



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

**Lappeenrannan teknillinen yliopisto**

Kauppakorkeakoulu

Talousjohtaminen

## **Pääomasijoittamisen vaikutus yritysten menestymiseen**

**Venture Capital and its affect on companie's success**

**2.6.2015**

Sonja Wickström

## Sisällysluettelo

1	Johdanto .....	2
1.1	Tutkielman tavoite ja tutkimuskysymykset.....	3
1.2	Tutkimusmenetelmä ja aineisto .....	4
1.3	Tutkielman rajaus .....	5
1.4	Tutkielman rakenne .....	5
2	Pääomasijoittaminen.....	7
2.1	Pääomasijoittajat.....	9
2.1.1	Pääomasijoitusyritykset.....	10
2.1.2	Yritysten pääomasijoittaminen .....	11
2.1.3	Yritysosot .....	12
2.1.4	Bisnesenkelit.....	13
2.1.5	Bisnesenkeliryhmät .....	14
2.1.6	Julkinen pääomasijoittaminen .....	14
2.2	Sijoituspäätöksen tekeminen.....	15
2.3	Pääomasijoittamisen kehittyminen historiassa .....	17
2.4	Pääomasijoittamisen haasteet.....	18
2.4.1	Pääomasijoittajan haasteet .....	19
3	Pääomasijoittamisen vaikutukset yrityksiin.....	22
4.1	innovaatiot ja patentit .....	23
4.2	työntekijät .....	29
4.3	Taloudellinen menestyminen.....	33
4	Johtopäätökset.....	39

Liite I. Taulukko artikkeleista

## 1 Johdanto

Mikä yhdistää Supercelliä, Roviota, Applea, Microsoftia, Ebayta ja Amazon.com:ia? Huiman menestyksen lisäksi yrityksiä yhdistää pääomasijoittaminen. Edellä mainittujen yritysten kasvamisen ja kansainvälistymisen on mahdollistanut niiden saamat pääomasijoitukset.

Tämän kandidityön aihe sai alkunsa kirjoittajan mielenkiinnosta pääomasijoittamiseen. Kirjoittaja näkee sen mielenkiintoisena sijoittamisvaihtoehtona perinteisen osakkeisiin sijoittamisen sijasta. Niin monet menestyvät yritykset ovat saaneet mahdollisuuden kasvaa pääomasijoittamisen ansiosta. Pääomasijoittaminen on myös mielenkiintoinen tapa seurata sijoitetun yrityksen kasvua. Pääomasijoittamisessa riskit ovat suuret ja harvasta yrityksestä tulee menestyjä, mutta silti mahdollisuus suuriin voittoihin houkuttaa.

Menestyvätkö pääomasijoitetut yritykset kilpailijoitaan paremmin? Vaikuttaako pääomasijoittaminen yritysten myyntiin ja tuottoihin? Entä kasvavatko pääomasijoitetut yritykset työllisyydellä mitattuna ei-pääomasijoitettuja yrityksiä nopeammin?

Tämän työn tarkoituksena on vastata yllä oleviin kysymyksiin. Pääomasijoittamista ja sen vaikutuksia yritysten menestymiseen on tutkittu paljon. Tämän työn tarkoituksena on kerätä näiden tutkimusten tuloksia yhteen ja sitä kautta oppia uutta.

Tämä kandidaatin tutkielma tarkastelee pääomasijoittamista yleisesti sekä tutkii pääomasijoittamisen vaikutusta yrityksiin. Tutkimus kertoo, mitä pääomasijoittaminen on sekä ketkä sitä tekevät ja miksi. Tutkimus selittää myös syy-seuraus-suhteita sekä sitä, miten pääomasijoitetut yritykset eroavat ei-pääomasijoitetuista yrityksistä eri osa-alueilla.

Pääomasijoittaminen kohdistuu lähtökohtaisesti pieniin kasvuyrityksiin ja tässä tutkielmassa pyritään löytämään niitä tekijöitä, jotka osoittavat, että pääomasijoittaminen voi luoda pienille yrityksille paljon lisäarvoa mahdollistaen nopean kasvun ja kehittää yrityksen toimintaa luottamusta herättävällä ja tehokkaalla tavalla.

Pääomasijoittamista ei ole tutkittu kovinkaan paljon Suomessa, ja suurin osa tutkimuksista on Suomen pääomasijoitusyhdistyksen (FVCA) toimeksiantoja. Myös Euroopan pääomasijoitusyhdistys (EVCA) teettää paljon tutkimuksia pääomasijoittamisen vaikuttavuudesta. Eri pääomasijoitusyhdistysten ja -yritysten teettämät tutkimukset voivat olla puolueellisia. Tämän takia olisi hyvä, että aiheesta olisi enemmän riippumattomia tutkimuksia.

Tutkimus on hyvin ajankohtainen. Kesäkuun alussa 2015 Suomen pääomasijoitusyhdistys raportoi kaikkien aikojen pääomasijoitusennätyksestä. Vuoden 2015 ensimmäisellä kvartaalilla Suomalaiset yritykset saivat 466 miljoonaa euroa pääomasijoituksia. Tämä on melkein 20-kertaa enemmän kuin edellisenä vuonna ja melkein 100 miljoonaa euroa suurempi kuin aikaisempi ennätys. Ulkomailta sijoituksia Suomeen tehtiin yhteensä 310 miljoonalla eurolla, kun edellisen vuoden vastaava summa oli 16 miljoonaa euroa. Suomi on selvästikin nostanut päätään ulkomaalaisten sijoittajien silmissä. Toivottavasti ulkomaalaiset sijoittajat löytävät Suomalaiset yritykset myös jatkossakin! (FVCA, 2015b)

Pääomasijoittaminen on ajankohtainen aihe myös joukkorahoitusta ajatellen. Joukkorahoitus on Suomessa vahvasti kasvava trendi. Monesti joukkorahoitus poikii yritykselle ensimmäisen pääomasijoituksen, mikä mahdollistaa yritykselle nopean kasvun. (Mustonen, 2015)

## **1.1 Tutkielman tavoite ja tutkimuskysymykset**

Tutkielman tavoitteena on luoda selkeä kuva pääomasijoittamisen vaikutuksesta yrityksiin. Tutkimuksen tavoitteena on selvittää miten pääomasijoittaminen vaikuttaa yrityksiin. Erityisesti tässä tutkimuksessa tutkitaan pääomasijoittamisen vaikutusta yritysten innovatiivisuuteen, työllisyyteen ja taloudelliseen menestymiseen. Tutkimuksesta voi hyötyä niin yritykset, rahoittajat, tutkijat ja miksei kuka tahansa asiasta kiinnostunut.

Tutkimuskysymys on, miten pääomasijoittaminen vaikuttaa yrityksiin? Kandytyössä tutkitaan, pärjäävätkö pääomasijoitetut yritykset paremmin kuin ei pääomasijoitetut yritykset kolmella osa-alueella; innovatiivisuus, työllisyys sekä taloudellinen menestyminen.

## **1.2 Tutkimusmenetelmä ja aineisto**

Työ on luonteeltaan kirjallisuuskatsaus. Tutkielmaa tehdessä on käyty läpi useita kymmeniä tieteellisiä artikkeleita ja tähän työhön on tiivistetty artikkeleiden tärkeimmät löydökset. Kirjallisuuskatsauksen tarkoituksena on käsitellä aluetta laaja-alaisesti ja yhdistää olemassa olevaa tietoa sekä sitä kautta oppia uutta.

Pääomasijoittamisesta on tehty todella paljon tutkimuksia, mutta tässä työssä keskitytään vain sellaisiin tutkimuksiin, joissa on tutkittu pääomasijoittamisen vaikutusta yritysten menestymiseen, innovatiivisuuteen ja työllisyyteen.

