Luku viisi käsittelee rahoitukseen liittyviä ongelmia. Luku kuusi ja seitsemän muodostavat tutkielman tutkimusosuuden. Luvussa kuusi läpikäydään tutkielmassa käytettyä tutkimusmenetelmää ja luvussa seitsemän saatuja tutkimustuloksia. Luvussa kahdeksan esitetään työn yhteenveto ja johtopäätökset. Tutkimuksen liitteenä on enkelisijoittajalle esitetyt haastattelukysymykset.

1.4 Tutkielman teoreettinen viitekehys

Startup-yrityksistä ei ole vielä tehty paljon tutkimusta kansallisella tasolla. Työssä käsitellyt artikkelit pohjautuvat suurimmaksi osaksi kansainväliseen tutkimukseen. Artikkelit käsittelevät bisnesenkeleitä, pääomasijoittajia, sijoittamista ja startup-yrityksiä.

Pääomasijoittajista puhuttaessa voidaan viitata sekä yksityishenkilöiden tekemiin sijoituksiin (bisnesenkelit) tai pääomasijoitusyhtiöiden tekemiin sijoituksiin. Tässä tutkielmassa nämä kaksi on paikoittain pyritty erottamaan toisistaan, ja siksi pääomasijoittaja termillä viitataan pääomasijoitusyhtiöihin.

2 STARTUP-YRITYSTEN RAHOITUSLÄHTEET

Aloittavien startup-yritysten mahdolliset rahoituslähteet ovat useasti rajoitetumpia kuin suurempien jo pidemmän aikaa toimineiden yritysten. Startup-yritykset eivät ole julkisesti noteerattuja, joten niillä ei ole samanlaisia mahdollisuuksia saada rahoitusta esimerkiksi pörssin kautta kuten suuremmilla yrityksillä. Startup-yritysten kuten myös muiden pienten noteeraamattomien yritysten pitää sen sijaan keskittyä hyödyntämään muita tarjolla olevia rahoituslähteitä. Seuraavaksi on läpikäyty startup-yritysten merkittävimmät rahoituslähteet eli enkelisijoittajat, pääomasijoitusyhtiöt, pankkirahoitus sekä yrittäjän oma pääomarahoitus ja yrityksen tulorahoitus. Kunkin rahoituslähteen kohdalla on käsitelty kyseisen rahoituslähteen etuja ja haittoja startup-yrityksille. Julkista rahoitusta on käsitelty omana lukunaan sen muodostaman suuremman kokonaisuuden vuoksi. Startup-yrityksillä on olemassa myös muita rahoituslähteitä kuten factoring ja leasing, mutta ne jätetään tässä tarkastelussa läpikäymättä työn laajuuden rajaamisen vuoksi.

2.1 Enkelisijoittaja

FIBAN (*Finnish business angel network*) eli suomalaisten enkelisijoittajien verkoston mukaan enkelisijoittajat (*business angels, informal investors*) ovat yksityishenkilöitä, jotka sijoittavat listaamattomiin potentiaalsiin kasvuyrityksiin. Enkelisijoittajien tekemät sijoitukset ovat yleensä pitkäaikaisia ja korkeariskisiä. Sijoitusten tarkoituksena on auttaa uusia yrityksiä kasvamaan ja kehittämään tuotteitaan. Sijoitusten lisäksi enkelisijoittajat antavat neuvoja koskien strategiaa ja tuovat mukanaan oman verkostonsa (Sørheim 2005). Enkelisijoittajat eivät kuulu yrittäjän lähisukulaisiin tai perheeseen (Prowse 1998).

Aernoudt (1999a) on listannut artikkelissaan enkelisijoittajien ominaispiirteitä. Enkelisijoittajat ovat useasti 35–65-vuotiaita yksityishenkilöitä, joilla on yrittäjätausta, sekä mahdollisesti johtamis- ja yrittäjäkokemusta. He ovat myyneet oman yrityksensä ja kiinnostuneet pääosin pienistä omistusosuuksista sijoittamissaan kohdeyrityksissä. Yleensä enkelisijoittajat sijoittavat vähemmän kuin 25% kokonaisomaisuudestaan sijoituskohteisiinsa. Startup-yritykset lähestyvät yleensä enkelisijoittajia ennen pääomasijoittajia, kun perheen ja lähipiirin sijoitusmahdollisuudet yritykseen on selvitetty (Prowse, 1998). Edellä mainitut enkelisijoittajien ominaispiirteet eivät kuitenkaan ole tyhjentäviä. Prowsen (1998) mukaan

esimerkiksi enkelisijoittajilla on usein huomattavia omistusosuuksia sijoittamissaan yrityksissä, toisin kuin Aernoudtin mukaan.

Vertailun vuoksi Stedler ja Peters (2003) ovat tutkineet saksalaisia enkelisijoittajia. Saksalainen enkelisijoittaja sijoittaa enintään 20% koko pääomastaan. Tyypillisesti kertosijoituksen yläraja on 500 000€. Sijoituskohteita saksalaisilla enkelisijoittajilla on yhdestä viiteen eli koko sijoitusportfolion koon voidaan arvella olevan 2,5 – 5,0 miljoonaa euroa. Saksalaiset enkelisijoittajat sijoittavat enimmäkseen informaatioteknologiaan huolimatta heidän aikaisemmasta taustastaan ja kokemuksestaan. Toisena sijoituskohteena saksalaiset enkelisijoittajat suosivat alaa, josta heillä on aikaisempaa kokemusta ja tietoa.

Entinen Helsingin kauppakorkeakoulu nykyinen Aalto-yliopisto toteutti vuonna 2009 yksityissijoittajatutkimuksen Finnveran Oyj:n tytäryhtiön Veraventure Oy:n yksityissijoittajista. Tutkimuksen tavoitteena oli kuvailla sijoittajia ja heidän sijoituskäyttäytymistään, hakea tiettyjä selitystekijöitä yksittäisen sijoittajan sijoituskäyttäytymiseen sekä ennustaa tietyn verohuojennusskenaarion vaikutusta sijoitusaikomuksiin. Suomalaisista enkelisijoittajista käytännössä kaikilla on kaupallinen ja/tai insinöörikoulutus. Kaupallisen koulutuksen saaneilla enkelisijoittajilla yllättävän monella oli kuitenkin markkinointi tai strateginen johtamistausta. Harvalla enkelisijoittajalla oli vastaavasti rahoitustausta. Kartoitettaessa enkelisijoittajien nykyistä työtä tai positiota lähes 70% vastaajista ei ollut töissä tutkimuksen tekohetkellä. Lisäksi yli puolet (54%) enkelisijoittajista oli toiminut joskus aikaisemmin yrittäjinä.

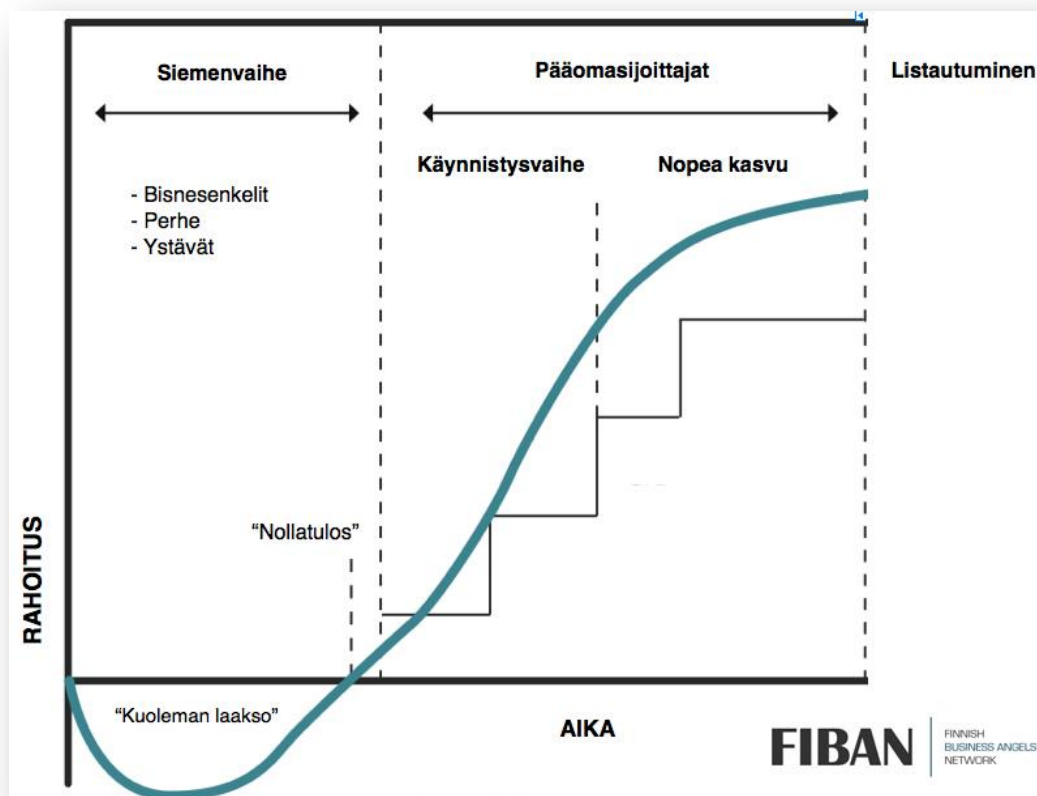
Helsingin kauppakorkeakoulun toteuttaman yksityissijoittajatutkimuksen perusteella suomalaisista enkelisijoittajista suurimmalla osalla nettovarallisuus on yhden ja viiden miljoonan välissä. Pääomasijoituksia suurin osa vastanneista oli tehnyt 3 – 5 kappaletta ja ensimmäinen pääomasijoitus oli tehty alle kuuden vuoden sisällä. Suomalaisilla enkelisijoittajilla on tyypillisesti portfolioissa 2 – 5 sijoitusta eli lähes saman verran kuin saksalaisilla enkelisijoittajilla. Salkun koko oli suomalaisilla enkeleillä kuitenkin pienempi (0,1 – 0,5M€) kuin saksalaisilla enkelisijoittajilla (2,5 – 5,0M€). Yli puolet kyselyyn vastanneista arvelivat salkkunsa arvon olevan positiivinen.

Enkelisijoittajien tarkastelussa on kuitenkin huomioitava enkelisijoittajien maantieteellinen sijainti. Suurin osa tutkimuksista on tehty Yhdysvalloissa tai Isossa-Britanniassa. Suomalaisista enkelisijoittajien piirteistä ja investointikäyttäytymisestä on vähemmän tietoa kuin amerikkalaisten bisnesenkeleiden (Lahti 2011). Enkelisijoittajista tehtyjen tutkimusten

määrää selittää osaltaan suurempi kysyntä rahoitukselle Yhdysvalloissa ja siitä johtuva enkelisijoittajien suurempi määrä. Sohlin (2008) tutkimukseen perustuen vuonna 2008 Yhdysvaltojen enkelisijoittajien investoinnit olivat yhteensä 19,2 miljardia dollaria. Investoinnit olivat laskeneet edellisvuoteen nähden 26,2 %:a. Vuonna 2008 yhteensä 55 480 yritystä sai Yhdysvalloissa enkelisijoittajilta rahoitusta. Kyseisenä vuonna aktiivisia enkelisijoittajia oli 260 500.

Lummen, Masonin ja Suomen (1998) mukaan useat bisnesenkelit tekevät sijoituksia yhdessä muiden sijoittajien kanssa syndikaatissa (=yhteenliittymässä). Monissa tapauksissa bisnesenkelit (83 % tapauksista) tekevät sijoituksia toisten bisnesenkeleiden kanssa. Lahden (2004) mukaan bisnesenkelit voivat vähentää ja jakaa investointiin liittyvää riskiä tekemällä sijoituksia yhdessä muiden bisnesenkeliä kanssa. Toimimalla syndikaatissa bisnesenkelit voivat monitoroida kohdeyrityksiään tarkemmin ja käyttää laajasti hyväksi eri bisnesenkeleiden toimialaosaamista.

Lahden (2011) mukaan enkelisijoittajien rooli aloittavien uusien yritysten rahoituslähteenä on entisestäänkin korostunut, sillä pääomasijoitusyhtiöt ovat siirtyneet yhä suuremmissa määrin sijoittamaan pidemmän aikaa markkinoilla toimineisiin yrityksiin. Pidemmän aikaa toimineet yritykset ovat useasti vähäriskisempiä kuin nuoret siemenvaiheessa olevat yritykset. Lisäksi pääomasijoitusyhtiöt ovat ennestäänkin sijoittaneet vähemmän alkuvaiheen yrityksiin (Harding 2000; Sohl 2003) kuin bisnesenkelit. Bisnesenkeleiden roolin korostumiseen rahoituslähteenä on muitakin syitä kuten FIBANin ja muiden enkeliverkostojen perustaminen viime vuosina Suomessa.



Kuva 1. Erilaisten rahoituslähteiden rooli yrityksen eri vaiheissa. Lähde: FIBAN 2012.