Tiedonhaku aloitettiin lukemalla Suomalaiset tutkimukset, joissa on mitattu pääomasijoittamisen yhteyttä yrityksen menestymiseen. Hakua jatkettiin perehtymällä artikkeleiden lähdeluetteloihin ja poimimalla sieltä olennaisimmilta tuntuvat lähteet. Tämän jälkeen tutkittiin näiden artikkelien lähdeluettelot ja tätä jatkettiin niin kauan, kunnes huomattiin, että samat artikkelit alkavat toistua.

Tutkimukseen ei kuulu itse tehtyä empiiristä tutkimusta, mutta työssä käsitellään artikkeleita, jotka sisältävät kysely- ja tapaustutkimusta. Sitä kautta työssä on välillisesti mukana myös empiiristä tutkimusta.

### **1.3 Tutkielman rajaus**

Pääomasijoittamista on tutkittu hyvin paljon viimeisten vuosikymmenien aikana. Tutkimus piti rajata hyvin kapeaksi, sillä artikkeleita aiheesta löytyy loputtomiin. Työ on rajattu koskemaan vain Eurooppaa ja Yhdysvaltoja vuosina 2005-2014. Työstä on rajattu pois pääomasijoittamisen vaikutus kansantalouteen ja verotukseen. Nämä aiheet olisivat olleet kirjoittajan mielestä todella mielenkiintoisia, mutta ne täytyi rajata pois työn koon vuoksi.

Työn laajuttaa rajatessa piti keskittyä vain oleellisiin artikkeleihin. Rajasin tutkimuksiin vain sellaiset artikkelit, jotka koskivat joko yritysten menestymistä, innovatiivisuutta tai työllisyyttä. Siltikin tutkimustuloksia oli liikaa. Lopuksi rajasin työn koskemaan vain sellaisia artikkeleita, jotka toistuivat muiden artikkeleiden lähdeluetteloissa.

### **1.4 Tutkielman rakenne**

Tutkielman ensimmäinen kappale on Johdanto, jossa kerrotaan syyt tutkielman tekemiselle, tutkimuskysymykset, tutkielman tavoite, tutkimusmenetelmä ja aineiston keruu sekä tutkimuksen rakenne. Ensimmäisessä tekstikappaleessa kerrotaan lukijalle yleistä tietoa pääomasijoittamisesta. Siinä kerrotaan, mitä pääomasijoittaminen on ja millä tavoin pääomasijoittajat vaikuttavat sijoittamiinsa yrityksiin.

Pääomasijoittamisen eri muotoja on pyritty avaamaan kaaviolla ja lisäksi tekstissä kerrotaan jokaisesta eri sijoitusmuodosta erikseen. Sen jälkeen kerrotaan, miten sijoitusprosessi etenee. Siinä käydään läpi, miten sijoittaja valitsee yrityksiä ja miten näiden yritysten kanssa edetään. Lopuksi käydään läpi erilaisia irtautumisvaihtoehtoja. Sen jälkeen käydään lyhyesti läpi pääomasijoittamisen historiaa ja kehittymistä. Lopuksi vielä käydään läpi pääomasijoittamisen erilaisia haasteita.

Kolmannessa kappaleessa kerrotaan, miten pääomasijoittajat vaikuttavat sijoittamiinsa yrityksiin. Tämän jälkeen tutkitaan tarkemmin, miten tämän työn tutkimusotoksessa

pääomasijoittaminen vaikuttaa yritysten innovatiivisuuteen, työllisyyteen sekä yhtiysten taloudelliseen menestymiseen. Näissä kaikissa kohdissa käydään ensimmäiseksi läpi, mitä tutkimustulokset ovat osoittaneet Suomesta. Sen jälkeen tutkitaan, mitä tuloksia on tullut Euroopasta ja Yhdysvalloista. Lopuksi näitä tuloksia vertaillaan keskenään.

Viimeisen kappaleen eli johtopäätöksien tarkoituksena on tiivistää tutkimuksen tulokset. Siinä kerrotaan, mitä ollaan tutkittu ja minkälaisia tuloksia ollaan saatu. Kappaleessa käydään myös läpi tutkimusongelmat ja vastaukset niihin. Tämän jälkeen analysoidaan, mitä merkitystä tämän työn tuloksilla on. Lopuksi käydään vielä läpi jatkotutkimusaiheita.

## 2 Pääomasijoittaminen

*"Pääomasijoittaminen on sijoitusten tekemistä sellaisiin julkisesti noteeraamattomiin yrityksiin, joilla on hyvät kehittymismahdollisuudet. Pääomasijoittaja ei ole pysyvä omistaja vaan pyrkii irtaantumaan yrityksestä sovitun suunnitelman mukaisesti. Pääomasijoitukset tehdään ensisijaisesti oman pääomanehtoisina sijoituksina tai välirahoituksena. Pääomasijoittajan tarkoituksena on tarjotun lisäarvon myötä edistää yrityksen arvonnousua. Arvonnousu realisoidaan irtaantumisvaiheessa, jolloin pääomasijoitusyhtiö luopuu osuudestaan kohderyityksessä. Pääomasijoittajan tuoma lisäarvo liittyy yleensä - rahoituksen lisäksi - strategioiden luomiseen, rahoituksen kokonaisjärjestelyihin, hallitustyöskentelyyn, budjetointiin, markkinointiin, johtamisjärjestelmien kehittämiseen ja toimialatuntemukseen. Pääomasijoittajan mukanaolo lisää yrityksen uskottavuutta sen muihin sidosryhmiin nähden ja parantaa myös muun rahoituksen saamisen mahdollisuutta. Lisäksi kohdeyrityksen käytettävissä on pääomasijoittajan kotimainen ja kansainvälinen yhteysverkko."* Näin Suomen pääomasijoitusyhdistys FVCA määrittelee pääomasijoittamisen. (FVCA, 2015a)

Pääomasijoittaminen tarkoittaa sijoittamista yrityksiin, joilla on hyvät kasvumahdollisuudet. Tavoitteena on auttaa yrityksiä menestymään hyvällä monitoroinnilla ja erilaisilla neuvonta-avulla. Suomessa pääomasijoittaminen on suhteellisen uusi toimiala, etenkin verrattuna Yhdysvaltoihin. (Alén, 2012)

Pääomasijoitus tarkoittaa keskipitkän aikavälin rahoitusta, joka annetaan alku- tai kasvuvaiheessa oleviin yrityksiin. Yleensä pääomasijoittajat saavat sijoitustaan vastaan osakeomistuksia tai muita ehtoja, joilla he pystyvät vaikuttamaan yrityksen strategiaan päätöksiin. Sijoitusten tarkoituksena on yleensä innovaatioiden tuotteistaminen, tuotteiden kehittäminen tai yrityskauppojen rahoittaminen. Gompers ja Lerner (2001) sanovat, että pääomasijoittamisesta on tullut merkittävä osa rahoitusmarkkinoita. Pääomasijoittajat rahoittavat yrityksiä, joilla on hankaluuksia saada muualta rahoitusta. Nämä yritykset ovat yleensä nuoria, hyvin epävarmassa tilanteessa olevia ja ovat usein toimialoilla, jotka muuttuvat hyvin nopeasti. (FCVA, 2002)



Meyer (2010) toteaa, että pääomasijoittaminen on tärkeä ammatillinen rahan lähde innovatiivisille kasvuyrityksille. Uusien innovatiivisten yritysten tärkeys yhteiskunnalle on kiistatonta. Ne ovat yleensä ensimmäisenä luomassa uusia tekniikoita tekemällä niistä onnistuneita uusia tuotteita. Ei ole sattumaa, että tämän päivän johtavat IT- ja internetyritykset (esimerkiksi Google, Skype ja Baidu) ovat tai ovat olleet pääomasijoitettuja (Metrick ja Yasuda, 2010).