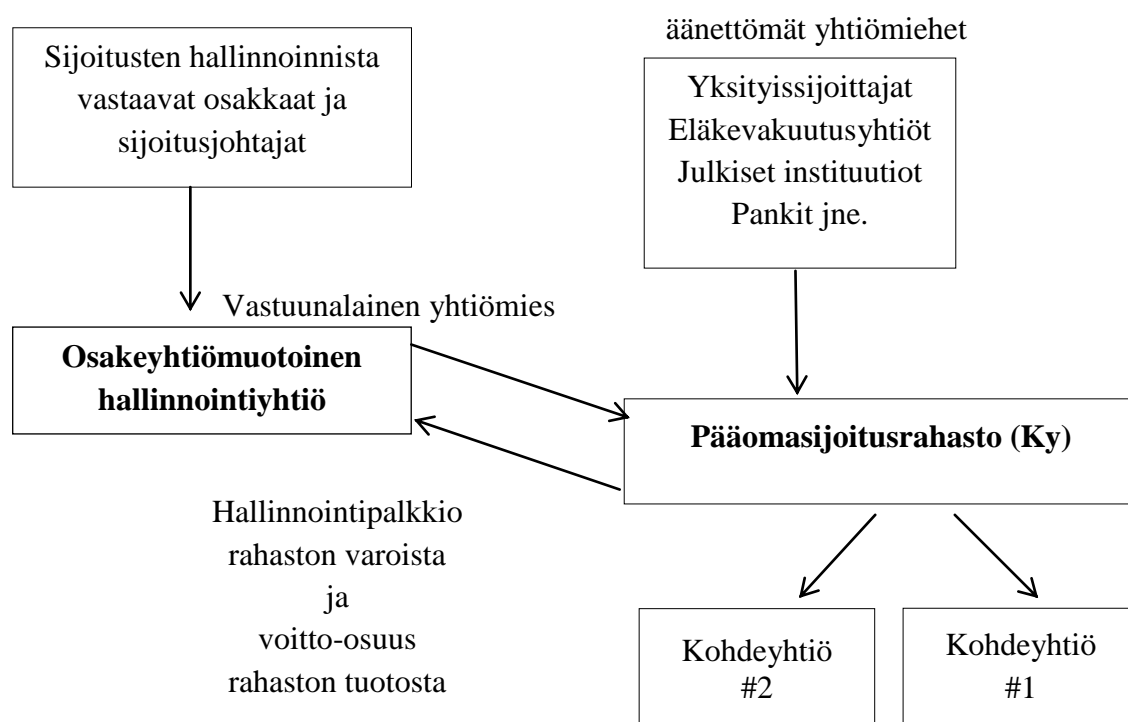
2.2 Pääomasijoittaja

Suomen pääomasijoitusyhdistyksen (FVCA) mukaan pääomasijoittaminen (*Venture capital, VC*) on sijoittamista yrityksiin, joilla on hyvät kasvu- ja kehittymismahdollisuudet. Sijoituskohteet ovat julkisesti noteeraamattomia eli niillä ei käydä kauppaa pörssissä. Pääomasijoittajien tekemät sijoitukset ovat joko oman pääoman ehtoisia tai välirahoituksena tehtäviä sijoituksia. Pääomasijoittaja pyrkii kasvattamaan yrityksen arvoa osallistumalla aktiivisesti yrityksen toimintaan (esim. strategioiden luomiseen, rahoituksen järjestämiseen tai hallitustyöskentelyyn) ja realisoimaan arvonnousun yrityksestä irtautumisen yhteydessä. Pääomasijoittaja ei siis ole pysyvä omistaja, vaan pyrkimyksenä on aina yrityksestä irtautuminen ja arvonnousun realisointi. (FVCA 2012)

Laurialan (2004, 21-23) mukaan pääomasijoituksille on ominaista korkea riski, mutta myös potentiaalinen korkea tuotto. Pääomasijoittaja odottaa aina korkeampaa tuottoa sijoituksiltaan verrattuna noteerattuihin yhtiöihin. Sijoituksilta odotettu vuosittainen tuottovaatimus on

keskimäärin 30 – 70%:n välillä. Tuottovaatimukseen vaikuttavat kuitenkin suhdanteet, toimiala ja yrityksen kehitysvaihe. Korkeampaa otettua riskiä kompensoidaan huomattavasti korkeammalla tuottovaatimuksella verrattuna esimerkiksi noteerattuihin yhtiöihin, joilla on parempi likviditeetti sekä näkyvämmät markkinat.

Laurialan (2004, 33-35) mukaan pääomasijoitustoiminta organisoidaan normaalisti pääomasijoitusrahastoksi. Pääomasijoitusrahasto käsittää osakeyhtiömuotoisen hallinnointiyhtiön, sekä yhden tai useamman kommandiittiyhtiömuotoisen rahaston. Rahastot ovat luonteeltaan määräaikaista. Hallinnointiyhtiö toimii kommandiittiyhtiömuotoisten rahastojen vastuunalaisena yhtiömiehenä. Vastaavasti muut sijoittajat toimivat rahastojen äänettöminä yhtiömiehinä. Hallinnointiyhtiö valvoo aktiivisesti rahastoja ja toteuttaa rahastojen sijoitukset käytännössä sen jälkeen, kun hallinnointiyhtiö on hyväksyttänyt sijoitusesitykset sijoitusneuvostossa. (Lauriala 2004, 33-35)



Kuva 2. Pääomasijoitusrahaston perusrakenne. Lähde: Pääomasijoittaminen, s.34.

Suomen pääomasijoitusyhdistyksen ja PriceWaterhouseCoopersin julkaiseman pääomasijoitusoppaan (2006) mukaan pääomasijoittamisella on merkittäviä etuja verrattuna pankkilainaan. Yrityksen hakiessa pankkilainaa siltä yleensä vaaditaan vakuuksia pankkilainalle. Samalla yritys sitoutuu maksamaan vieraan pääoman ehtoisen lainan takaisin sovitun maksuajan puitteissa. Vieraan pääoman ehtoinen rahoitus edellyttää lisäksi myös

koronmaksuvelvollisuutta lainatulle pääomalle. Pääomasijoitus on sen sijaan muodoltaan oman pääoman ehtoista, joten siltä ei edellytetä takaisinmaksuvelvollisuutta eikä sille pidä maksaa korkoa. Pääomasijoitus nostaa lisäksi yrityksen omaan pääoman määrää, joka tunnetusti toimii puskurina menoja vastaan.

Pääomasijoittajat voivat tehdä kuitenkin vain tietyn määrän sijoituksia tehokkaasti eri yrityksiin optimaalisen portfolion aikaansaamiseksi. Kanniasen ja Keuschniggin (2004) tutkimusten mukaan pääomasijoittajat voivat ainakin teoriassa saavuttaa optimaalisen sijoitusportfolion. Kuitenkin portfolion yritysten lukumäärän ja johdon arvokkaiden neuvojen välillä on lyhyellä aikavälillä trade-off eli mitä useampia yrityksiä pääomasijoittajalla on portfoliossaan, sitä vähemmän pääomasijoittaja pystyy käyttämään aikaansa yksittäistä yritystä kohden eli osallistumaan yrityksen toimintaan ja antamaan yritykselle arvokkaita neuvoja. Pääomasijoittajien laajentaessa portfoliotaan, kohdistuu portfoliossa valmiiksi oleville yrityksille yhä vähemmän pääomasijoittajan aikaa.

2.3 Pankkirahoitus

Suomessa pankkirahoitus on ollut aikaisemmin 90-luvun loppuun asti yritysten hallitseva rahoitusmuoto (Hyytinen ja Pajarinen 2003). Pankkirahoitus voi olla aloittavalle startup-yritykselle merkittävä rahoituslähde, jos muita rahoituslähteitä ei ole saatavilla ja yrityksellä tai yrittäjällä on tarpeeksi suuret vakuudet lainan saamiseksi. Tutkimusten mukaan startup-yritykset käyttävät todennäköisemmin pankkilainaa rahoituksen lähteenä, jos ne pyrkivät kasvuun (Cassar 2004). Merkittävin syy pankkirahoituksen käytölle näyttäisi olevan Cassarin tutkimusten perusteella pyrkimys luoda pitkäaikainen asiakassuhde pankin kanssa.

Cassarin perustelua tukee myös Braun (2002) tutkimus, jonka mukaan pitkäaikaiset asiakassuhteet vaikuttavat pankin perimään korkoon alentavasti. Tutkimuksessa havaitut muut korkoon vaikuttavat tekijät olivat: yrityksen koko, ikä, asiakassuhteen pituus ja yrityksen pankkisuhteiden määrä. Pankeilta lainattaessa alhaisempi rahoituksen kustannus eli korko mahdollistaa yritykselle useamman investoinnin toteuttamisen, sillä tällöin tulevat kassavirrat diskontataan alhaisemmalla korolla ja niiden nettonykyarvo on todennäköisemmin positiivinen. Yritysten pitäisi pyrkiä minimoimaan pääoman kustannus eli pitkien asiakassuhteiden luominen pankkien kanssa näyttäisi tukevan tavoitetta.

Berger ja Udell (2006) pyrkivät luomaan käsitteellisemmän viitekehyksen pienten ja keskisuurten yritysten rahoitukseen. Viitekehyyksessä käsitellään erilaisten instituutioiden lainausmenetelmiä. Pankkirahoitus perustuu erilaisiin lainausmenetelmiin (lending technologies). Lainausmenetelmä voi käsittää esimerkiksi tilinpäätöksen analysoinnin, yhtiön ja sen omistajan luottokelpoisuuden arvioinnin, omaisuuserän panttaamisen, kiinteän pääoman panttaamisen tai henkilökohtaisen lainaamisen (Relationship lending). Henkilökohtaisella lainaamisella tarkoitetaan pankin tai rahoittavan instituution nimeämän virkailijan keräämää tietoa lainoitettavasta yrityksestä, sen omistajasta sekä sen verkostosta.

Bergerin ja Udellin (2006) arvioivat, että pienemmillä pankeilla voi olla suhteellinen etu henkilökohtaisessa lainaamisessa (eli pienten pankkien kannattaisi erikoistua henkilökohtaiseen lainaamiseen) verrattuna suurempiin pankkeihin. Pienemmissä pankeissa on vähemmän organisaatiotasoja ja johtajia, joka parantaa henkilökohtaisen lainausmenetelmän tehokkuutta (Berger ja Udell 2002). Sen sijaan suuret pankit voivat hyödyntää paremmin suurtuotannon etuja analysoidessaan ”kovaa” tilinpäätöstietoihin perustuvaa informaatiota (Stein 2002).

Startup-yrityksillä ei useinkaan ole kunnollisia tilinpäätöstietoja verrattuna suurempiin yrityksiin tarjottavanaan lainoittavalle pankille, joten pankki joutuu arvioimaan startup-yrityksen lainakelpoisuutta muilla tavoin. Lisäksi, vaikka startup-yrityksellä olisikin tarjota riittävät tilinpäätöstiedot toiminnastaan, ovat nämä tiedot useasti lyhyeltä aikaväliltä, eivätkä välttämättä tarjoa kunnollista aspektia yrityksen kelpoisuudesta velallisena. Pienempien pankkien kannattaisikin keskittyä startup-yritysten rahoittamiseen Bergerin ja Udellin tutkimustulosten perusteella, sillä pienemmillä pankeilla on suhteellinen etu henkilökohtaisessa lainaamisessa.

Pankkien näkökulmasta startup-yritysten rahoitus voi olla ongelmallista, sillä yrityksen mennessä konkurssiin, pankki menettää kokonaan lainaamansa summan, etenkin tilanteessa jossa pankkirahoitus muodostaa suurimman osan yrityksen rahoituslähteistä. Kuitenkin yrityksen menestyessä pankki ei saa ylimääräistä korvausta ottamalleen riskilleen enempää kuin lainaehdoissa on sovittu. (Lahti 2004) Yrittäjälle saattaa syntyä houkutus ottaa suurempia riskejä yritystoiminnassa, sillä ylimääräiset voitot päätyvät yrittäjän taskuun. (Lumme et al., 1998) Lahden (2004) mukaan pankit ovat pääasiassa kiinnostuneita turvatuiden lainojen myöntämisestä. Turvatussa lainassa on jokin vakuus tai takaus, jos lainaa ei pystytä maksamaan takaisin. Lainaan liittyvä riski on seurauksena pienempi.

Cassarini (2004) mukaan, mitä suurempi startup-yritys on, sitä todennäköisemmin sillä on pankkirahoitusta. Yritysten koko näyttäisi vaikuttavan myös rahoittavan pankin kokoon. Cassarin johtopäätökset eivät kuitenkaan ole yleistettävissä kaikkiin startup-yrityksiin. Colombon ja Grillin (2005) tutkimuksessa havaittiin, että pankkirahoitus ei vaikuta huipputeknologian yritysten kokoon Italiassa. Yksityisiltä pääomasijoittajilta saatu rahoitus sen sijaan indikoi suuremmasta yrityksen koosta. Tutkimukset on kuitenkin toteutettu eri maissa, joten tarkastelussa on tärkeää kiinnittää huomiota pääomamarkkinoiden erilaisuuteen kyseisissä maissa.

Åsterbro ja Bernhardt (2003) tutkivat yritysten pankkilainan ja selviytymisen välistä suhdetta. Tutkimuksissa havaittiin, että pankkilainan ja yrityksen selviytymisen välillä oli negatiivinen korrelaatio (eli yritys pystyy jatkamaan toimintaansa). Pankkilaina näytti kuitenkin olevan positiivinen ennusmerkki startup-yritysten selviytymiselle eli startup-yritykset, jotka olivat ottaneet pankkilainan eivät näyttäneet omaavan huonompia mahdollisuuksia jatkaa yritystoimintaa verrattuna muihin yrityksiin. Sen sijaan, jos yrityksellä oli muu laina (pois luettuna pankkilaina), näytti muun lainan ja yrityksen selviytymisellä olevan positiivinen yhteys. Åsterbro ja Bernhardt havaitsivat, että suuri määrä startup-yrityksiä näytti selvinneen ilman pankkirahoitusta. Mainitut startup-yritykset hyväksikäyttivät muita rahoituslähteitä pankkirahoituksen sijaan.

Pankkirahoitus on edelleen Suomessa yksi tärkeimmistä startup-yritysten rahoitusmuodoista, mikä käy ilmi IROResearch Oy:n (2012) teettämän yritysrahoituskyselyn mukaan. IROResearch Oy:n teettämän yritysrahoituskyselyn mukaan pankkirahoitus nousi tärkeimmäksi rahoituslähteeksi sekä suunnitteluksi rahoituslähteeksi kaikilla yrityksillä niiden koosta huolimatta. Suurin osa pienistä ja mikroyrityksistä käytti kyselyn mukaan vain yhden pankin palveluja. Lisäksi pienet ja mikroyritykset kilpailuttavat pankkeja huomattavasti vähemmän verrattuna muihin yrityksiin.

Braun (2002) tutkimusten mukaan yhden pankin käyttö on perusteltua, sillä pankkien perimä korko on silloin alhaisempi. Pienten ja aloittavien yritysten mahdollisuudet hankkia rahoitusta ovat useasti rajoitetumpia verrattuna suurempiin yrityksiin. Startup-yritysten kannattaisi pyrkiä luomaan pitkäaikainen lainasuhde rahoittavan pankin kanssa, sillä tällöin pankin perimä korko olisi todennäköisimmin alhaisempi. Lisäksi lainan myöntäjälle eli pankille monitoroinnista aiheutuvat agenttikustannukset olisivat alhaisemmat, koska pankki tuntisi rahoitettavan yrityksen paremmin.