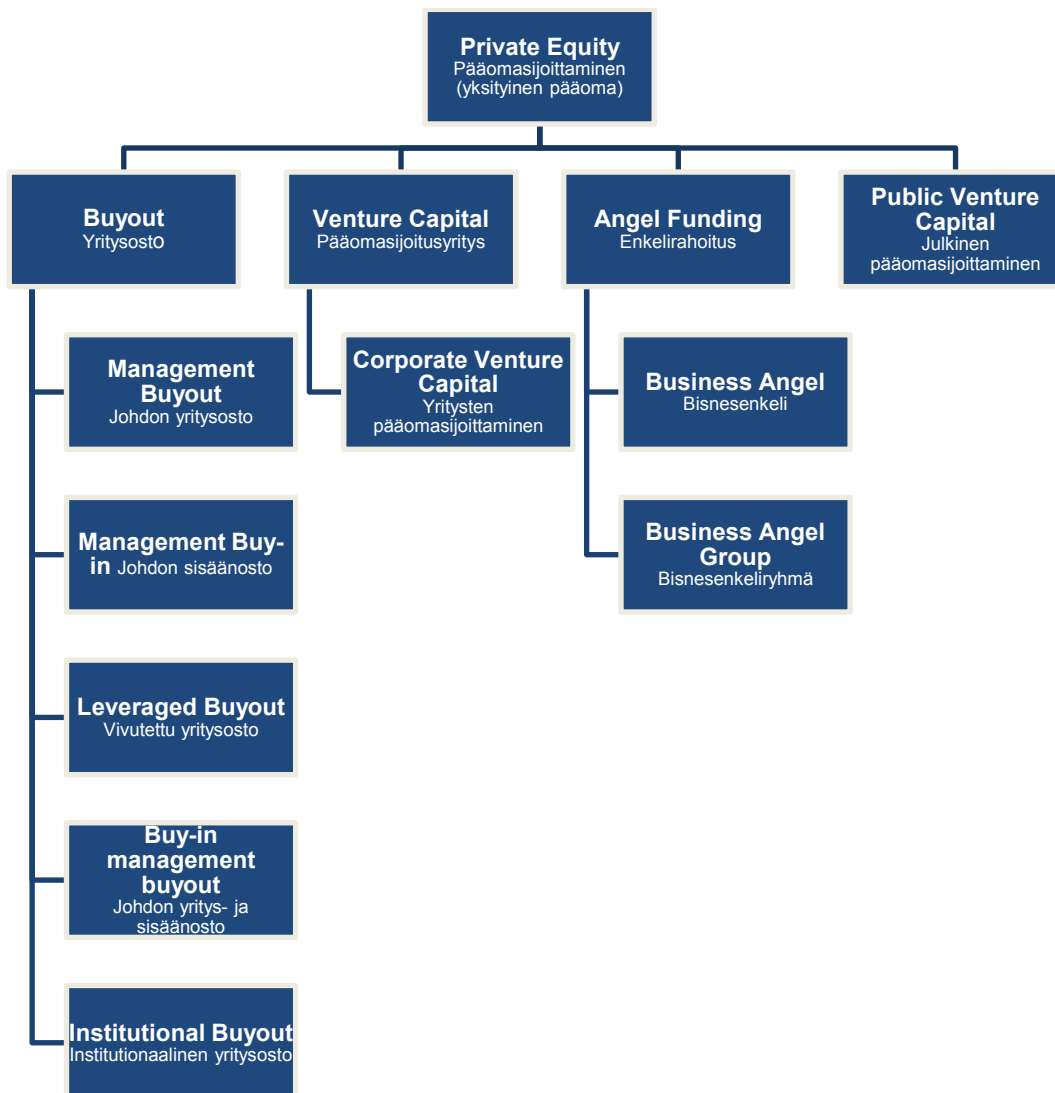
Pääomasijoitukset ovat oman pääoman ehtoisia, usein osakkeiden merkitsemistä. Joissakin tapauksissa käytetään muitakin rahoitusmuotoja, kuten esimerkiksi vaihtovelkakirjoja tai välirahoitusinstrumentteja. Normaalisti pääomasijoituksen määrä on 100 000 ja 5 000 000 euron välillä. Useimmiten yrittäjä omistaa suurimman osan yhtiöstä ja pääomasijoittaja on vain vähemmistöomistaja. (FVCA, 2015a) Bisnesenkeleiden sijoituksen määrä on yleensä 10 000-150 000 euroa (Suomen Bisnesenkelit ry, 2000).

Monet lähteet (esim. FVCA ja PWC 2006, FVCA 2002, Cumming 2008, Denis 2004, Metrick ja Yasuda 2010) kertovat, että pääomasijoittajat eivät ole yrityksessä mukana vain sijoittamallaan rahalla, vaan myös esimerkiksi yrityksen hallituksessa, päivittäisessä päätöksenteossa, lisärahoituksen hankkijana sekä asiantuntijoina. Pääomasijoittajan tuoma lisäarvo ja asiantuntemus kohdistuvat pääasiassa hallitustyöskentelyyn, strategioiden kehittämiseen, rahoituksen järjestelyihin sekä johtamisjärjestelmien kehittämiseen. Pääomasijoittajan mukanaolo viestii yrityksen sidosryhmille vahvasta ja uskottavasta kumppanista. Pääomasijoitukset voidaan tehdä oman pääomanehtoisina tai välipääomarahoituksena, ja sijoitukset ovat määräaikaista (PWC, FCVA 2006). Pääomasijoittajan tarkoitus ei ole jäädä yritykseen loppuajaksi, vaan hän pyrkii irtautumaan yrityksestä noin 2-5 vuoden kuluessa. Kohdeyrityksen tuotot realisoituvat vasta kun pääomasijoittaja irtautuu yrityksestä. Irtautuminen tapahtuu useimmiten yrityskaupalla, yrityksen listautuessa pörssiin, takaisinostolla tai huonoimmassa tapauksessa alaskirjauksella. (FVCA, 2002)

Pääomasijoittajan mukana olo antaa ulkopuolisille vahvemman ja uskottavamman kuvan yrityksestä, mikä taas auttaa työntekijöiden ja muiden sidosryhmien hankkimisessa. Yrittäjän näkökulmasta pääomasijoittaja voi olla muihin rahoittajiin verrattuna huono

vaihtoehto päätösvallan kannalta sekä siltä osin, että fokus siirtyy enemmän lukuihin ja tuottoihin. (Meyer, 2010)

## 2.1 Pääomasijoittajat



Kuvio 1. Pääomasijoittamisen eri muodot

Tässä työssä pääomasijoittamisella tarkoitetaan yksityistä pääomaa (Private Equity). Sillä tarkoitetaan kaikkea pääomasijoittamista. Seuraavaksi tarkastellaan pääomasijoittamisen eri muotoja.

### **2.1.1 Pääomasijoitusyritykset**

Metrick ja Yasuda (2011) kuvaavat pääomasijoittajan viisi tunnuspiirrettä,:

1. Pääomasijoittaja on sijoitusten välittäjä, joka sijoittaa sijoittajiensa pääomia suoraan portfolion yhtiöihin
2. Pääomasijoittaja sijoittaa vain yksityisiin yrityksiin. Tämä tarkoittaa sitä, että kun sijoitus on tehty, ei yrityksen osakkeilla voi tehdä julkista kauppaa.
3. Pääomasijoittajalla on aktiivinen rooli yrityksen monitoroinnissa ja auttamisessa.
4. Pääomasijoittajan ensimmäinen tavoite on maksimoida voittonsa irtaantuessaan investoinnista joko yrityksen myynnissä tai yrityksen siirtyessä julkisen kaupankäynnin kohteeksi.
5. Pääomasijoittaja sijoittaa yrityksen sisäiseen kasvuun.

Pääomasijoitusyhtiöt voivat olla yksityisiä tai julkisia pääomasijoitusyhteisöjä. Yksityisissä yhteisöissä enemmistön yrityksestä omistavat pankki, suuryritys, johto, henkilöstö, sijoitusyritys tai muu henkilö, joka edustaa yksityistä pääomaa. Julkisissa pääomasijoitusyhteisöissä enemmistön omistavat kunta, kaupunki, valtio tai jokin muu taho, joka edustaa julkisia varoja. (FVCA, 2009)

Mason ja Harrison (2002) toteavat, että pääomasijoittajat ovat sijoittamisen ammattilaisia ja he tekevät sitä työkseen. Pääomasijoitusyhtiöt saavat rahansa suurimmaksi osaksi eläkerahastoista, pankeista ja vakuutusyhtiöistä. Heillä on vastuullaan sijoittaa asiakkaiden rahoja tietyllä aikavälillä. Pääomasijoitusyhtiöiden työntekijät tekevät siis päätökset puhtaasti taloudellisesta näkökulmasta; rahoille on saatava tuottoa. Heidän tulee lisäksi aina esittää ”sijoitusten ansiolista”, jotta he saavat lisää rahoitusta asiakkailtaan. Mielestäni tässä tulee esille tärkeä ero ammatti-

investoijien sekä bisnesenkeleiden välillä; pääomasijoitusyhtiöiden työntekijät tekevät sijoittamista työkseen ja ansaitakseen elantonsa, kun taas bisnesenkelit sijoittavat, koska he voivat ja haluavat, joten heidän motivaationsa kumpuaa syvemmältä.

### **2.1.2 Yritysten pääomasijoittaminen**

Corporate Venture Capital tarkoittaa yritysten harjoittamaa pääomasijoittamista. Yritykset sijoittavat pieniin kasvuyrityksiin strategisista tai teknologisista syistä. Strateginen syy voi olla esimerkiksi isomman markkinaosuuden saaminen, myynnin lisääminen, tuoton lisääminen tai asiakaskunnan laajentaminen. Teknologinen syy voi olla yrityksen tarve uudesta osaamisesta, jota he eivät ole pystyneet luomaan tuotekehityksen kautta. (Heikkilä, 1994)

Chesbrough (2002) määrittää Corporate Ventur Capital:in yrityksen varoilla tehtäväksi start up:ien rahoittamiseksi. Se voi tarkoittaa myös sellaisten start up:ien ostamista, jotka yritys on laittanut alulle omana erillisenä yksikkönään. Hän toteaa, että Corporate Venture Capital:ia määrittävät objektiiviset syyt ja se taso, johon investoivan yrityksen ja start up:in toiminnat ovat linkitetty. Chesbrough (2002) perustelee yrityksen pääomasijoittamisen tavoitteet strategisilla ja rahallisilla syillä. Strategisia syitä ovat yrityksen myynnin ja tuoton lisääminen. Strateginen syy voi olla myös vanhan ja uuden yrityksen yhteisvaikutusten löytämistä ja hyväksikäyttöä. Toinen sijoittamisen peruste on rahalliset syyt. Tämä tarkoittaa, että yritys havittelee pääasiassa vain muhkeita tuottoja. Yritys pyrkii saamaan hyviä tuottoja sijoittamalla paremmin kuin pääomasijoittajat. Yritys ajattelee, että sillä on parempi tietämys markkinoista ja teknologioista, sillä on tukenaan vahva tase ja yritys pystyvät sijoittamaan pitkäjänteisesti. Yritys voi myös ajatella, että jo olemassa olevan yrityksen vahvan brändin myötä yritysosto viestittää ulkopuolisille sijoittajille ja asiakkaille start up:in laadusta ja näin ollen tuo voittoja yritykselle.

Toinen Corporate Venture Capital:in määrittävistä tekijöistä on investoivan yrityksen ja kohdeyrityksen resurssien ja prosessien yhdenmukaisuuden taso. Jos nämä toiminnot

ovat yhdenmukaisia, voi start up hyödyntää investoivan yrityksen tapaa myydä, rakentaa ja palvella. Toisaalta joissakin tapauksissa tämä yhdenmukaisuus voi olla myös rajoittava tekijä, jos esimerkiksi kyseessä on uudet markkinat tai uusi teknologia. Investoiva yritys voi joko pitää start up:ia omana yksikkönään erossa investoivan yrityksen toiminnasta tai toisessa ääripäässä investoiva yritys voi jopa ostaa start up:in kokonaan. Chesbrough (2002) kuitenkin mainitsee, että harvoissa tapauksissa sijoittaminen on niin mustavalkoista, että sijoittavalla yrityksellä olisi vain joko strategisia tai rahallisia syitä tai että investoivan yrityksen ja start up:in toiminta olisi joko kokonaan erotettu tai kokonaan yhdistetty. Hän toteaa, että suurimmassa osassa tapauksista lopputulos on jotakin näiden kahden ääripään välillä. (Chesbrough, 2002)

### **2.1.3 Yritystostot**

Buyout rahastoiksi luetaan management buyout (MBO), management buy-in (MBI), institutional buyout (IBO), leveraged buyout (LBO) ja buy-in management buyout (BIMBO). Management buyout eli johdon yritysosto tarkoittaa sitä, että yrityksen johto ostaa liiketoiminnan tai koko yrityksen yhdessä sijoittajien kanssa. Management buyin eli johdon ”sisäänosto” tarkoittaa sitä, että kohdeyrityksen ulkopuolinen johtaja tai johtajaryhmä ostavat yrityksen sijoittajien avulla itselleen ja siirtyvät yrityksen johtoon. Institutional buyout eli institutionaalinen yritysosto kuvaa tilannetta, jossa institutionaaliset sijoittajat ostavat yrityksen itselleen. Tällaisessa tilanteessa yrityksen johto voi olla mukana ostossa ja lunastaa osan yrityksestä itselleen. Sijoittajilla voi olla myös kokonaan uusi johtajisto yrityksen johtoon. Leveraged buyout eli vivutettu yritysosto tarkoittaa samaa, kuin management buyout eli johdon yritysosto, mutta tässä tapauksessa suuri osa uuden yrityksen varallisuudesta on rahoitettu velalla joka on usein vakuutettu yrityksen varoilla. Buy-in management buyout on sekoitus johdon yritysostoa ja johdon sisäänostoa. BIMBO:ssa yrittäjähenkilinen johtaja tai ryhmä johtajia ostaa yrityksen pääomasijoittajien avulla ja he yhdistyvät kohdeyrityksen johtotiimin kanssa ja näin alkava pyörittämään yritystä. (Männistö, 2009; FVCA, 2006)

#### 2.1.4 Bisnesenkelit

Bisnesenkelit ovat varakkaita yksityishenkilöitä, jotka sijoittavat rahojaan kasvaviin yrityksiin. He tekevät sijoituspäätöksensä pitkälti samoista syistä ja samalla tavoin kuin pääomasijoitusyrityksetkin. Suurin ero enkeleillä ja pääomasijoitusyhtiöillä on se, että enkelit eivät ole vastuussa sijoituksistaan kenellekään, kun taas pääomasijoitusyritysten täytyy tuottaa voittoa ja raportoida menestyksestä sijoittajilleen. Bisnesenkeleiden varallisuus on usein peräisin heidän omasta yritystoiminnastaan. Sijoittaessaan uusiin yrityksiin, he usein haluavat hyödyntää omaa tietämystään ja kontaktejaan alalla. (FVCA ja PWC, 2006)

Kerr et al. (2011) toteavat, että bisnesenkelit ovat saaneet kirjallisuudessa paljon vähemmän huomiota kuin pääomasijoittajat. Enkelisijoittajat ovat yleensä itse toimineet yrittäjinä ja sijoittavatkin usein oman toimialansa yrityksiin. Bisnesenkelit sijoittavat yrityksiin omalla rahallaan.