Pankkirahoitus on yhdistettävissä kiinteää pääomaa omistavien yritysten rahoitukseen (Cassar 2004). Yleensä pankit vaativat vakuuksia myöntämilleen lainoille. Yritysrahoituskyselyssä (2012) todettiin juuri vakuuksien puute yritysten suurimmaksi rahoitusongelmaksi. Pienillä ja mikroyrityksillä vakuuksien puute näytti olevan suurempi ongelma kuin suuremmilla yrityksillä. Julkisista organisaatioista Finnvera pyrkii tarjoamaan yrityksille takauksia (Finnvera 2012). Takauspäätöksen saaminen mahdollistaa pankkilainan saamisen helpommin ja alhaisemmalla korolla yrityksille.

2.4 Yrittäjän oma pääomapanos ja yrityksen tulorahoitus

Van Osnabrugge ja Robinson (2000, 38) toteavat, että yrittäjän oma henkilökohtainen pääomapanos on startup-yritysten yksi tärkeimmistä ja käytetyimmistä rahoituslähteistä yritystoiminnan alussa. Startup-yritykseen liittyvät riskit saattavat olla alussa liian korkeita, mikä estää ulkopuolisia rahoittajia sijoittamasta yritykseen tai vastaavasti rahoituksen kustannus eli korko voi olla liian korkea yritykselle. Yrityksellä ei välttämättä myöskään ole mahdollisuuksia suoriutua korkeista lainan hoito- ja korkokuluista yritystoiminnan alussa. Yrittäjän oman henkilökohtaisen pääomapanoksen lisäksi yrittäjä voi saada rahoitusta suvulta ja ystäviltä. Ystäviltä ja suvulta tulevasta rahoituksesta käytetään nimitystä ”Love money”.

Van Osnabruggen ja Robinsonin (2000, 38) korostavat, että oman pääomapanoksen käytöllä startup-yrityksen rahoituslähteenä on monia etuja. Käyttämällä henkilökohtaisia varoja yrityksen rahoituslähteenä yrittäjä voi lykätä ulkoisen rahoituksen hakemista. Tämän seurauksena myöhemmin haettava ulkoinen rahoitus saattaa olla edullisempaa yrittäjän näkökulmasta, jos yrityksen riskit ovat siihen mennessä pienentyneet. Sijoittamalla omia varoja yritykseen yrittäjä voi saavuttaa paremman neuvotteluaseman ulkoisten rahoittajien kanssa, jonka seurauksena ulkoisen rahoituksen ehdot ja hinta voivat olla yrittäjän kannalta parempia.

Ulkopuoliset rahoittajat saattavat lisäksi nähdä yritykseen liittyvät riskit liian korkeina ja sen seurauksena pidättäytyä rahoittamasta yritystä. Yrittäjän omat henkilökohtaiset rahalliset panostukset yritykseen ovat tärkeitä ulkopuolisten sidosryhmien näkökulmista. Avery, Bostic ja Samolyk (1998) totesivat, että yrittäjän henkilökohtainen sitoutuminen yritykseen on potentiaalisesti tärkeä toiminto, joka vahvistaa mahdollisen lainan saamista pankilta pienyritykselle. Samassa tutkimuksessa todettiin, että yrittäjän henkilökohtaisella

sitoutumisella lainaan näyttäisi olevan samanlainen vaikutus kuin yrityksen lainan vakuudeksi asettamalla pantilla.

3 JULKINEN RAHOITUS

Yrittäjät voivat saada Suomessa julkista rahoitusta yritystoiminnan kehittämiseen. Suurimpia julkista rahoitusta myöntäviä organisaatioita ovat: Finnvera, Tekes, Keksintösäätiö ja ELY-keskukset. Sitra on aikaisemmin myöntänyt julkista rahoitusta, mutta toiminta on sen jälkeen lakkautettu, kuitenkin Sitralla on yhä merkittäviä sijoituksia useissa rahastoissa, jotka edelleen tekevät pääomasijoituksia.

Julkinen rahoitus on perusteltua muun muassa Hyytisen ja Toivasen (2005) tutkimusten perusteella. Heidän mukaansa pääomamarkkinoiden puutteellisuus hidastaa innovaatioiden leviämistä ja talouskasvua. Seurauksena julkinen rahoitus voi auttaa ulkoisesta rahoituksesta riippuvia yrityksiä. Hyytisen ja Toivasen tutkimuksen mukaan yritykset investoivat suhteellisesti enemmän tutkimus- ja kehitystyöhön sekä ovat kasvuorientoituneempia, kun julkista rahoitusta on enemmän tarjolla. Julkisella rahoituksella näyttäisi olevan tärkeä rooli etenkin innovaatioiden ja yritysten kasvun tukemisessa.

3.1 Finnvera

Finnveran Oyj:n myöntämä rahoitus on tarkoitettu yritystoiminnan aloittamiseen, kasvuun ja kansainvälistymiseen, sekä näistä johtuvien investointien ja käyttöpääoman kasvun rahoittamiseen. Organisaatio on keskittynyt erityisesti pienten ja keskisuurten yritysten rahoittamiseen. Finnveran käyttämän määritelmän mukaan yritys luokitellaan pieneksi tai keskisuureksi, jos henkilökuntaa on vähemmän kuin 250 ja liikevaihto ei ylitä 50 miljoonaa euroa eikä taseen loppusumma ole suurempi kuin 43 miljoonaa euroa. (Suomen Yrittäjät 2012)

Finnvera voi osallistua yritysten rahoittamiseen monella eri tavalla. Organisaation tarjoamia rahoitusmuotoja ovat lainat, takaukset ja pääomasijoitukset. Lisäksi Finnvera tarjoaa vienninrahoituspalveluja. Finnveran myöntämät takaukset helpottavat yrityksen lainan saamista pankista. (Finnvera 2012)

Tulevaisuudessa Finnveran rooli kasvuyrittäjien rahoittajana pienenee, sillä tarkoitus on keskittää alkavien kasvuyrittäjien pääomasijoitukset Finnveralta Tekesiin. Tekesin olisi tarkoitus aloittaa pääomasijoitustoiminta vuoden 2013 aikana tai viimeistään vuoden 2014

alusta. Toimintojen keskittämisellä pyritään yksinkertaistamaan alkavien kasvuyritysten riskirahoituksen hakemista. (Tekes 2012)

3.2 TEKES

Tekesin eli teknologian ja innovaatioiden kehittämiskeskuksen tarkoituksena on rahoittaa ja aktivoida yritysten ja tutkimusyksiköiden haastavia tutkimus- ja kehitysprojekteja. Innovaatiotoiminnan kehityshankkeisiin Tekesillä on vuosittain käytettävissään noin 500 miljoonaa euroa avustuksina ja lainoina. Tekes myöntää avustuksia asiantuntijapalveluiden hankintaan ja tutkimus- ja kehitystoimintaan sekä myös lainoja tutkimus- ja kehitystoimintaan. Lisäksi Tekesille kuuluu nuorten innovatiivisten yritysten rahoitus, jonka tarkoituksena on edistää olennaisesti lupaavimpien yritysten kasvua ja kansainvälistymistä. (Suomen yrittäjät 2012)

Tekes myöntää rahoitusta vaiheittain. Seuraavan vaiheen rahoitus edellyttää, että aikaisemman vaiheen asetetut tavoitteet on saavutettu. Edustaja Tekesiltä seuraa ja valvoo tavoitteiden edistymistä ja täyttymistä. Tekesin nuorten innovatiivisten yritysten rahoitukseen ovat oikeutettuja kaikki yritykset, jotka ovat iältään alle viisivuotiaita, sekä joilla on innovatiivinen osaamis- tai teknologia- tai liiketoimintasuunnitelma sen toteuttamiseen. Yritykseltä edellytetään myös, että se panostaa merkittävästi tutkimus- ja kehitystoimintaan. (Suomen Yrittäjät 2012)

3.3 Sitra

Sitra eli suomen itsenäisyyden juhlarahasto osallistuu yritysten rahoittamiseen usealla eri tavalla. Sitra tekee sijoituksia suoraan rahastoihin, rahoittaa erilaisia hankkeita ja osallistuu yritysrahoitukseen. Sitra pyrkii rahoituksellaan ratkaisemaan ekologisia, sosiaalisia ja hyvinvointiin liittyviä ongelmia. (Sitra 2011a)

Rahastosijoittamisia Sitra on tehnyt yli viiteenkymmeneen eri pääomarahastoon. Rahastoista toiminnassa on vielä tällä hetkellä yli neljäkymmentä. Sitra pyrkii tekemään sijoituksia rahastoihin, jotka edistävät liiketoimintaa, joka perustuu ekologisten, sosiaalisten ja hyvinvointiongelmien ratkaisujen löytämiseen. Rahastosijoituksia tehdään sekä kotimaisiin,

että ulkomaisiin rahastoihin. Kotimaisilla rahastosijoituksilla pyritään parantamaan rahoitusmarkkinoiden toimintaa sekä vahvistamaan yritysten kasvua. Ulkomaisilla rahastosijoituksilla pyritään hankkimaan tietoa ja kontakteja, joita voidaan hyödyntää Suomessa. (Sitra 2011b)

Rahastosijoittamisen lisäksi Sitra tarjoaa rahoitusta erilaisiin hankkeisiin: selvityksiin, ennakoiteihin, kokeiluhankkeisiin ja strategiaprosesseihin (Sitra 2011c). Kolmanneksi Sitran rahoitus käsittää yritysrahoituksen eli sijoitukset suoraan yrityksiin Sitran valitsemilla alueilla. Sitran yritysrahoitus kohdistuu kasvuyrityksiin, jotka noudattavat Sitran sijoituskriteerejä. Ensisijoituksen koko vaihtelee 300 000 – 1 000 0000 euron välillä, jolla pyritään pääasiassa 10 – 30 % omistusosuuteen. Yritysrahoituksessa Sitra pyrkii ensisijaisesti tekemään sijoituksia yhtiön osakkeisiin, mutta muiden rahoitusinstrumenttien käyttö ei ole poissuljettua. Sitran pyrkimyksenä on tehdä sijoituksia kohdeyrityksiin muiden yksityisten sijoittajien kanssa. Rahoittajana Sitra pyrkii sitoutumaan kohdeyritykseen keskimäärin 4 – 10 vuodeksi. Sitra osallistuu sijoittamiensa kohdeyritystensä toimintaan aktiivisesti esimerkiksi hallitustyöskentelyn kautta. (Sitra 2011d)

3.4 ELY-keskukset

Pienet ja keskisuuret yritykset (pk-yritykset) voivat saada rahoitusta kehittämis- ja investointihankkeisiinsa ELY-keskuksilta eli Elinkeino-, liikenne- ja ympäristökeskuksilta. ELY-keskukset räätälöivät yritysten tarvitsemat rahoituspalvelut rahoituksen hakijan toimintoihin ja tarpeisiin sopiviksi. ELY-keskukset voivat myös myöntää pk-yrityksille lainaa etenkin teknologiahankkeissa. Rahoituspalveluiden ohella ELY-keskuksista on myös saatavilla rahoitukseen liittyvää neuvontaa ja konsultointipalveluja. (Suomen Yrittäjät 2012) ELY-keskuksia on Suomessa yhteensä 15. Startup-yritysten kannalta oleellisimpia ELY-keskusten myöntämiä rahoituspalveluita ovat yrityksen kehittämisavustus ja valmistelurahoitus. (TE-keskus 2007)

Yrityksen kehittämisavustus on tarkoitettu yrityksen pitkän aikavälin kilpailukykyä parantavaan hankkeeseen. Pitkän aikavälin kilpailukykyä parantavalla hankkeella tarkoitetaan, että hankkeella on huomattava vaikutus avustusta hakevan yrityksen kasvuun, teknologiaan, kansainvälistymiseen, tuottavuuteen tai liiketoimintaosaamiseen. ELY-keskukset huomioivat lisäksi hankkeen mahdolliset työllisyys-, ympäristö- ja tasa-

arvovaikutukset. Edellä mainittuja vaikutuksia pidetään kehittämisavustuksen myöntämistä puoltavina tekijöinä. Investointeihin myönnettäville kehittämisavustuksille on asetettu enimmäismäärä. Avustuksen enimmäismäärä vaihtelee yrityksen koon ja tukialueen mukaan 10%:sta 35%:iin investoinnin arvosta. (TE-keskus 2012a)

ELY-keskusten myöntämä valmistelurahoitus on tarkoitettu haasteellisten tutkimus- ja kehittämishankkeiden valmisteluun. Valmistelurahoituksen tarkoituksena on edistää pk-yritysten valmiuksia käynnistää uusia tutkimus- ja kehittämishankkeita, uusien innovatiivisten liiketoimintojen käynnistämistä ja kansainvälistymistä. Valmistelurahoitus on muodoltaan avustus, jota voidaan myöntää maksimissaan 70% hankkeen hyväksyttävistä kustannuksista. Ylärajan ollessa 15 000 euroa. Valmistelurahoitusta ei myönnetä, jos hankkeen kustannuksia rahoitetaan samanaikaisesti muulla julkisella rahoituksella. Myönnettävällä rahoituksella voidaan kattaa avainhenkilöiden palkkakustannuksia ja ulkopuolisten asiantuntijoiden selvityksistä aiheutuneita kustannuksia. (TE-keskus 2012b)

3.5 Keksintösäätiö

Keksintösäätiö myöntää rahoitusta yksityishenkilöiden ja pienyrittäjien tekemien keksintöjen kehittämiseen. Säätiön rahoitus on muodoltaan riskirahoitusta, joka ei edellytä vakuuksia. Rahoitusta voidaan myöntää 2 000 – 200 000 euroa hanketta kohden. Rahoitus on tarkoitettu patentointi-, tuotekehitys- ja kaupallistamiskuluihin, joita keksintöjen kehittämisestä syntyy. Keksintösäätiö perii rahoituksestaan takaisinmaksun vasta keksinnön kaupallistumisen onnistuessa. (Suomen Yrittäjät 2012)

4 PÄÄOMARAKENNETEORIAM

Yrityksen pääomarakenteella tarkoitetaan missä suhteessa yritys käyttää omaa ja vierasta pääomaa. Pääomarakenneteorioilla on pyritty selittämään, kuinka yritykset valitsevat optimaalisen pääomarakenteen, joka maksimoi yrityksen markkina-arvon. (Brealey, Myers ja Allen 2011, 446) Optimaalisessa pääomarakenteessa yrityksen rahoituksen hinta eli keskimääräinen korko, pääoman kustannus (*Weighted average cost of capital, WACC*) minimoituu (Knüpfer ja Puttonen 2006, 159). Eri pääomarakenneteoriat lähtevät erilaisista lähtöoletuksista, joten niiden suosimat rahoitusrakenteet eroavat toisistaan.