Mason ja Harrison (2002) toteavat, että bisnesenkelit eroavat ammattimaisista pääomasijoittajista monella eri tavalla. Ammattimaisilla pääomasijoittajilla on enemmän kokemusta sijoittamisesta ja heillä on enemmän rahaa sijoittamiseen. Enkelit ajattelevat myös muita kuin vain rahallisia etuja muun muassa investointien arvioinnissa, yrityksen tarkastelussa ja sopimusten tekemisessä. Pääomasijoitusyhtiöillä on pakote sijoittaa rahojaan, kun taas bisnesenkelillä on muitakin vaihtoehtoja, mihin sijoittaa varansa. Pääomasijoitusyhtiöillä on aikarajoite, jonka sisällä rahat tulee sijoittaa, kun taas enkeleillä on enemmän aikaa ja he voivat valikoida kohteensa paremmin. Bisnesenkeleillä on myös enemmän aikaa olla yritysten toiminnassa mukana, kuin pääomasijoitusyhtiöillä. Tämä johtuu siitä, että enkeleillä on yleensä vain muutamia sijoituksia samaan aikaan käynnissä kun taas pääomasijoitusyhtiöillä voi olla todella monta sijoitusta käynnissä rinnakkain. Koska enkeleillä on vain vähän rahaa sijoittamiseen, heillä on rajoitetumpi mahdollisuus hajauttaa riskiään kuin pääomasijoitusyhtiöillä. Tämä taas johtaa siihen, että enkelit pyrkivät ennemmin välttämään sijoittamista huonoihin yrityksiin kuin löytämään parhaita yrityksiä. Denis (2004) kertoo, että bisnesenkelit tarjoavat täydentävää rahaa pääomasijoittamisen

lisäksi. Hän sanoo, että enkelit tarjoavat rahaa ja apuja yritykselle, jotta ne saataisiin siihen tilanteeseen, että yritykset voisivat saada rahaa pääomasijoitusyhtiöiltä.

### **2.1.5 Bisnesenkeliryhmät**

Kerr et al (2011) toteavat, että bisnesenkeleillä on pitkä historia, mutta 1990-luvulla pääomasijoittamiseen tuli uusi ilmiö: bisnesenkeliryhmät. Bisnesenkeliryhmissä sijoittajat voivat yhdessä arvioida yrityksiä ja sijoittaa niihin yhdessä. Ryhmistä on paljon hyötyjä sijoittajille. Sijoittajat voivat yhdistää omaisuutensa ja tehdä suurempia investointeja, kuin mitä he pystyisivät yksin tekemään. Ryhmien kautta enkelit voivat tehdä myös pienempiä sijoituksia yksittäisiin yrityksiin, jolloin heillä on mahdollisuus hajauttaa sijoituksiaan ja näin pienentää riskejään. Päätöksentekokustannukset pienenevät ryhmissä, kun on useampi osaja ja näin ollen myös virheiden mahdollisuus pienenee. Lisäksi ryhmät saavat yksittäisiä enkeleitä enemmän näkyvyyttä. Myös enkeliryhmillä on tapana kiinnittyä ja olla mukana yrityksen toiminnoissa aktiivisesti. Yksi esimerkki Suomalaisesta bisnesenkeliryhmästä on Ari Korhosen luotsaama Lagoon Capital.

### **2.1.6 Julkinen pääomasijoittaminen**

Julkista pääomasijoitustoimintaa harjoittaa Suomessa Suomen Teollisuussijoitus Oy, Suomen itsenäisyyden juhlarahasto Sitra sekä Veraventure Oy. Palveluyrityksillä ja suurilla teollisilla yrityksillä voi olla myös pääomasijoitustoimintaa, mutta he sijoittavat vain omalle toimialalleen (FVCA ja PWC, 2006).

## 2.2 Sijoituspäätöksen tekeminen

Taulukko 2. Pääomasijoitusprosessin vaiheet (FVCA ja PWC, 2006)

Vaihe	Yrittäjä	Yrittäjä ja pääomasijoittaja	Pääomasijoittaja	Raportit
<b>Pääomasijoittajan lähestyminen / liiketoimintasuunnitelman arviointi</b>	-nimittää neuvonantajat -laatii liiketoimintasuunnitelman -ottaa yhteyttä pääomasijoittajiin		-arvioi liiketoimintasuunnitelman	liiketoimintasuunnitelma
<b>Ensimmäiset tiedustelut sekä neuvottelut</b>	-toimittaa lisätietoja	-tapaavat keskustellakseen liiketoimintasuunnitelman -rakentavat suhdetta -neuvottelevat yleisehtoja	-tekee ensimmäiset tiedustelut -arvioi liiketoiminnan -harkitsee rahoitusrakennetta	-tarjous
<b>Due Diligence</b>		-keskustelevat due diligencen tekijöiden kanssa	-käynnistää due diligence -prosessin	-due diligence -raportit
<b>Neuvotteluiden päättäminen</b>	-tuo ilmi kaiken olennaisen tiedon liiketoiminnasta	-neuvottelevat lopulliset ehdot -tekevät sopimukset	-tekee loppudokumentaation	-salassapito sopimus -vakuutukset -perustamiskirja -yhtiöjärjestys -osakassopimus
<b>Seuranta</b>	-toimittaa laskentatoimen raportit -viestii säännöllisesti sijoittajan kanssa		-liiketoimintaseuranta -hallitustyöskentely -kehittäminen -osallistuminen päätöksentekoon	-laskentatoimen raportit -hallituksen kokouksen pöytäkirjat
<b>Irtautuminen</b>				

Pääomasijoittamisessa on kuusi eri vaihetta. Ensimmäisessä vaiheessa yrittäjä ottaa yhteyden pääomasijoittajaan ja esittelee liiketoimintasuunnitelman. Toisessa vaiheessa yrittäjä toimittaa pääomasijoittajalle lisätietoja yrityksestä. Tässä vaiheessa pääomasijoittaja arvioi liiketoimintaa ja tekee suunnitelmia rahoitusrakenteesta. Lisäksi yrittäjä ja pääomasijoittaja neuvottelevat sopimuksen yleisehtoja. Tämän jälkeen pääomasijoittaja esittää tarjouksensa yrittäjälle. (FVCA ja PWC, 2006)

Pääomasijoittamisen hakeminen eroaa perinteisestä rahoituksen hakemisesta. Toisin kuin pankeissa, pääomasijoittaja harkitessaan sijoittamista käy erittäin hyvin läpi



yrittäjän historian sekä talousluvut. Ennen kaikkea hän haastattelee nykyisen yritysjohdon ja pohtii, onko nykyisessä johdossa potentiaalia toteuttaa tarvittavia muutoksia ja eteenpäinvientejä. Hyvin usein pääomasijoittajilla on erikseen tehtynä sopimukset, joiden mukaan heillä on muun muassa lupa muuttaa olemassa olevaa johtoa. Perinteisestä rahoituksesta pääomasijoittaminen eroaa myös takaisinmaksuajan, lainan suuruuden sekä koron osalta. Yleensä pääomasijoittajien antamat varat ovat suurempia kuin pankista saatavat. Pääomasijoittaja ei myöskään vaadi mitään takuita tai korkoja. Hän tekee tuottonsa mahdollisella onnistuneella irtautumisella, eli myy osakkuutensa kun yrityksen arvo on noussut tarpeeksi tai sitten kun yritys listautuu pörssiin. Tärkeimpiä pääomasijoittajien sijoituskriteereitä ovat perustajaosakkaiden tausta ja kokemus, johtoryhmä, kohdemarkkinat, kohdeyhtiön teknologia, markkinoiden ymmärtäminen, liiketoimintasuunnitelma, markkinoille pääsyn helppous sekä pääomamarkkinat ja suhdanteet. (Lauriala, 2004)

Kolmannessa vaiheessa eli due diligence -vaiheessa pääomasijoittaja käy kohdeyrityksen läpi perusteellisesti. Siinä käydään läpi yrityksen ja johdon ominaisuuksia, jotta tunnistettaisiin mahdollisimman hyvin kaikki vahvuudet ja heikkoudet. (Kork, 2006)

Neljännessä vaiheessa yrittäjä ja pääomasijoittaja neuvottelevat sopimuksen lopullisista ehdoista. He tekevät myös salassapitosopimuksen, perustamisasiakirjan ja hoitavat vakuutukset. Joskus pääomasijoittaja vaatii osakassopimuksen tekemistä kohdeyritykseen. Sillä hän turvaa vähemmistöasemansa muihin omistajiin verrattuna. Osakassopimuksessa voidaan antaa pääomasijoittajalle ehdoton päätösvalta tiettyihin strategisiin asioihin, kuten esimerkiksi toimitusjohtajan valitsemiseen. (FVCA 2002) Gompers ja Lerner (2001) toteavat artikkelissaan, että aloitteleva pääomasijoittaja on valmis antamaan suuren työpanoksen yritykseen olematta varmoista tuotoista, sillä jos rahasto tuottaa hyvin, saa hän hyvää mainetta. Kun yritys vaikuttaa todella lupaavalta, pääomasijoittajat vaativat ja saavat vähemmän oikeuksia. Jos taas yrityksen menestyminen on epävarmaa tai kovin riskistä, pyytävät ja saavat pääomasijoittajat enemmän oikeuksia. (Cumming, 2008)

Seurantavaiheessa pääomasijoittaja ja yrittäjä ovat usein paljonkin tekemisissä. Pääomasijoittaja työskentelee usein yrityksen hallituksessa ja on mukana päivittäisessä päätöksenteossa.

Kaplan ja Strömberg (2008) toteavat, että investoinnista irtaantuminen on erittäin tärkeä osa sijoittamista. Suurin osa irtaantumista tapahtuu strategisen myynnin kautta (esimerkiksi kilpailijalle myynti), seuraavaksi suosituin on myynti toiselle pääomasijoittajalle/-sijoitusyhtiölle ja viimeisenä tulee pörssiin listautuminen.

Pääomasijoittajien täytyy pystyä muuttamaan sijoituksensa rahaksi. Yleensä tuottoisin irtautuminen tapahtuu listautumisen kautta. Usein pääomasijoitusyhtiö ei myy osakkeitaan heti kun yritys listautuu. Tämä lähettäisi markkinoille negatiivisen signaalin, että yrityksen merkittävimmät omistajat ”juoksevat pakoon”. Pääomasijoittajat voivat myydä osuutensa myöhemmin joko myymällä osakkeensa avoimilla markkinoilla tai hajauttamalla osuudet pääomasijoitusrahaston sijoittajien kesken. (Gompers ja Lerner, 2001)

Celikyurt et al. (2012) totesivat että pääomasijoittajat työskentelevät yritysten hallituksissa vielä pitkään yrityksen listautumisen jälkeen. He todistivat myös, että pääomasijoittajilla on laajempi vaikutus innovaatioiden toteuttamisessa kuin aikaisemmin kirjallisuudessa on todettu.

### **2.3 Pääomasijoittamisen kehittyminen historiassa**

1990-luvun lama ja pääomamarkkinoiden avautumisen myötä yrityksissä on siirrytty voimakkaasta velkarahoituksesta oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen. Suomalaiset yritykset ovatkin hakeneet yhä enemmän ja enemmän rahoitusta ulkomailta. Vakuuspulan myötä rahoituksen riskit lisääntyvät olennaisesti. Pääomasijoittamisessa ja muussa yritysrahoituksessa tarjolla olevien rahoitusinstrumenttien määrä onkin jatkuvasti lisääntynyt. Tähän on vaikuttanut rahoitusmarkkinoiden yleisen vapautumisen ja kansainvälistymisen lisäksi myös teknologian kehittyminen, kokemusten kuin

koulutuksenkin lisääntyminen, ja kilpailun lisääntyminen kansainvälisillä markkinoilla. (Lauriala, 2004)

Uusien innovaatio- ja kasvuyritysten rahoitustarpeet vaativat uusia ja joustavampia rahoitusratkaisuja. Nuoret yritykset pystyvät harvoin tarjoamaan vakuuksia, joten rahoituksen riskit kasvavat merkittävästi. Viime vuosina tarjolla olevien rahoitusinstrumenttien määrä on jatkuvasti lisääntynyt markkinoilla. Tähän on vaikuttanut rahoitusmarkkinoiden vapautuminen, kansainvälistyminen sekä teknologian, kokemusten ja koulutuksen lisääntyminen. Myös kilpailu kasvaa jatkuvasti kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla. Rahoitusmarkkinoiden muuttuminen ja monipuolistuminen vaatii nykyään paljon enemmän myös kasvuyrityksiltä. Rahoituspäätökset ovat muuttuneet entistä vaativammaksi. Samalla yritysten rahoitusstrategian ja – suunnittelun merkitys on kasvanut huomattavasti, tämä vaatii yritysten johdolta enemmän osaamista ja ulkopuolisten konsultointia. (Lauriala, 2004)

Pääomasijoitukset ovat olleet määrällisesti julkisten sijoittajien dominoimia ja tämä on vaikuttanut osaltaan rahoituksen luonteeseen ja uusien yksityisten sijoittajien markkinoille tulon edellytyksiin. Positiivista on joidenkin yksittäisten pääomasijoittajien merkittävä ja aktiivinen sijoitustoiminta. Osaamisellaan ja verkostoillaan nämä sijoittajat ovat tukeneet kansainvälisten pääomasijoittajien ja enkeleiden mukaan tuloa, joko samalla tai myöhemmillä rahoituskiertoilla. Tämä taas on mahdollistanut suurempia sijoituskiertoja, mikä on tärkeää nopean kansainvälisen kasvun edellytyksille, kuitenkin Suomalaisten pääomasijoituskiertojen ollessa pieniä ja vaatimattomia kansainväliseen tasoon verrattuna. (Immonen et al., 2011)

## **2.4 Pääomasijoittamisen haasteet**

Pääomasijoittajat kohtaavat monia haasteita Suomessa ja ovatkin alkaneet viime vuosina aktiivisesti hakea rahoitusta myös ulkomailta sekä pyrkivät muuttamaan suomen lainsäädäntöä ja verotusta pääomasijoittajille edullisemmaksi. Huolenaiheeksi nousee uusien yrittäjien puute ja suomalainen negatiivinen mielikuva yrittäjyydestä. Osa

teknologiateollisuuden mahdollisuuksista jää puutteellisen rahoituksen takia hyödyntämättä ja tätä varten tulisi yksityistä rahoitusta kehittää, jotta se voisi paremmin täydentää julkisen rahoituksen jättämiä aukkoja. (Alen, 2012)

Kansainvälisesti Suomen tilanne on heikko pääomasijoitusten vertailussa. Suomea voidaan esimerkiksi verrata Israeliin, joka on samalla tasolla muun muassa tuotekehityspanostuksissa ja on melkein samankokoinen Suomen kanssa, mutta silti Israelilaiset kasvuyritykset saivat 800 miljoonaa euroa vuonna 2009, eli 8-kertaa enemmän pääomasijoituksia kuin Suomalaiset vastaavat yritykset. Tästäkin summasta pääosa oli ulkomaisilta sijoittajilta. (Immonen et al., 2011) Mielestäni yksi tulevaisuuden suurimmista haasteista onkin pääomasijoitusten saaminen ulkomailta.