Yrityksen keskimääräinen pääoman kustannus lasketaan seuraavalla tavalla taloudessa, jossa korot ovat verovähennyskelpoisia (Brealey et al 2011, 500).

$$(1) WACC = r_D (1 - T_c) (D/V) + r_E (E/V)$$

jossa: r_D = vieraan pääoman tuottovaatimus

r_E = oman pääoman tuottovaatimus

T_c = yritysverokanta

D = vieras pääoma

E = oma pääoma

V = koko pääoma eli $D+E$

Niskasen J. ja Niskasen M. (2010, 264) mukaan optimaaliseen rahoitusrakenteeseen on myös erilaisia lähestymistapoja, kuten Modiglianin ja Millerin kuuluisa ensimmäinen propositio (*MM I*), jonka mukaan yrityksen markkina-arvo on riippumaton sen käyttämästä rahoitusrakenteesta eli sillä, missä suhteessa yritys käyttää omaa ja vierasta pääomaa ei ole vaikutusta yrityksen arvoon. Modiglianin ja Millerin propositio perustuu kuitenkin vahvoihin oletuksiin täydellisistä pääomamarkkinoista. Lisäksi *MM I* propositiossa oletetaan, että yritys toimii verottomassa taloudessa, informaatio on vapaasti ja viiveettömästi saatavilla kaikille osapuolille sekä yksilöillä ja yrityksillä on mahdollisuus lainata riskittömällä korkokannalla rahaa ilman minkäänlaisia ylärajaa. Edellä mainittujen oletusten ohella rahoitusrakenteella ei ole vaikutusta yrityksen investointikohteisiin. Yrityksen arvo määräytyy Modiglianin ja

Millerin ensimmäisen proposition mukaan ainoastaan sen omistamien taseen omaisuuserien arvon perusteella (Brealey et al. 2011, 446).

Modiglianin ja Millerin ensimmäisen proposition oletukset ovat varsin vaativia. Reaalimaailmassa oletukset eivät useastikaan toteudu, sillä esimerkiksi vieraan pääoman korot ovat verovähennyskelpoisia. Modiglian ja Miller kehittivät myös toisen proposition (*MM II*), jonka mukaan yrityksen velkaantuessa omistajat nostavat tuottovaatimustaan sijoittamalleen omalle pääomalle. Tuottovaatimus nousee saman verran kuin yrityksen rahoitusriski kasvaa. Velkaantumisella ei ole kuitenkaan vaikutusta itse yrityksen osakkeen arvoon, ainoastaan sijoittajien oman pääoman tuottovaatimukseen. (Brealey et al. 2011, 446-453)

4.1 Asymmetrinen informaatio

Asymmetrisellä informaatiolla (*Asymmetric information*) eli epätasaisesti jakautuneella informaatiolla viitataan tilanteeseen, jossa yrityksen sisäpiiri eli johto tietää enemmän yrityksen riskeistä, tulevaisuuden näkymistä ja arvosta kuin yrityksen ulkopuoliset tahot eli rahoittajat. Monet pääomarakenneteoriat pohjautuvat asymmetriseen informaatioon, esimerkiksi Pecking order teoria. (Brealey et al. 2011, 488) Asymmetriseen informaatioon pohjautuvat pääomateoriat voidaan jakaa kahteen eri pääryhmään. Ensimmäisen pääryhmän muodostavat signalointiteoria ja toisen Pecking order teoria. (Niskanen ja Niskanen 2010, 283-284) Startup-yritysten kohdalla yrityksen omistajat tietävät useammin enemmän yrityksestä kuin yrityksen rahoittajat, koska omistajat ovat useasti mukana yrityksen operatiivisessa toiminnassa.

4.2 Signalointiteoria

Signalointiteoria perustuu nimensä mukaisesti yrityksen sijoittajille lähettämiin signaaleihin. Teorian mukaan yritys pyrkii signaloimaan ulkopuolisille sijoittajille tietoa yrityksen laadusta. Rahoitusrakenne on riippuvainen yrityksen sijoittajille lähettämistä signaaleista. Rossin (1977) mukaan sijoittajat voivat pitää yrityksen korkeaa velkaantumistasetta merkinä yrityksen hyvästä kannattavuudesta ja tulkita yrityksen hyväksi sijoituskohteeksi. Niskanen J. ja Niskanen M. (2010, 283-284) mainitsevat, että yrityksen johdon on helpompi vakuuttaa

yrittäjien rahoittajat raporttiansa paikkansapitävyydestä, jos yritys samanaikaisesti lähettää signaalin esimerkiksi nostaa osinkoja tai suorittaa lainaemission. Osinkojen nostamisella yritys voi viestittää rahoittajille ja muille ulkopuolisille sidosryhmille, että sen odotukset tulevista kassavirroista ovat hyvät. Lainaemissiolla vastaavasti voidaan viestittää, että yrityksellä on varaa kasvattaa veroetua sen hyvien tulevaisuudennäkymien vuoksi.

Rossin, Westerfieldin ja Jaffen (468-469, 2008) mukaan yritykset ottavat mieluusti velkaa, jos ne odottavat tulevien voittojensa nousevan. Seurauksena ulkopuoliset sijoittajat tulkitsevat signalointiteorian mukaisesti yrityksen velanoton positiiviseksi signaaliksi yrityksen tulevaisuudenodotuksista (ottamalla velkaa yritys osoittaa sijoittajille, että sillä on varaa maksaa velka takaisin tulevaisuudessa) ja hankkivat yrityksen osakkeita. Kysynnän kasvu johtaa yrityksen osakkeen hinnan nousuun.

Ross et al. (2008, 468) korostavat, että edellä kuvailtu sijoittajien reagointi yrityksen lähettämiin signaaleihin tarjoaa yrityksen johdolle mahdollisuuksia viestittää virheellistä informaatiota yrityksen todellisesta arvosta. Signalointiteorian mukaan yrityksen johto voi kasvattaa yrityksen arvoa ottamalla lisää velkaa. Johdolle voi näin ollen syntyä houkutus kasvattaa yrityksen todellista arvoa ottamalla lisää velkaa. Etenkin tilanteessa, jossa johdon kannustinpalkkiot on sidottu yrityksen arvonnousuun.

Ross et al. (2008, 468) mukaan todellisuudessa kaikista kannattavimmat yritykset ottavat suhteellisesti myös eniten velkaa verrattuna vähemmän kannattavampiin yrityksiin. Vähemmän kannattavimmat yritykset eivät voi ottaa yhtä paljon velkaa kuin kaikista kannattavimmat yritykset, koska velan osuuden kasvaessa myös velan hoitokustannukset nousevat. Lopulta vain kaikista kannattavimmat yritykset voivat enää selviytyä korkeista velan hoitokustannuksista ja rahoittaa toimintaansa lisävelalla. Empiirinen evidenssi näyttää lisäksi tukevan signalointiteorian paikkansapitävyyttä.

4.3 Pecking order teoria

Pecking order teoria pohjautuu asymmetriseen informaatioon. Informaation asymmetrialla on vaikutusta yritysjohtoon päätöksentekoon eli käyttääkö yritys sisäistä vai ulkoista rahoitusta ja onko käytettävä rahoitus oman vai vieraan pääoman ehtoista. Pecking order teorian mukaan yritykset suosivat eri rahoituslähteitä tietyssä käyttöjärjestyksessä. Yritys pyrkii

ensimmäisenä rahoituslähteenä käyttämään sisäistä tulorahoitusta, jonka jälkeen seuraavaksi mieluisin vaihtoehto yritykselle on ulkoinen vieras pääoma. Viimeisimpänä vaihtoehtona yritys järjestää osakeannin eli käyttää ulkoista omaa pääomaa. (Brealey et al. 2011, 488)

Brealey et al. (2011, 489-490) mukaan kasvu- ja huipputeknologian yritykset käyttävät kuitenkin useasti ulkoista omaa pääomaa toimintansa rahoittamiseen ennen ulkoista vierasta pääomaa, joka on vastoin Pecking order teorian järjestystä. Ulkoisen oman pääoman käytön syynä on usein yritysten likvidin kiinteän omaisuuden puute, koska kasvu- ja huipputeknologiayritysten taseomaisuus koostuu suurimmaksi osaksi aineettomista varoista. Lisäksi edellä mainittujen yritysten konkurssikustannukset ovat korkeita. Seurauksena yritysten on usein turvauduttava ulkoiseen oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen. Käyttämällä oman pääoman ehtoista rahoitusta kasvu- ja huipputeknologian yritykset pystyvät hillitsemään velkaisuusasteensa kasvua.

Paul, Whittam ja Wyper (2007) tutkivat Pecking order teorian soveltuvuutta 20 skotlantilaiseen startup-yritykseen. Tutkimuksessa havaittiin, että startup-yrittäjät käyttävät Pecking order teorian mukaisesti ensimmäisenä ja mieluisimpana rahoituslähteenä yrityksen omaa tulorahoitusta, kuitenkin vastaavasti seuraavaksi mieluisimmaksi rahoituslähteeksi koettiin ulkoinen oman pääoman ehtoinen rahoitus vastoin Pecking order teorian lähtöoletusta.

Ulkoisen oman pääoman ehtoisen rahoituksen käyttö ennen vieraan pääoman ehtoista rahoitusta selittyy Paul et al. (2007) mukaan ulkoisen oman pääoman sijoittajan yrityksen arvoa kasvattavalla vaikutuksella. Tutkimuksessa jokainen startup-yrittäjä oli saanut oman pääoman ehtoista rahoitusta enkelisijoittajalta. Tutkimus pohjautui 20 yrittäjän haastatteluun. Startup-yritysten oman pääoman käyttöön voi lisäksi vaikuttaa yrityksen pyrkimys hallita velkaisuusasteensa kasvua. Startup-yritysten velkaisuusasteen nouseminen kasvattaa yrityksen riskejä ja nostaa yrityksen rahoituksesta maksamaa hintaa.

4.4 Trade-off teoria

Yritykset joutuvat valitsemaan, missä suhteessa käyttävät omaa ja vierasta pääomaa. Molempien pääomalajien käyttöön liittyy sekä etuja, että haittoja. Vierasta pääomaa käyttämällä yritys saa mahdollisuuden korkojen verovähennykseen eli yritys voi vähentää

korkokulut maksamistaan veroista. Seurauksena yrityksen tulos paranee eli yrityksen korkojen verovähennysoikeudella on yrityksen arvoa nostava vaikutus. Vieraan pääoman käyttö altistaa yrityksen kuitenkin konkurssiriskille ja konkurssikustannuksille, joten liiallinen vieraan pääoman käyttö ei kasvata enää yrityksen arvoa – päinvastoin. Konkurssikustannusten suuruus riippuu konkurssin tapahtumisen todennäköisyydestä ja konkurssin tapahtumisesta aiheutuvista kustannuksista. Yrityksen pitäisi pystyä määrittämään optimaalinen taso oman ja vieraan pääoman välillä maksimoiden yrityksen arvo. (Brealey et al. 2011, 486-487)

5 RAHOITUKSEEN LIITTYVÄT ONGELMAT

Rahoituksen tarvitsijat eli yrittäjät ja rahoituksen tarjoajat eli rahoittajat kohtaavat rahoitusmarkkinoilla monenlaisia rahoitusongelmia, jotka vaikuttavat rahoituksen välittymiseen, saatavuuteen ja hintaan. Osa rahoitusongelmista saattaa estää yrityksiä saamasta rahoitusta lainkaan tai muuten riittävää rahoitusta investointiensä toteuttamiseksi. Vastaavasti rahoituksen tarjontapuolella osa rahoitusmarkkinoiden ongelmista saattaa vaikuttaa rahoittajien mahdollisuuksiin valvoa sijoituksiaan ja saada sijoittamiensa rahojaan takaisin osittain tai kokonaan. Denis (2004) toteaaakin, että ulkoisen rahoituksen saaminen voi olla yrittäjille erityisen vaikeaa kahden keskeisen ongelman takia: informaation asymmetrian ja moraalikadon.

5.1 Päämies-agentti-ongelma ja agenttikustannukset

Perinteisesti agenttiongelmia ja agenttikustannuksia syntyy, kun yrityksen omistusoikeus ja johtaminen erotetaan toisistaan. Seurauksena johtajille eli agenteille voi syntyä houkutus käyttää valtaansa omien tarpeidensa tyydyttämiseen omistajien eli päämiesten kustannuksella. Omistajan näkökulmasta johtajan tehtävänä on yrityksen arvon maksimointi. Johtaja voi yrityksen arvon maksimoimisen sijaan kuitenkin pyrkiä parantamaan asemaansa yrityksessä tai jättää kannattavia investointeja toteuttamatta työpaikkansa menettämisen pelosta. Agenttikustannuksia aiheutuu sen seurauksena, että johtajat eivät pyri maksimoimaan yrityksen arvoa. Lisäksi omistajien johtajien valvomisesta aiheutuneet kustannukset luetaan agenttikustannuksiksi. (Brealey et al. 2011, 40-41)

Niskasen J. ja Niskasen M. (2010, 280-281) mukaan agenttikustannuksia voi lisäksi syntyä yrityksen omistajan (eli agentin) ja velkojien (eli päämiesten) välillä olevan epäsymmetrisen informaation johdosta. Kustannukset ovat seurausta informaation epäsymmetrisestä eli epätasaisesta jakautumisesta omistajien ja velkojien kesken. Velkojilla ei ole yhtä paljon informaatiota käytettävänä yrityksestä kuin yrityksen omistajilla. Informaation epäsymmetria saattaa johtaa erimielisyyksiin osapuolten välillä. Velkojat saattavat pelätä, että yrityksen omistajat pyrkivät siirtämään velkojille kuuluvaa varallisuutta itselleen. Seurauksena velkojat voivat nostaa tuottovaatimustaan, jonka nousun johdosta yrityksen arvo alenee.

Tuottovaatimuksen nostaminen on tyypillistä tilanteessa, jossa velkojilla ei ole minkäänlaista mahdollisuutta monitoroida velallisyrittä.