Popov & Roosenboom (2009), totesivat, että Euroopan riskipääomamarkkinat ovat vähemmän tehokkaat kuin USA:n vastaavat. Tähän vaikuttaa esimerkiksi se, että Suomessa ja Euroopassa on paremmat työntekijöiden oikeudet, vähemmän kehittyneet irtautumismarkkinat, tiukemmat lainsäädännöt ja Euroopan alkeelliset tietoverkostot. Immonen et al. (2009) ovat esittäneet huolensa, että Suomen riskinä on että se jää kehitys- ja tutkimuslaboratorioksi, jonka tulokset hyödyntävät muut maat tai ne jäävät hyödyntämättä.

#### **2.4.1 Pääomasijoittajan haasteet**

Lauriala (2008) mainitsee suurimpina pääomasijoittajan kohtaamina haasteina kohdeyhtiön osakasarvon kasvattamisen ja siihen liittyvien riskien minimoimisen. Sijoitusaikana riskiä voidaan hallinnoida lähinnä vain panostamalla yhtiön kehitystoimiin ja tukemalla yrityksen kehitystä. Tällaisen riskienhallinnan osalta on erittäin tärkeää, että pääomasijoittaja pystyy vaikuttamaan yrityksen liiketoimintaan ja tärkeisiin päätöksiin sekä ratkaisuihin.

Kuten Gompers ja Lerner (2001) toteavat, epävarmuus ja informaation asymmetria on hyvin ominaista pienille, etenkin korkean teknologian yrityksille. Denis (2004) selittää

informaation asymmetrian yrittäjän ja pääomasijoittajan eri tietämyksen tasoista yrityksessä. Usein yrittäjällä on paras tieto ja yrityksen johto on parhaiten perillä yrityksen riskeistä, tulevaisuuden näkymistä ja taloudellisesta arvosta. Tämä asymmetria hankaloittaa neuvottelemista rahoitusta hakiessa. Informaation asymmetrian toinen muoto on Adverse selection eli haitallinen valikoituminen ja toinen Moral hazard eli moraalikato.

Adverse selection eli haitallinen valikoituminen kuvaa informaation asymmetriaa, mikä tapahtuu jo ennen sijoitussopimusta. Yrittäjällä on paras tieto yrityksestä, tuotteestaan ja mahdollisesti myös markkinoiden kehitymisestä. Yrittäjä voi vääristellä tai peitellä tietojaan, jolloin sijoittaja tekee päätöksensä väärän tai liian vähän informaation perusteella. Haitallisen valikoiman tilannetta vastaan pääomasijoittaja voi suojautua arvioimalla sijoituskohteen perusteellisesti eli käymällä läpi due diligence – prosessin sekä vaatimalla yrittäjältä liiketoimintasuunnitelman. Aina yrittäjällä ei kuitenkaan ole parasta informaatiota. Pääomasijoittajat ovat usein keskittyneet tietyille toimialalle ja tuntevat markkinat, kilpailutilanteen ja kehittymisen erittäin hyvin. Tämä vähentää haitallisen valikoitumisen ongelmaa kuitenkin sitä täysin poistamatta. (Kork, 2006)

Moral hazard eli moraalikato tarkoittaa sitä, että yrittäjällä on kiusaus käyttää osa saamastaan rahasta tavalla, joka hyödyttää häntä itseään enemmän kuin yritystä. Yrittäjä voi esimerkiksi tuottaa tutkimusta, josta on hänelle hyötyä, mutta ei yritykselle. Tämä korostuu varsinkin tuotekehityspainotteisissa yrityksissä. Sijoittajalla ei ole usein tietotaitoa arvioida keskeneräisen kehitystyön tuottopotentiaalia. Tämä voidaan välttää ottamalla sijoittaja mukaan yritystoimintaan, jolloin sijoittaja saa päätäntävaltaa. Yrittäjää voidaan myös kannustaa maksimoimaan yrityksen arvo ja sijoittaja voi pidättää oikeuden likvidoida tekemänsä sijoitus. (Denis, 2004)

Winton ja Yerramilli (2008) sekä Denis (2004) tuovat esille, että pääomasijoittajat pyrkivät välttämään informaation asymmetriaa ja moraalikatoa erilaisilla kovenanteilla eli sopimusehdoilla. Näillä pyritään takaamaan se, että rahoittaja pystyy ylläpitämään kontrollia, yrittäjällä on tarpeelliset kannustimet maksimoida rahoittajan vaateet, rahoittaja pystyy olemaan aktiivisesti yritystoiminnassa mukana ja rahoittaja pystyy

suojelemaan investointinsa likviditeettiä. Kovenanttien avulla usein myös pyritään rajoittamaan yrityksen rahoituksen nostamista muualta.

### 3 Pääomasijoittamisen vaikutukset yrityksiin

Kerr et al. (2011) mainitsevat yhden mielenkiintoisimman ja keskeisimmän kysymyksen, jota pääomasijoituskirjallisuudessa esiintyy, eli kuinka paljon alkuvaiheen sijoittajat todella vaikuttavat yrityksiin, joihin ne investoivat? Yksi kirjallisuuden ala toteaa, että tarkan monitoroinnin ja vahvojen sopimusten yhdistelmä ehkäisee sijoittajien ja yrittäjien välisiä konflikteja. Tämä johtaa hyvään hallintotapaan, pienempään sijoituspanokseen ja merkittävästi vahvempaan yrityksen kasvuun ja menestykseen. Toinen mielenkiintoinen kysymys kuuluu, onko investoijilla vaikutusta yrityksen menestykseen ja kasvuun (arvonlisäysefekti) vai sijoittavatko he yrityksiin joilla on jo synnynnäisesti parempi kasvumahdollisuus (valikoimisefekti)?

Davila et al. (2003) ja Immonen et al. (2011) korostavat, että vaikka vain murto-osa uusista yrityksistä saavat kasvurahoitusta, pääomasijoitukset ovat erittäin tärkeitä etenkin nopeaan kasvuun ja/tai kansainvälistymiseen tähtäville yrityksille. Näillä yrityksillä kun ei ole vielä lainarahoituksen tarvittavia vakuuksia tai toimintahistoriaa. Muun muassa Alénin (2012) tutkimus osoittaa, että pääomasijoitetut yritykset kasvavat huomattavasti nopeammin kaikilla tärkeimmillä osa-alueilla, joita ovat myynti, työllistäminen, arvonlisäys sekä taseen loppusumma. Seuraavassa osiossa tarkastellaan vaikutuksia hieman lähemmin.

Tässä kandidaatin työssä keskitytään tutkimaan pääomasijoittamisen vaikutusta yritysten innovatiivisuuteen, työllisyyteen sekä taloudelliseen menestymiseen. Nämä mittarit ovat valittu sen takia, koska niistä on tehty paljon erilaisia tutkimuksia. Valitettavasti työstä täytyi rajata pois paljon mielenkiintoisia mittareita, muun muassa kansantaloudelliset vaikutukset, koska työn laajuus ei ole tarpeeksi suuri näiden asioiden käsittelemiselle.

Tutkimukset ovat rajattu Suomeen, Eurooppaan ja Yhdysvaltoihin aikavälille 2005-2014. Käymme jokaisessa kohdassa ensimmäiseksi läpi, mitä tutkimukset ovat osoittaneet Suomesta ja sen jälkeen, mitä tutkimustuloksia on tullut Euroopasta ja Yhdysvalloista.

## 4.1 innovaatiot ja patentit

Pääomasijoitusten vaikutusta yrityksen innovatiivisuuteen on mitattu monilla eri tavoin useissa eri tutkimuksissa. Yleisin tapa mitata yrityksen innovaatiota on tutkia patenttihakemusten määrää. Kortum ja Lerner (2000) kuitenkin muistuttaa, että monesti pääomasijoittajat haluavat, että yritys hakee mahdollisimman paljon patenteja voidakseen tehdä vaikutuksen mahdollisiin ostajiin. Näissä tapauksissa innovatiivisuuden mittaaminen patenttien hakemisen määrällä toisi vääriä tutkimustuloksia. Tämän vuoksi muun muassa Lerner et al. (2011), Peneder (2010) ja Männistö (2009) mittaavat innovatiivisuutta muillakin mittareilla, kuten aineettomien varojen kasvulla ja innovaatioiden suojaamisella.