Omistajien ja velkojien välisiä ongelmia voidaan Niskasen J. ja Niskasen M. (2010, 281) mukaan jaotella neljään seuraavanlaiseen päätyyppiin:

1. Osinko-ongelmat: omistajat pyrkivät jakamaan itselleen yrityksen varat osinkoina ja velkojille jätetään yrityksen velat.
2. Vesitysongelma: tilanteessa yritys ottaa lisää velkaa, joka on paremmassa asemassa suhteessa aikaisemmin otettuihin velkoihin.
3. Investointien riskin kasvattaminen: yritys ottaa lainaa edullisella korolla. Laina on tarkoitettu investoida alhaisen riskin kohteeseen, kuitenkin yritys päättää sijoittaa rahat riskialttiiseen kohteeseen.
4. Ali-investointiongelma: tilanne, jossa yritys jättää toteuttamatta kannattavia investointeja, koska velkojat hyötyisivät ainoastaan investoinneista.

5.2 Haitallinen valikoituminen

Haitallisella valikoitumisella (*Adverse selection*) viitataan asymmetriseen informaatioon perustuvaan ongelmaan, joka syntyy ennen transaktion tapahtumista. Rahoitusmarkkinoilla haitallinen valikoituminen liittyy transaktioihin eli liiketoimiin lainanhakijoiden ja lainanmyöntäjien välillä. Haitallisen valikoitumisen mukaan lainaa hakevat innokkaimin lainanhakijat, jotka todennäköisimmin myös saavat lainan ja jättävät lainan maksamatta. Seurauksena lainaavat tahot saattavat lopettaa lainojen myöntämisen, vaikka markkinoilta löytyisi maksukykyisiä velallisia. Haitallinen valikoituminen on seurausta asymmetrisestä informaatiosta. Asymmetrisen informaation eli epätasaisesti jakautuneen informaation vuoksi lainanmyöntäjillä ei ole tarpeeksi tietoa lainanhakijoista. (Mishkin ja Eakins 2012, 65-66)

Haitallisen valikoitumisen vaikutusta markkinoiden toimintaan on tutkittu paljon. Kuuluisin lähestymistapa haitalliseen valikoitumiseen lienee Nobel-palkinnon saajan George Akerlofin vuonna 1970 julkaisema artikkeli: ”*The Market for 'Lemons': Quality, Uncertainty and the Market Mechanism*”. Artikkelissaan Akerlof käsittelee ”lemons” (suom. susi) ongelmaa. Lemon tarkoittaa huonokuntoista autoa käytettyjen autojen markkinoilla. Markkinoilla

käytettyjen autojen ostajat eivät voi olla varmoja ostamiensa autojensa kunnosta. Ostetut autot voivat olla joko susia (*lemons*) tai hyvin toimivia (*peaches*). Seurauksena ostaja päätyy maksamaan käytetystä autosta keskiverto hinnan eli hinnan, joka asettuu toimivan auton ja huonosti toimivan auton hintojen väliin.

George Akerlofin lemon ongelmaa voidaan soveltaa myös startup-yrityksiin. Rahoitusmarkkinoilla on lukuisia startup-yrityksiä, jotka tarvitsevat ulkopuolista rahoitusta. Kuitenkin osa rahoitusta tarvitsevista startup-yrityksistä on George Akerlofin mainitsemia lemoneja eli ”huonokuntoisia yrityksiä”. Yrityksiä, joilla ei ole potentiaalia menestyä tulevaisuudessa. Osalla startup-yrityksistä on kuitenkin erittäin hyvä liikeidea, joka takaa niiden menestymisen tulevaisuudessa. Sijoittajat eivät kuitenkaan välttämättä pysty erottamaan, mikä startup-yritys on hyväkuntoinen ja mikä ei. Seurauksena sijoittajat päätyvät nostamaan tuottovaatimustaan eli rahan hintaa (korkoa) hyvien yritysten maksaman korkotason ja huonojen yritysten maksaman korkotason väliin. Haitallisen valikoitumisen takia rahoituksesta tulee kalliimpaa, mitä se alunperin olisi ollut, jos markkinoilla ei olisi ollut yhtäkään ”lemonia”. Lisäksi korkotason nousemisesta seuraa, että yhä useampi investointivaihtoehto on kannattamaton, mikä vähentää startup-yritysten kannattavien investointivaihtoehtojen lukumäärää.

5.3 Moraalikatko

Mishkinin ja Eakinsin (2012, 66) mukaan moraalikadolla (*Moral Hazard*) viitataan ongelmaan, joka syntyy vasta transaktion (esimerkiksi lainan myöntämisen) jälkeen. Velallinen voi toimia lainanantajan näkökulmasta epäedullisesti, esimerkiksi tekemällä sopimuksia tai sitoumuksia, jotka pienentävät todennäköisyyttä, että velallinen maksaa lainan myöhemmin takaisin. Lainanantajat voivat moraalikadon seurauksena vähentää lainojen myöntämistä.

Moraalikatko voi ilmetä startup-yrityksissä esimerkiksi siten, että yrittäjä käyttää rahoittajilta saamiaan rahojaan oman hyötynsä maksimoimiseen yrityksen ja rahoittajien kustannuksella. Yrittäjä voi myös tehdä yrityksen nimissä liiketoimia, jotka pienentävät yrityksen sijoittajien mahdollisuuksia realisoida yritykseen tekemänsä sijoitukset tulevaisuudessa.

6 TUTKIMUSMETODOLOGIA

Tutkimuksen empiirinen osuus toteutettiin laadullisena eli kvalitatiivisena tutkimuksena. Tutkimusmenetelminä käytettiin haastattelua ja tutkijan omaa päättelyä perustuen haastatellun antamiin vastauksiin. Tutkimushaastattelu oli tarkemmin luokiteltuna strukturoitu haastattelu eli lomakehaastattelu (Hirsjärvi, Remes ja Sajavaara 2003, 192).

Tutkimuksessa haastattelumenetelmään päädyttiin sen tarjoamien etujen vuoksi. Strukturoitu haastattelu on helposti toteutettavissa, kun kysymykset on saatu laadittua ja järjestettyä. Tutkimushaastattelun etuihin kuulu lisäksi, että sillä voidaan tuottaa vastauksia monitahoisesti ja moniin eri suuntiin eli vastausvaihtoehdot eivät ole ennalta määrättyjä. (Hirsjärvi et al. 2003, 192)

Lomakehaastattelu koostui avoimista kysymyksistä ja monivalintakysymyksistä. Avoimissa kysymyksissä haastateltavalla oli mahdollisuus vastata kysymyksiin omin sanoin. Monivalintakysymyksissä tutkija oli laatinut vastausvaihtoehdot valmiiksi ja haastateltava valitsi lomakkeesta valmiin vastausvaihtoehdon. Haastattelulomakkeessa monivalintakysymyksissä haastateltava saattoi valita useammankin kuin yhden vastausvaihtoehdon.

Lomakehaastatteluun liittyy myös erilaisia haittoja. Laaditut vastausvaihtoehdot eivät välttämättä ole onnistuneesti laadittuja haastateltavan näkökulmasta. Tällöin saadut vastaukset eivät palvele haluttua tarkoitusta. Ongelmia saattaa syntyä myös, jos haastateltavat eivät välttämättä ole selvillä alueesta tai eivät ole perehtyneet kysyttyihin asioihin. Lisäksi hyvän lomakkeen laatimiseen kuluu aikaa ja lomakkeen laatijan pitää olla tarpeeksi perehtynyt aiheeseen. (Hirsjärvi et al. 2003, 182)

Lomakehaastattelu toteutettiin lähettämällä lomake sähköpostilla haastateltavalle. Haastateltava vastasi kysymyksiin oman ajan puitteissa ja palautti lomakkeen postitse tutkijalle. Haastattelua ei kontrolloitu millään tavalla.

7 TUTKIMUSTULOKSET

Tutkimustulokset pohjautuvat bisnesenkelin haastatteluun, tutkielman tekijän omaan päättelyyn ja muuhun aineistoon (kirjallisuuteen, artikkeleihin ja selvityksiin). Tutkimusta varten haastateltu enkelisijoittaja on toiminut bisnesenkelinä viisi vuotta, kuten useat bisnesenkelit haastateltu teki myös sijoituksia samoille toimialoille, joista hänellä on aikaisempaa kokemusta työn tai muun toiminnan kautta. Toimialat, joille haastateltu bisnesenkeli tekee sijoituksia ovat: ICT, logistiikka ja Cleantech. Lisäksi haastateltu oli toiminut aikaisemmin osa-aikaisena yrittäjänä vuosina 1968 – 1977, joka on myös bisnesenkeleille tyypillinen piirre.

Koulutustaustaltaan haastateltu bisnesenkeli on merkonomi ja kauppatieteiden maisteri. Haastateltavan positio on tällä hetkellä eläkeläinen/sijoittaja. Aikaisemmin haastateltu on toiminut monissa eri yrityksissä (mm. työskennellyt yritysten hallituksissa ja johtotehtävissä) ja hankkinut sitä kautta syvempää toimialatuntemusta sijoittamistaan kohdeyrityksistä.

Tutkimuksessa pyrittiin vastaamaan seuraaviin ongelmiin:

Pääongelma:

- Startup-yritysten kohtaamat merkittävimmät haasteet Suomessa rahoituksen näkökulmasta

Alaongelmat:

- Mitkä tekijät vaikuttavat startup-yritysten saamaan rahoitukseen?
- Miten julkinen sektori voisi edistää startup-yritysten rahoittamista?
- Miten yksityinen sektori voisi edistää startup-yritysten rahoittamista?

7.1 Pääongelma

7.1.1 Tarjontapuolen haasteet

Rahoittajien näkökulmasta startup-yrityksien sijoittamiseen liittyvät haasteet ovat Suomessa huomattavasti haastavampia kuin suurempien ja pidemmän aikaa markkinoilla toimineiden

yri­tysten. Rahoituslähteestä riippuen startup-yrityksiin sijoittamisen haasteet sekä niiden vakavuus saattavat vaihdella.

Pankit vaativat useasti takausta tai vakuutta lainan myöntämiselle. Yritysrahoituskyselyssä (2012) nousi esille, että pienten ja keskisuurten yritysten merkittävin rahoitusongelma oli vakuuksien puute. Ilman vakuuksia tai takauksia pankit eivät välttämättä myönnä lainoja tai lainoista peritty korko voi olla merkittävästi korkeampi lainaan liittyvän suuremman riskin vuoksi, mikä vastaavasti saattaa vähentää yrittäjien halukkuutta käyttää pankkirahoitusta rahoituslähteenä. Yritysrahoituskyselyn perusteella suurin haaste pankeille näyttäisi olevan lainoitettavien yritysten vakuuksien puute. Ilman vakuuksia pankit eivät välttämättä pysty myöntämään suuria lainoja pienille ja keskisuurille yrityksille joihin useat startup-yrityksetkin kuuluvat.

7.1.1.1 Bisnesenkeleiden ja pääomasijoitusyhtiöiden yhteisiä haasteita

Van Osnabrugge ja Robinson (2000, 215) korostavat, että startup-yrityksen arvonmääritys on erityisen vaikeaa. Yrityksen arvonmäärityksessä on useasti tehtävä erilaisia oletuksia. Oletuksista riippuen voidaan saavuttaa erilaisia arvoja yrityksille. Kaksi sijoittajaa voi määrittää hyvinkin erilaisen arvon yritykselle riippuen heidän tekemistään oletuksista. Kaiken lisäksi erilaisia arvonmäärityskeinoja on olemassa useampia.

Tom Lahti (2008, 119-120) tarkasteli väitöskirjassaan suomalaisten bisnesenkeleiden käyttämiä arvonmääritystekniikoita. Suomalaisista bisnesenkeleistä huomattava osa (62,3%) käytti arvonmäärityksessä tuottoihin pohjautuvia arvonmääritystekniikoita (*earnings based method*). Toiseksi suosituin arvonmäärityskeino oli vapaan kassavirran malli (*FCFF*), jota 52,8% vastanneista käytti. Molempiin arvonmääritysmalleihin liittyy erilaisia tehtäviä oletuksia tulevaisuudesta. Vapaan kassavirran mallissa oletukset koskevat tulevia myyntituloja, kustannuksia, investointeja ja käyttöpääoman muutoksia. Lisäksi on huomioitava tulevien kassavirtojen diskonttaamisessa käytettävä korkokanta, joka saadaan määrittämällä keskimääräinen pääoman tuottovaatimus, $wacc$.

Tutkimusta varten haastateltu bisnesenkeli ei käyttänyt mitään arvonmääritystekniikoita, sillä kohdeyrityksille ei yleensä ollut vielä syntynyt myyntiä sijoituksen tekohetkellä. Sen sijaan haastateltu antoi enemmän painoarvoa muiden enkelisijoittajien mielipiteille, kilpailutilanteelle ja mahdolliselle julkisen rahoituksen mukaantulolle kohdeyrityksen evaluoinnissa.

Yrittäjien opportunistinen käyttäytyminen (päämies-agentti-ongelma) muodostaa toisen haasteen bisnesenkeleille ja pääomasijoittajille. Kuinka sijoittajat voivat varmistua, että yrittäjä todella pyrkii maksimoimaan yrityksen arvon? Laurialan (2004, 149-150) mukaan olennaista on, että sijoittajilla on mahdollisuus vaikuttaa liiketoiminnan ja yrityksen kehityksen kannalta olennaisiin ratkaisuihin. Samanaikaisesti sijoittajilla on oltava mahdollisuus rajoittaa kohdeyhtiön johdon tai muiden omistajien opportunistista ja yrityksen toimintaedellytyksiä heikentävää toimintaa.

Käytännössä sijoittajat voivat vähentää yrittäjien opportunistista käyttäytymistä valvomalla yritystä tehokkaammin, asettamalla rajoituksia yrityksen toiminnalle ja osallistumalla itse yrityksen päätöksentekoon. Lisäksi yrittäjien omat rahalliset panokset ja sitoumukset yritykseen vähentävät yrittäjien opportunistista käyttäytymistä.

Sijoittajat voivat valvoa yritystä tehokkaammin sekä osallistua samanaikaisesti yrityksen päätöksentekoon toimimalla itse yrityksen hallituksessa. Laurialan (2004, 153) mukaan pääomasijoittajat vaativatkin lähes aina sijoituksensa ehtoina hallituspaikkoja edustajilleen sijoittamiinsa yrityksiinsä. Tutkimusta varten haastateltu bisnesenkeli vastasi myös valvovansa sijoituksensa käyttöä kohdeyrityksessä joko partnerina tai hallituksen jäsenenä.

Sijoittajat voivat lisäksi vähentää yrittäjien opportunistista käyttäytymistä asettamalla erilaisia rajoituksia yritykselle. Myöntäessään rahoitusta yrityksille sijoittajat saattavat edellyttää yrittäjien suostumusta erilaisiin ehtoihin (kovenanteihin ja klausuuleihin). Kovenanteilla ja klausuuleilla vähennetään yrittäjän mahdollisia toimintamahdollisuuksia sekä asetetaan erilaisia vaatimuksia yrityksen toiminnalle. (Lauriala 2004, 154)

Kovenantit voidaan jakaa finanssikovenanteihin (*Financial Covenants*) ja toimintakovenanteihin (*Nonratios Covenants*). Molemmat kovenanttityypit voidaan edelleen jakaa positiivisiin ja negatiivisiin kovenanteihin. Finanssikovenanteilla on varoittava rooli koskien yrityksen toimintaa. Yleensä finanssikovenantit määritetään joko suhdelukuna tai absoluuttisena arvona. Samalla finanssikovenanteille asetetaan rajat, joita yritys ei saa ylittää tai alittaa. Finanssikovenanteja voidaan yhdistää esimerkiksi yrityksen velkaantumistaseseen, omavaraisuustaseseen, vieraan pääoman takaisinmaksu-aikaan tai voitonjakoon. Toimintakovenanteilla sen sijaan ohjataan suoraan kohdeyrityksen toimintaa. Sijoittajat voivat rajoittaa, kieltää tai velvoittaa yrityksen toimimaan tietyllä tavalla toimintakovenanttien avulla. (Lauriala 2004, 155-156)

Epäsymmetrisen informaation johdosta syntyvät ongelmat voivat olla vähäisempiä, jos sijoittaja tietää jo valmiiksi kohdeyrityksistä tai niiden toimialoista. Tutkimusta varten haastateltu enkelisijoittaja teki sijoituksia kohdeyrityksiin, jotka toimivat toimialoilla, joista hänelle oli kertynyt aikaisempaa kokemusta. Sen seurauksena sijoituksiin liittyvä informaation asymmetria oli vähäisempää.

7.1.1.2 Erityisesti pääomasijoittajien haasteita

Van Osnabrugge ja Robinson (2000, 128) toteavat, että pääomasijoittajat edellyttävät sijoittamiltaan yrityksiltään suurempaa kasvupotentiaalia kuin bisnesenkelit. Van Osnabruggen lisäksi Wright ja Robbie (1996) ovat todenneet tutkimuksissaan, että pääomasijoittajille tärkeä sijoituskriteeri on kohdeyritysten kasvupotentiaali. Pääomasijoitusyhtiöt sijoittavat pääasiassa muiden sijoittajien rahoja. Tämä voi selittää, miksi pääomasijoitusyhtiöt painottavat kohdeyritystensä kasvupotentiaalia tärkeänä sijoituskriteerinä. Gompersin (1996) mukaan pääomasijoittajat asettavat maineensa peliin tehdessään investointeja yrityksiin. Onnistuessaan sijoituksissaan pääomasijoittajat saavat kerättyä rahoitusta helpommin jatkossa, vastaavasti epäonnistuessaan rahoituksen kerääminen saattaa vaikeutua. Lisäksi pääomasijoitusyhtiöiden palkkiot on useasti sidottu rahastojen tuottoihin (Lauriala, 2004, 35-36).

Sijoittajille on erityisen tärkeää realisoida investointinsa tuotto myöhemmin tulevaisuudessa. Pääomasijoitusyhtiöt ovat etenkin enemmän huolissaan investointiensä realisoimisesta tulevaisuudessa kuin bisnesenkelit, koska pääomasijoitusyhtiöt tekevät pääasiassa sijoituksia muiden sijoittajien rahoilla kohdeyrityksiin (Van Osnabrugge 2000). Bisnesenkelit sijoittavat sen sijaan omia rahojaan eivätkä ole vastuussa sijoituksiensa tuotosta muille kuin itselleen. Van Osnabruggen (2000) mukaan pääomasijoitusyhtiöiden investointien tuottovaatimukset ja todelliset tuotto prosentit ovat lisäksi korkeampia kuin bisnesenkeleiden.

Van Osnabruggen (2000) mukaan pääomasijoitusyhtiöiden pitää pystyä vakuuttamaan omat sijoittajansa osaamisensa tasosta. Vakuuttaminen tapahtuu käytännössä suorittamalla perusteellinen due dilligence prosessi (sijoituskohteen tarkastus) ennen sijoitusten tekemistä kohdeyritykseen. Suorittamalla due diligence –prosessin pääomasijoitusyhtiöt viestittävät omille sijoittajilleen pätevyydestään investointikohteiden valinnassa. Van Osnabruggen tutkimusten perusteella pääomasijoitusyhtiöt käyttivät enemmän aikaa due diligence prosessiin kuin bisnesenkelit.

7.1.1.3 Erityisesti bisnesenkeleiden haasteita

Aernoudtin (1999b) mukaan bisnesenkeleiden suurin ongelma on nimenomaan hyvien sijoituskohteiden löytäminen. Tutkimusta varten haastateltu bisnesenkelikin vastasi, että hyvin harva rahoitusta hakeneista yrityksistä lopulta saa rahoitusta: *”1/50 on suunnilleen löytösuhde.”*

Sen sijaan rahoitusta hakevien sijoituskohteiden lukumäärä ei näyttänyt olevan niinkään ongelma. Lahden (2008, 113) tutkimusten tulosten perusteella bisnesenkeleistä noin puolet vastaanotti enemmän kuin 20 sijoitusehdotusta vuosittain. Erilaisissa sijoittajaverkostoissa olevat bisnesenkelit vastaanottivat keskimäärin enemmän sijoitusehdotuksia (noin 30 kpl vuosittain) kuin enkelisijoittajat, jotka eivät toimineet verkostoissa. Tutkimusta varten haastateltu yksityissijoittajakin oli löytänyt kohdeyrityksiä FIBAN:in kautta ja sijoituskohteita oli tullut keskimäärin enemmän kuin 30 kappaletta sijoittajan tietoisuuteen vuosittain.

Pääomasijoitusyhtiöillä hyvien sijoituskohteiden löytäminen ei ole yhtä suuri ongelma, koska investoinnit keskittyvät euromääräisesti enemmän myöhemmän kehitysvaiheen yrityksiin (FVCA, Pääomasijoittaminen Suomessa H1/2012). Myöhemmän vaiheen yritykset ovat useasti vakaampia ja niihin liittyvät riskit ovat pienempiä.

Mason ja Harrison (2002) korostavat Aernoudtin lisäksi, että bisnesenkeleiden keskeinen ongelma on hyvien sijoituskohteiden löytäminen. Masonin ja Harrisonin Iso-Britanniassa suoritetun tutkimuksen mukaan suurin osa bisnesenkeleistä olisi valmis sijoittamaan entistä suuremman osan sijoitusportfoliostaan startup-yrityksiin etenkin, jos sijoituksia vielä tuetaan verokannustimin. Suorittamansa kyselytutkimuksen mukaan jopa 90% kyselyyn vastanneista bisnesenkeleistä etsi lisää sijoituskohteita. Bisnesenkelit kieltäytyivät pääasiassa sijoittamasta yrityksiin seuraavista syistä:

1. Kohdeyritys ei vastannut bisnesenkelin sijoituskriteereitä.
2. Kohdeyrityksen tarjoama sijoitusehdotus oli bisnesenkelin mielestä huono.
3. Bisnesenkeli ei päässyt yhteisymmärrykseen sijoituksen ehdoista yrittäjän kanssa.

Yhteisymmärrykseen ei pääasiassa päästy hinnasta tai omistusosuudesta. Masonin ja Harrisonin (2002) mukaan ongelma ei näin ollen ole niinkään rahoituksen tarjontapuolella vaan rahoituksen kysyntäpuolella. Yrittäjillä pitäisi olla tarjottavana parempia sijoitusehdotuksia bisnesenkeleille.

Kaikille edellä mainituille rahoituslähteille on yhteistä, että startup-yrityksien sijoittamiseen liittyvät haasteet ovat seurausta epäsymmetrisestä informaatiosta yrityksen sisäpiirin ja ulkopuolen välillä. Epäsymmetrinen informaatio mahdollistaa lisäksi muiden rahoitusongelmien eli moraalikadon ja haitallisen valikoitumisen syntymisen.

7.1.2 Kysyntäpuolen haasteet

IROResearch Oy:n toteuttamassa Yritysrahoituskyselyssä 2012 kartoitettiin, kuinka hyvin yritykset tuntevat pääomasijoittajien ja bisnesenkeleiden tarjoamia rahoitusvaihtoehtoja ja -instrumentteja. Pienen kokoluokan yrityksistä 10% vastasi tuntevansa pääomasijoittajien tarjoamat rahoitusvaihtoehdot hyvin. Mikroyrityksistä toisaalta ainoastaan 5% vastasi tuntevansa rahoitusvaihtoehdot hyvin. Sen sijaan huomattavasti suurempi määrä sekä mikroyrityksistä että pienistä yrityksistä uskoi, että pääomasijoittajan osaamisesta ja kokemuksesta on ollut tai voisi olla hyötyä yritykselle. Pienistä yrityksistä 35% oli tätä mieltä vastaavasti mikroyrityksistä 25%. Yritysrahoituskyselyn tulokset indikoivat, että yritykset eivät välttämättä tunne tarpeeksi hyvin pääomasijoittajien tarjoamia rahoitusvaihtoehtoja, mikä saattaa vähentää pienten ja mikroyritysten halua käyttää pääomasijoittajia rahoituslähteenä.

Puttonen (2010) nostaa selvitysmiehen toimeksiannossaan esille suomalaisten riskinottohalukkuuden puuttumisen. Suomessa ei ole olemassa merkittävää patoutunutta halukkuutta perustaa kansainvälisiä kasvuyrityksiä – päinvastoin. Sen seurauksena Suomessa on pula hyvistä sijoituskohteista, joissa yhdistyy teknologinen osaaminen, liiketoimintaosaaminen, riittävä aloituskoko ja halu kansainväliseen kasvuun. Suomalaiseen yrityskulttuuriin kuuluu olennaisesti riskin karttaminen sekä epäonnistumisten pelko.

7.2 Alaongelmat

Tässä tutkimuksessa ensimmäinen alaongelma oli vastata kysymykseen: mitkä tekijät vaikuttavat startup-yritysten saamaan rahoitukseen. Nofsinger ja Wang (2011) ovat tutkimuksissaan tutkineet, mitkä tekijät vaikuttavat yrityksen saamaan rahoitukseen ulkopuolisilta sijoittajilta.

Nofsingerin ja Wangin (2011) mukaan ulkopuoliset rahoittajat voivat ratkaista asymmetriseen informaatioon liittyvät ongelmat arvioimalla yrittäjän ja yrityksen ulkopuolelle lähettämiä signaaleja. Tutkimuksessaan Nofsinger ja Wang selvittivät, kuinka ulkopuoliset rahoittajat vastaavat erilaisiin yrityksen lähettämiin signaaleihin. Signaalit jaettiin kolmeen eri luokkaan: tuotteen tyyppi (täysin uusi tuote vai markkinoilla valmiiksi oleva tuote), tuotantoteknologia (täysin uusi tuotantoteknologia vai aikaisemmin kehitetty tuotantoteknologia) ja yrittäjän kokemus. Nofsingerin ja Wangin loppupäätelmä oli, että tärkeimmiksi signaaleiksi koettiin tuotteen tyyppi ja yrittäjän kokemus.

Ulkopuoliset rahoittajat reagoivat kuitenkin eri tavalla yrityksen ulkopuolelle lähettämiin signaaleihin. Bisnesenkelit rahoittivat todennäköisimmin yrityksiä, joilla oli täysin uusi tuote. Van Osnabrugge (2000, 127) korostaa myös tuotteen ainutlaatuisuutta tärkeänä kriteerinä bisnesenkeleiden sijoittamispäätöksessä. Vastaavasti institutionaaliset sijoittajat eli pääomasijoittajat ja pankit keskittyivät rahoittamaan vähemmän uuden tuotteen yrityksiä. Nofsingerin ja Wangin mukaan institutionaaliset sijoittajat eivät olleet innostuneita rahoittamaan uusia tuotteita kehittäviä yrityksiä, koska näihin liittyvät riskit olivat korkeampia. Sen sijaan institutionaaliset sijoittajat kokivat tärkeäksi yrittäjän kokemuksen ja olivat valmiimpia rahoittamaan yrityksiä, joissa yrittäjällä oli enemmän aikaisempaa kokemusta yrittämisestä.

Tutkimuksen toinen alaongelma käsitteli, kuinka julkinen sektori voisi omilla toimillaan edistää startup-yritysten rahoittamista. Lumme et al. (1998) ja Lahti (2007) korostavat, että verokannustimet lisäisivät bisnesenkeleiden tekemien sijoitusten määrää. Lahden (2011) mukaan verokannustimet kompensoisivat bisnesenkeleiden ottamaa suurta riskiä ja tekisivät sijoituksista houkuttelevampia. Verokannustinjärjestelmä pitäisi kuitenkin rakentaa sellaisella tavalla, että se kannustaisi bisnesenkeleitä uhraamaan aikaa yritykseen ja motivoisi irrottautumaan yrityksestä sekä realisoimaan arvonnousun.

Lisäksi Lumme et al. (1998) ovat ehdottaneet, että Suomeen tarvittaisiin pörssi pienemmille yrityksille. Tämän pörssin listautumisvaatimuksien pitäisi olla vähemmän vaativampia kuin nykyisen. Suomen pörssiin listautuminen aiheuttaa yrityksille nykypäivänä paljon kustannuksia. Lisäksi pörssiin listautuneilta yrityksiltä edellytetään tiheämpää raportointivelvollisuutta kuin listaamattomilta yrityksiltä. Monilla pienemmillä yrityksillä ei ole taloudellisesti mahdollisuuksia listautua pörssiin näiden syiden vuoksi.

Lainemaan (2011, 82-83) mielestä julkisen rahoituksen markkinat ovat tällä hetkellä hajanaisia ja osittain päällekkäisiäkin. Suurin osa julkiseen rahoitukseen kohdistetusta rahoituksesta uppoaa erilaisten organisaatioiden pyörittämiseen eli byrokratiaan. Lainemaa ehdottaa sen sijaan uudenlaista toimintamallia. Ehdotetussa uudenaikaisessa toimintamallissa julkisen rahoituksen pitäisi kohdistaa resurssejaan yksityisen rahoituksen tukemiseen ja edistämiseen: ”kaavan tulisi olla sellainen, että julkinen sektori investoisi saman summan kuin yksityiset riskisijoittajatkin”, toteaa Lainemaa.

Tutkimuksen kolmas alaongelma käsitteli toisen alaongelman tavoin kuinka startup-yritysten rahoittamista voitaisiin edistää. Kolmas alaongelma käsitteli kuitenkin startup-yritysten rahoittamista yksityisen sektorin näkökulmasta julkisen sektorin näkökulman sijaan.

Lahden (2011) mukaan Suomi tarvitsisi enemmän aktiivisesti toimivia bisnesenkeliverkostoja (*Business angel networks, BAN*) ja liiketoimintojen esittelypalveluja (*Business introductory services, BIS*). Bisnesenkeliverkostot auttavat sijoittajia löytämään kohdeyrityksiä helpommin ja nopeammin vastaavasti liiketoimintojen esittelypalvelut tarjoavat yrittäjille mahdollisuuden esitellä omia liikeideoitaan.

Suomessa tällä hetkellä toimiva FIBAN eli Finnish Business Angels Network pyrkii edistämään yksityisten sijoittajien sijoituksia listaamattomiin yrityksiin. FIBAN tarjoaa sijoittajille *matchmaking* palveluja eli auttaa sijoittajia löytämään sopivia sijoituskohteita. Lisäksi FIBAN tarjoaa koulutusmahdollisuuksia jäsenilleen ja tuottaa erilaisia tutkimuksia aikaisen vaiheen sijoituksista. Bisnesenkeli FIBAN tarjoaa erilaisia palveluita ja tietoa, jonka avulla bisnesenkeli voi hyötyä tekemistään sijoituksista enemmän. Yrittäjille FIBAN tarjoaa sen sijaan hyödyllisiä sijoittajakontakteja. FIBAN:in tarjoamalla sijoittajakontakteilla on useasti paljon kokemusta ja tietoa omasta alastaan, mistä on useasti suurta apua yrittäjälle. (FIBAN 2012b)

Tutkimusta varten haastateltu bisnesenkeli vastasi löytäneensä kohdeyrityksiä FIBAN:in kautta. FIBAN:illa näyttäisi olevan tärkeä rooli enkelisijoittajien ja yrittäjien yhteensovittamisessa. Lisäksi haastateltu bisnesenkeli mainitsi erilaiset Pitch-tilaisuudet, joissa yrittäjät voivat esitellä itse omia liikeideoitaan potentiaalisille sijoittajille. Pitch-tilaisuudet lukeutuvat liiketoimintojen esittelypalveluihin (*Business introductory services*).

8 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

8.1 Yhteenveto

Tutkimuksessa tarkasteltiin ensimmäiseksi startup-yritysten erilaisia rahoituslähteitä: enkelisijoittajia, pääomasijoittajia, yrittäjän omaa pääomapanosta ja tulorahoitusta sekä pankkirahoitusta. Rahoituslähteistä enkelisijoittaja, pääomasijoittaja ja yrittäjän oma pääomapanos sekä tulorahoitus edustavat oman pääoman ehtoista rahoitusta. Pankkirahoitus edustaa vastaavasti vieraan pääoman ehtoista rahoitusta.

Bisnesenkelit ja pääomasijoitusyhtiöt ovat startup-yrityksen potentiaalisia ulkopuolisia rahoittajia yritystoiminnan alkuvaiheessa, jos yrityksellä ei ole vaadittavia takauksia tai vakuuksia pankkilainan saamiseksi, mikä näytti olevan usealla pienellä tai mikroyrityksellä ongelma vuoden 2012 yritysrahoituskyselyn mukaan. Sekä bisnesenkelit, että pääomasijoittajat tuovat yritykseen osaamisensa ja oman verkostonsa rahoituksen lisäksi.

Bisnesenkelit ja pääomasijoitusyhtiöt eroavat toisistaan pääasiassa seuraavilla tavoin: sijoituksen koko, kohdeyrityksen kasvuvaihe ja sijoituksen rahoitus. Pääomasijoitusyhtiöt tekevät suurempia sijoituksia ja sijoitukset kohdistuvat suhteellisesti enemmän pidemmän aikaa markkinoilla toimiviin yrityksiin kuin bisnesenkeliin. Lisäksi pääomasijoitusyhtiöt keräävät rahoituksen muilta institutionaalisilta sijoittajilta. Bisnesenkelit tekevät sijoituksia sen sijaan omalla omaisuudellaan.

Tutkimuksessa läpikäytiin lisäksi julkista rahoitusta ja esiteltiin sitä myöntäviä organisaatioita sekä niiden käyttämiä rahoitusmuotoja ja vaatimuksia rahoituksen myöntämiselle. Esitellyt organisaatiot olivat: Finnvera, Tekes, Sitra, ELY-keskukset ja Keksintösäätiö. Jatkossa Tekesin rooli tulee korostumaan, sillä aikomuksena on keskittää suurin osa Finnveran toiminnoista Tekesiin. Tätä perusteltiin kasvuyritysten rahoituksen hakemisen helpottamisella.

Teoriaosassa esiteltiin asymmetrinen informaatio, käsiteltiin yrityksen optimaalista pääomarakennetta ja läpikäytiin pääomarakenneteoriat eli signaalointiteoria, pecking order teoria ja trade-off teoria. Epäsymmetrisellä informaatiolla tarkoitetaan epätasaisesti jakautunutta informaatiota kohteesta eri osapuolten kesken. Tällöin yksi osapuoli tietää enemmän kuin toinen.

Pääomarakenneteorioista pecking order teoria ja signaalointiteoria pohjautuvat asymmetriseen informaatioon. Signaalointiteorian mukaan yrityksen valitsema pääomarakenne valitaan sen ulkopuolisille lähettämiin signaaleihin perustuen. Pecking order teorian perusajatus on sen sijaan, että yrityksellä on tietty järjestys, jossa rahoituslähteitä kannattaa käyttää. Teorian mukaan edullisin rahoitusmuoto yritykselle on sisäinen tulo-rahoitus ja kallein ulkoinen oma pääoma. Startup-yritysten kohdalla puhdas Pecking order teoria ei pitänyt paikkaansa. Startup-yrityksille kallein rahoitusmuoto oli ulkoinen vieras pääoma. Pääsyy ulkoisen vieraan pääoman käytön välttämiseen oli startup-yritysten tavoite hallita velkaantuneisuusasteidensa kasvua. Viimeisen pääomarakenneteorian eli Trade-off teorian perusajatus on, että yritys vertailee vieraan pääoman käytöstä aiheutuneita kustannuksia ja hyötyjä keskenään.

Teoriaosassa käsiteltiin lisäksi rahoitusmarkkinoilla esiintyviä ongelmia: päämies-agenttiongelmia, haitallista valikoitumista ja moraalikatoa. Päämies-agenttiongelmia syntyy, kun yrityksen johtaminen ja omistus erotetaan toisistaan. Päämies eli omistaja ei pysty valvomaan agentin eli toimivan johdon toimia kunnolla. Agentti ei tällöin välttämättä pyri maksimoimaan yrityksen arvoa. Haitallinen valikoituminen ja moraalikato liittyvät epäsymmetriseen informaatioon. Haitallinen valikoituminen kuvastaa tilannetta ennen transaktiota ja moraalikato tilannetta transaktion jälkeen.

Tutkimuksessa käytettiin tutkimusmenetelminä haastattelua ja tutkijan omaa päättelyä. Tutkimusmenetelmä valittiin sen etujen vuoksi. Tutkimustulokset perustuivat haastatteluun, tutkijan omaan päättelyyn ja muuhun aineistoon (artikkeleihin, kirjallisuuteen ja selvityksiin).

Pääongelmaa tarkasteltiin sekä yrittäjän, että sijoittajan näkökulmasta. Sijoittajan näkökulma sisälsi useita eri rahoittajien näkökulmia (pankin, bisnesenkelin ja pääomasijoittajan). Pankkien suurimmat haasteet startup-yritysten rahoittamisessa liittyvät yritysten vakuuksien ja takauksien puutteeseen. Ilman takausta/vakuutta lainaan sisältyvä riski saattaa kasvaa pankille liian suureksi.

Bisnesenkeleiden ja pääomasijoitusyhtiöiden yhteisiä startup-yritysten rahoittamiseen liittyviä haasteita ovat sijoituskohteen arvonmäärittäminen ja yrittäjän opportunistinen käyttäytyminen. Erityisesti pääomasijoitusyhtiöiden haasteita ovat kasvupotentiaalisten kohdeyritysten löytäminen, sijoituksesta irtaantuminen ja mahdollisimman suuren tuoton realisointi tulevaisuudessa, koska pääomasijoitusyhtiöt tekevät sijoituksia muiden sijoittajien rahoilla. Bisnesenkeleiden haaste on erityisesti hyvien sijoituskohteiden löytäminen. Bisnesenkelit vastaanottavat paljon erilaisia sijoitusehdotuksia yrittäjiltä. Kuitenkin hyvien

sijoituskohteiden löytösuhde on hyvin alhainen. Lopulta vain murto-osa rahoitusta hakeneista yrityksistä saa bisnesenkeleiltä rahoitusta.

Kysyntäpuolen haasteet liittyvät rahoitusinstrumenttien tuntemiseen ja hyvien kohdeyrityksien puuttumiseen. Yritysrahoituskyselyn perusteella pienet ja mikroyritykset eivät välttämättä tunteneet pääomasijoittajien (bisnesenkeleiden ja pääomasijoitusyhtiöiden) rahoitusinstrumentteja tarpeeksi hyvin, mikä saattoi estää yrityksiä hakemasta rahoitusta ulkopuoliselta sijoittajalta. Lisäksi erityinen haaste kysyntäpuolella on hyvien kohdeyritysten puuttuminen. Tämä saattaa johtua suomalaisten riskinottohalukkuuden puuttumisesta ja sen seurauksena yritysten pienemmästä määrästä.

Julkinen sektori voisi edistää startup-yritysten rahoittamista seuraavin keinoin: myöntämällä verokannustimia bisnesenkeleille, perustamalla Suomeen pörssin erityisesti pienemmille yrityksille ja tukemalla sekä edistämällä yksityistä rahoitusta. Yksityinen sektori voisi vastaavasti edistää startup-yritysten rahoittamista perustamalla enemmän aktiivisesti toimivia sijoittajaverkostoja (kuten FIBAN) ja erilaisia yrittäjille suunnattuja liiketoimintojen esittelypalveluja, joissa yrittäjät voisivat esitellä rahoittajille omia liikeideoitaan.

8.2 Johtopäätökset

Startup-yritysten rahoittamiseen liittyy monia merkittäviä haasteita, kuten tutkimuksesta on käynyt ilmi. Julkista rahoitusta yrityksille myöntäviä organisaatioita Suomesta näyttää löytyvän useampia. Yksityinen sektori ei ole kuitenkaan ainakaan vielä yhtä kunnostautunut startup-yritysten rahoittamisessa. Siitä huolimatta yksityinen sektori on tehnyt suuria panostuksia startup-yritysten rahoittamisen helpottamiseksi perustamalla muun muassa enkeliverkoston ja järjestämällä erilaisia liiketoimintojen esittelypalveluja yrittäjille ja sijoittajille. Suomesta on lisäksi ahkerasti lähdetty hakemaan oppia yrityksen perustamisesta ja rahoittamisesta ulkomailta muun muassa Yhdysvalloista.

Jatkotutkimuskysymykset voisivat käsitellä bisnesenkeliverkostojen toimintaa ja niiden vaikutuksia suomalaisten yritysten rahoitukseen. Lisäksi olisi mielenkiintoista tutkia mahdollisia muita keinoja, kuinka yksityinen ja julkinen sektori voisivat parantaa yritysten rahoitusmahdollisuuksia Suomessa. Julkisen sektorin mahdollisen verokannustimen vaikutusten tarkasteleminen olisi myös mielenkiintoinen tutkimuskohde.

LÄHDELUETTELO

Artikkelit:

Aernoudt, R. (1999a) Business Angels: should they fly on their own wings? *Venture Capital* 1, 2, 187-195.

Aernoudt, R. (1999b) European policy towards venture capital: myth or reality? *Venture Capital*, 1, 1, 47-57.

Akerlof, G. (1970) The Market for 'Lemons': Quality, Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488-500.

Avery, R. B., Bostic, R. W. ja Samolyk, K. A. (1998) The role of personal wealth in small business finance. *Journal of Banking & Finance*, 22, 1019-1061.

Berger, A. N. ja Udell, G. F. (2002) Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organizational structure. *Economic Journal* 112, F32-F53.

Berger, A. N. ja Udell, G. F. (2006) A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of Banking & Finance* 30, 2945-2966.

Brau, J. (2002) Do Banks Price Owner-Manager Agency Costs? An Examination of Small Business Borrowing. *Journal of Small Business Management*, 40, 4, 273-286.

Cassar, G. (2004) The financing of business start-ups. *Journal of Business Venturing*, 19, 261-283.

Colombo, M. G. ja Grilli, L. (2005) Start-up size: The role of external financing. *Economics Letters* 88, 243-250.

Denis, D. J. (2004) Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. *Journal of Corporate Finance* 10, 301-326.

Gompers, P., A (1996) Grandstanding in the Venture Capital Industry. *Journal of Financial Economics*, 42, 133-156.

Harding, R. (2000) Venture capital and regional development: towards a venture capital 'system'. *Venture Capital* 2, 4, 287-311.

Hyttinen, A. ja Toivanen, O. (2005) Do financial constraints hold back innovation and growth? Evidence on the role of public policy. *Research Policy* 34, 1385-1403.

Kanniainen, V. ja Keuschnigg, C. (2004) Start-up investment with scarce capital support. *Journal of Banking & Finance* 28, 1935-1959.

Lahti, T. (2004) The role of venture capital in filling the equity gap. Helsingin kauppakorkeakoulun Pienyrityskeskus, Mikkeli, Pienyrityskeskus, Mikkeli Business Campus Publications 40.

Lahti, T. (2011) Angel investing: an examination of the evolution of the Finnish market. *Venture Capital* 13, 2, 147-173.

Mason, C. M. ja Harrison, R. T. (2002) Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development*, 14, 271-287.

Nofsinger, J. R. ja Wang, W. (2011) Determinants of start-up firm external financing worldwide. *Journal of Banking & Finance* 35, 2282-2294.

Paul, S., Whittam, G. ja Wyper, J. (2007) The pecking order hypothesis: does it apply to start-up firms? *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 14, 1, 8-21.

Prowse, S. (1998) Angel investors and the market for angel investments. *Journal of Banking and Finance* 22, 785-792.

Ross, S. (1977) The determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.

Sohl, J. E. (2003) The U.S. angel and venture capital market: Recent trends and developments. *Journal of Private Equity* 6, 2, 7-17.

Sohl, J. (2008) The Angel Investor Market in 2008: A Down Year In Investment Dollars But Not In Deals. Center for Venture Research, March 26, 2008.

Sørheim, R. (2005) Business angels as facilitators for further finance: an exploratory study. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 12, 2, 178-191.

Stedler, H. ja Peters, H. (2002) Business angels in Germany: an empirical study. *Venture capital*, 5, 2003, 269-276.

Stein, J. C. (2002) Information production and capital allocation: Decentralized vs. hierarchical firms. *Journal of Finance* 57, 1891–1921.

Van Osnabrugge, M. (2000) A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis. *Venture Capital*, 2, 2, 91-109.

Wright, M., ja Robbie, K. (1996) Venture Capitalists, Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information. *Accounting and Business Research*, 26(2), 153-168.

Åstebro, T. ja Bernhardt I. (2003) Start-up financing, owner characteristics, and survival. *Journal of Economics and Business* 55, 303-319.

Kirjallisuus:

Brealey, R. A., Myers, S. C. ja Allen F. (2011) *Principles of Corporate Finance*, 10. painos, New York, McGraw-Hill/Irwin.

Hirsjärvi, S., Remes P. ja Sajavaara P. (2003) *Tutki ja kirjoita*, 6-9. painos, Helsinki, Tammi.

Hyytinen, A., ja M. Pajarinen, (2003) *Financial systems and venture capital in Nordic countries: A comparative study in Financial systems and firm performance, theoretical and empirical perspectives*, Helsinki, Yliopistopaino.

Knüpfer, S. ja Puttonen, V. (2006) *Moderni rahoitus*, 2. painos, Helsinki, WSOYpro.

Lahti, T. (2008) *Angel investing in Finland. Väitöskirja*. Helsinki, Hanken School of Economics. *Ekonomi och Samhälle* 191.

Lainema, M. (2011) *Enkeleitä, onko heitä?* Helsinki, Denali.

Lauriala, J. (2004) *Pääomasijoittaminen*, Helsinki, Edita Publishing Oy.

Lumme, A., C. M. Mason, ja M. Suomi, (1998) *Informal venture capital: Investors, investments and policy issues in Finland*. Boston, Kluwer Academic Publishers.

Mishkin, F. S. ja Eakins, S. G. (2012) *Financial Markets and Institutions*, 7. painos, Harlow, Pearson Education.

Niskanen, J. ja Niskanen, M. (2010) *Yritysrahoitus*, 6. painos, Helsinki, Edita Publishing Oy.

Ross, S. A., Westerfield, R. W. ja Jaffe J. (2008) Corporate Finance, 8. painos, New York, McGraw-Hill/Irwin.

Van Osnabrugge, M. ja Robinson, R. (2000) Angel Investing: Matching Start-up Funds with Start-up Companies – The Guide for Entrepreneurs, Individual Investors, and Venture Capitalists. San Francisco, Jossey-Bass Inc.

Muut:

Finnish business angels network, FIBAN (2012a) Bisnesenkeli – yksityinen kasvuyrityssijoittaja [verkkodokumentti]. [Viitattu 13.10.2012]. Saatavilla <https://www.fiban.org/bisnesenkeli>

Finnish business angels network, FIBAN (2012b) About Finnish Business Angels Network [verkkodokumentti]. [Viitattu 28.11.2012]. Saatavilla <https://www.fiban.org/about>

Finnvera (2012) Tuotteet [verkkodokumentti]. [Viitattu 26.11.2012]. Saatavilla <http://finnvera.fi/Tuotteet>

Elinkeinoelämän Keskusliitto EK, Finanssialan Keskusliitto, Finnvera Oyj, Suomen Pankki, Suomen Yrittäjät ja työ- ja elinkeinoministeriö (2012) Yritysrahoituskysely 2012 [raportti]. [Viitattu 6.11.2012]. Saatavilla http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/selvitykset_ja_raportit/rahoituskyselyt/Documents/YRK_2012/index.html

Helsingin kauppakorkeakoulu ja Veraventure Oy, (2009) Yksityissijoittajatutkimus [verkkodokumentti]. [Viitattu 4.11.2012]. Saatavilla <http://www.finnvera.fi/Finnvera3/Uutiset/%28newsid%29/1218>

Jaakkola, J. (2012) Startup-yrityksiä nousee kiihtyvää vauhtia - myös rahoitusta löytyy. YLE uutiset, 28.8.2012, [verkkouutinen]. [Viitattu 2.10.2012]. Saatavilla http://yle.fi/uutiset/startup-yrityksia_nousee_kiihtyvaa_vauhtia_-_myos_rahoitusta_loytyy/6273094

Koistinen, K. (2012) Sijoittaja ei löydä aloittelevia yrityksiä. Helsingin Sanomat 26.11.2012, talous-osa.

- Puttonen, V. ja Kähönen, H. (2010) Julkisen kasvurahoituksen ja yritystukijärjestelmien kehittäminen [verkkodokumentti]. [Viitattu 2.10.2012]. Saatavilla https://www.tem.fi/files/27529/Puttosen_selvitysmiesraportti.pdf
- Sitra (2011a) Sitra rahoittajana [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.11.2012]. Saatavilla <http://www.sitra.fi/rahoitus?type=article#content-feed-block>
- Sitra (2011b) Rahastosijoitukset – kansainvälistä tietoa ja kestävän hyvinvoinnin edistämistä. [verkkodokumentti]. [Viitattu 26.11.2012]. Saatavilla <http://www.sitra.fi/rahastosijoittaminen>
- Sitra (2011c) Rahoitus hankkeisiin [verkkodokumentti]. [Viitattu 26.11.2012]. Saatavilla <http://www.sitra.fi/rahoitus-hankkeisiin>
- Sitra (2011d) Kestävää hyvinvointia edistävää liiketoimintaa [verkkodokumentti]. [Viitattu 26.11.2012]. Saatavilla <http://www.sitra.fi/yritysrahoitus>
- Suomen pääomasijoitusyhdistys FCVA ja PriceWaterhouseCoopers (2006) Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun. [verkkodokumentti]. [Viitattu 26.11.2012]. Saatavilla http://fvca.fi/files/12/FVCA_opas_2006.pdf
- Suomen pääomasijoitusyhdistys FCVA, (2012) Mitä pääomasijoittaminen on? [Verkkodokumentti]. [Viitattu 4.11.2012]. Saatavilla <http://www.fvca.fi/yrittajalle>
- Suomen pääomasijoitusyhdistys FCVA, (2012) Pääomasijoittaminen Suomessa H1/2012 [verkkodokumentti]. [Viitattu 23.11.2012]. Saatavilla http://www.fvca.fi/files/612/Kalvot_12H1_fi_20120827.pdf
- Suomen Yrittäjät, (2012) Yritystoiminnan kehittämisen rahoitusmahdollisuudet [verkkodokumentti]. [Viitattu 4.11.2012]. Saatavilla <http://www.yrittajat.fi/fi-FI/verotjarahat/rahat/rahoitussuunnittelu/>
- Tekes, (2012) Alkavien kasvuyritysten pääomasijoitukset siirtyvät Finnveralta Tekesiin [uutinen]. [Viitattu 10.11.2012]. Saatavilla <http://www.tekes.fi/fi/community/Uutiset/404/Uutinen/1325?name=Alkavien+kasvuyritysten+paaomasijoitukset+Finnveralta+Tekesiin>
- Työ- ja elinkeinokeskus (2007) Rahoitus [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.10.2012]. Saatavilla <http://www.te-keskus.fi/Public/?nodeid=10544&area=7651>

Työ- ja elinkeinokeskus (2012a) Yrityksen kehittämisavustus [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.10.2012]. Saatavilla <http://www.te-keskus.fi/Public/?nodeid=11552&area=7651&lang=1>

Työ- ja elinkeinokeskus (2012b) Valmistelurahoitus pk-yrityksille [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.10.2012]. Saatavilla <http://www.te-keskus.fi/Public/?nodeid=16660&area=7651&lang=1>

Valtioneuvoston kanslia (2011) Pääministeri Jyrki Kataisen hallituksen ohjelma [verkkodokumentti]. [Viitattu 2.10.2012]. Saatavilla <http://valtioneuvosto.fi/hallitus/hallitusohjelma/pdf/fi.pdf>

Haastattelu:

Bisnesenkeli. (2012) Yksityisen riskisijoittajan lomakehaastattelu.

Liite lomakekysymykset enkelisijoittaja

Taustatiedot:

1. Mikä on tämänhetkinen työnne tai positionne?
2. Mikä on koulutustaustanne?
3. Oletteko aikaisemmin toimineet yrittäjänä?
4. Jos olette, montako yritystä olette perustaneet tai olleet perustajatiimissä?
5. Kuinka kauan olette toimineet enkelisijoittajana?

Sijoittamistanne listaamattomista kohdeyrityksistä yleisesti:

1. Minkä toimialan/toimialojen yrityksiin sijoitatte?
2. Onko teillä ollut kokemusta (työn tai muun toiminnan kautta) sijoittamienne yritysten toimialalta/toimialoilta?
3. Kuinka vanhoihin yrityksiin sijoitatte keskimäärin? (valitkaa yksi vaihtoehto)
a.) < 6kk b.) 6-12kk c.) 12-24kk d.) 2-3 vuotta e.) 3 vuotta <
4. Kuinka paljon olette enintään valmiita sijoittamaan yhteen kohdeyritykseen (%) sijoitusportfolionne arvosta? (valitkaa yksi vaihtoehtoista)
a.) 0-25% b.) 25-50% c.) 50%<
5. Mitkä ovat tärkeimmät sijoituskriteerinne eli mihin kiinnitätte eniten huomiota sijoitusta tehdessänne?
6. Kuinka monessa listaamattomassa yrityksessä teillä on sijoituksia tällä hetkellä?
7. Kuinka suureen omistusosuuteen (%) pyritte sijoitusta tehdessänne ja mitkä tekijät vaikuttavat %-omistusosuuteen?
a.) 0-25% b.) 25-50% c.) 50%<

8. Onko sijoittamillanne yrityksillänne pääosin valmis liikeidea vai onko tuotteen/palvelun kehitys vielä suunnittelutasolla?

Investointikohteiden löytäminen:

1. Montako sijoituskohdetta tietoisuuteenne tulee keskimäärin vuodessa? (valitkaa yksi vaihtoehto)

a.) 0-5 b.)5-15 c.)15-30 d.) 30<

2. Mitä kautta olette löytäneet kohdeyrityksenne?

3. Kuinka helpoksi/vaikeaksi koitte kohdeyritystenne löytämisen?

4. Mitkä tekijät mielestänne helpottivat tai vaikeuttivat kohdeyritystenne löytämistä?

Pre-investment/ Due diligence -prosessi

1. Mitä arvonmääritystekniikoita käytätte kohdeyrityksenne arvonmäärittämisessä?

2. Mitä erilaisia informaatiolähteitä käytätte kohdeyrityksenne evaluoinnissa?

3. Oletteko käyttäneet ulkopuolisia asiantuntijoita Due diligence –prosessissa? Jos niin, keitä? (valitkaa yksi tai useampi vaihtoehto)

a.) tilintarkastajia b.) asianajajia c.) pankkia d.) muita:

4. Onko ulkopuolisten asiantuntijoiden käytöstä ollut hyötyä? Jos niin miten?

5. Jos olette käyttäneet ulkopuolisia asiantuntijoita Due diligence –prosessissa, jäikö mielestänne osa kohdeyrityksenne tiedoista epäselväksi? Jos niin mitkä?

6. Mihin tekijöihin kiinnitätte erityisesti huomiota tehdessänne sijoituspäätöstä?

7. Kiinnitättekö mahdollisissa sijoituskohteissanne huomiota taloudellisiin tunnuslukuihin, jos niin mihin?

8. Mitkä koette suurimmiksi haasteiksi Due diligence –prosessissa?

Investoinnin monitorointi / valvonta

1. Kuinka valvotte sijoituksienne käyttöä kohdeyrityksissä?
2. Oletteko käyttäneet sopimuskovenantteja kohdeyrityksissänne? Jos niin minkälaisia?
2. Kuinka useasti pidätte yhteyttä kohdeyrityksiinne ja millä tavoin pidätte yhteyttä sijoittamiinne yrityksiin?
3. Osallistuttekko sijoittamienne yritysten toimintaan muilla tavoin? Jos niin, kuinka?
4. Kuinka arvioitte sijoituksienne taloudellista tilaa?
5. Käytättekö joitain taloudellisia tunnuslukuja sijoituksenne taloudellisen tilan arviointiin? Jos niin mitä?

Exit

1. Kuinka pitkään suunnittelette keskimäärin pysyvänne yrityksen enkelisijoittajana? (valitkaa yksi vaihtoehto)
a.) 1-3 vuotta b) 3-7 vuotta c.) 7-10 vuotta d.) 10 vuotta tai enemmän

Muut rahoituslähteet:**A. Julkinen rahoitus**

1. Ovatko sijoittamanne kohdeyrityksenne käyttäneet julkista rahoitusta?
2. Onko julkisesta rahoituksesta ollut mielestänne hyötyä kohdeyrityksellenne ja millä tavalla?
3. Miten mielestänne valtio voisi tukea enemmän enkelisijoittamista?
4. Millainen vaikutus sijoitusten verovähennysoikeudella olisi tekemienne sijoitusten määrään?
5. Mitä muita rahoituslähteitä sijoittamanne kohdeyritykset ovat käyttäneet?

B. Muut

6. Oletteko tehneet sijoituksia kohdeyrityksiinne pääosin:

a.) yksin b.) muiden bisnesenkeleiden kanssa c.) pääomasijoitusyritysten kanssa

d.) pääomasijoitusyritysten ja muiden bisnesenkeleiden kanssa. e.) pankkien

7. Jos olette tehneet sijoituksia kohdeyritykseen muiden sijoittajien kanssa, mitä hyötyjä/haittoja siitä on mahdollisesti ollut?

8. Koetteko muiden sijoittajien mukanaolon yrityksen arvoa kasvattavaksi tekijäksi? Jos niin millä tavoin?