Alenin (2012) mukaan pääomasijoittamisen vaikutus innovatiivisuuteen on yksi kiistanalaisimmista kysymyksistä pääomasijoittamisen kirjallisuudessa. Yksi syy tähän hänen mielestään on se, että innovatiivisuudesta on tullut hyvin merkittävä aihe nyky maailmassa. Vaikuttaako innovatiivisuus pääomasijoittamisen saamiseen vai vaikuttaako pääomasijoittamisen saaminen innovatiivisuuteen? Alén toteaa, että tähän mennessä tehtyjen tutkimusten perusteella ei voida vetää johtopäätöksiä näiden välisestä vaikutuksesta. Hänen mielestään vaikutuksesta Suomessa pitäisi tehdä laaja tutkimus.

Suomessa innovatiivisuutta ovat tutkineet Alén (2012) ja Männistö (2009). Männistö (2009) tutki 146 Suomalaista yritystä, jotka olivat saaneet ensimmäisen pääomasijoituksen vuosina 2002-2004. Hän tutki innovatiivisuuden kasvua aineettomien varojen kasvun kautta. Hän totesi, että pääomasijoittamisella ja aineettomien varojen kasvulla on selvä yhteys, mutta tutkimustulos ei ylittänyt 95 % luottamustasoa. Männistön (2009) tutkimuksesta käy ilmi, että pääomasijoitetuilla yrityksillä oli huomattavasti enemmän aineetonta pääomaa taseessaan, mikä myös viittaa yritysten innovatiivisuuteen. Aineettomien oikeuksien keskimääräinen kasvu oli 61 000 euroa pääomasijoitetuilla yrityksillä kun taas ei-pääomasijoitetuilla yrityksillä kasvu oli -318 000 euroa. Tämä ero on huomattava, pääomasijoitetut yritykset pystyivät kasvattamaan aineettomia oikeuksiaan yli kuusi kertaa enemmän kuin verrokkiyritykset.



Alén (2012) totesi tutkimuksessaan, jossa tutkittiin pääomasijoittamisen vaikutuksia 282 yrityksessä, että innovatiivisuuden absoluuttisen vaikutuksen mittaaminen on hyvin hankalaa ja sitä voi mitata monella eri tavalla. Alén (2012) mittasi innovatiivisuutta aineettomien varojen kasvulla, tuotekehityksen intensiivisyydellä sekä patenttien määrän kasvulla. Hänen tutkimuksessaan huomattiin, että aineettomien varojen kasvu on merkittävästi suurempaa pääomasijoitetuilla yrityksillä kuin ei-pääomasijoitetuilla yrityksillä. Pääomasijoitetuilla yrityksillä aineettomien varojen suhde taseen loppusummaan oli suurempi kuin vertailuryhmän yrityksillä. Varhaisen kasvuvaiheen yrityksillä oli huomattavasti enemmän patenttihakemuksia kuin buyout yrityksillä. Lisäksi hän totesi, että pääomasijoitusta saaneet yritykset ovat tehokkaampia tuotekehityksessä verrattuna ei-pääomasijoitettuihin yrityksiin. Pääomasijoitetut yritykset olivat paljon nopeampia muuttamaan tuotekehitystään myynniksi. Alén tuli siihen lopputulokseen, että innovatiiviset yritykset houkuttelevat pääomasijoittajia. Hän myös totesi, että pääomasijoittajat sijoittavat tuotekehitykseen keskittyneitä yrityksiä, jotka etsivät kasvunsa rahoittajia.

Euroopassa pääomasijoitettujen yritysten vaikutusta innovaatioihin ovat tutkineet Alemany ja Martí (2005), Engel ja Keilbach (2007), Peneder (2010), Popov ja Roosenboom (2009), Achleitner ja Klöckner (2005), Caselli et al. (2008), Popov ja Roosenboom (2012) sekä Strömberg (2009). Alemany ja Martí (2005) mittasivat tutkimuksessaan innovatiivisuutta aineettomien oikeuksien kautta. Heidän tutkimuksessaan oli 323 Espanjalaista yritystä ja näiden pääomasijoitetuiden yritysten nettoinvestoinnit aineettomiin oikeuksiin triplaantuivat kolmen vuoden tarkasteluajanjaksolla. Heidän otoksessaan pääomasijoitetut yritykset olivat merkittävästi innovatiivisempia kuin ei-pääomasijoitetut yritykset

Penederin (2010) tutkimuksessa pääomasijoitetuilla yrityksillä oli merkittävästi enemmän tuoteinnovaatioita ja patenteja, ne toivat useammin uusia tuotteita markkinoille ja niillä oli suurempi taipumus suojata innovaatioitaan kuin ei-pääomasijoitetuilla yrityksillä. Peneder (2010) oli sitä mieltä, että tämä johtuu puhtaasti valikoimisefektistä, eikä pääomasijoittajilla ole kontribuutiota yrityksen innovatiivisuuteen.

Engel ja Keilbach (2007) totesivat tutkimuksessaan, että patenttien määrän hakeminen ei kerro välttämättä yrityksen innovatiivisuudesta paljoakaan. Esimerkiksi joitakin tuotetietojaan yritys ei välttämättä edes halua patentoida, sillä silloin kilpailijat saisivat tietää heidän salaisuutensa. Toinen syy voi olla, että patentin hakemisprosessi on liian hidas kyseisen yrityksen toimialan kehittymisen nopeuteen verrattuna. Kolmas syy on se, että kaikkia innovaatioita ei edes pysty patentoimaan. Kriitikistänsä huolimatta myös he käyttivät tutkimuksessaan patenttien määrää mittamaan innovatiivisuutta. He tutkivat 142 Saksalaista pääomasijoitettua yritystä ja vertailuryhmässä oli 21 375 ei-pääomasijoitettua yritystä. He todistivat, että pääomasijoitetut yritykset hakevat keskimäärin 10 kertaa enemmän patenteja kuin verrokkiryhmän yritykset. He totesivat, että nämä pääomasijoitetut yritykset hakivat enemmän patenteja myös ennen kuin pääomasijoittaja tuli yritykseen mukaan. Engel ja Keilbach (2007) tulivat siihen lopputulokseen, että pääomasijoittajat sijoittavat jo valmiiksi innovatiivisiin yrityksiin (valikoimisefekti), eivätkä he tutkijoiden mielestä lisää innovatiivisuutta yrityksissä (arvonlisäysetfekti). Tutkijat olivat kuitenkin sitä mieltä, että pääomasijoittajat panostavat uusien tuotteiden kaupallistamiseen ja markkinoille tuomiseen ja sitä kautta lisäävät yrityksen kasvua. Tämä on heidän mielestään syy siihen, mikä takia pääomasijoitetut yritykset menestyvät muita yrityksiä paremmin.

Popov ja Roosenboom (2009) löysivät tutkimuksessaan, että pääomasijoittaminen vaikuttaa innovaatioihin sekä taloudellisesti että tilastollisesti merkittävällä tavalla. Heidän otoksensa käsitti patenttihakemuksia ja –myöntämissä 21 eri yrityksessä 18 eri Euroopan maassa vuosina 1991-2004. Myös he todistivat, että pääomasijoittaminen vaikuttaa patenttien määrän hakemiseen sekä uusien yritysten luomiseen. Tutkijat olivat sitä mieltä, että pääomasijoitusten vaikutus innovatiivisuuteen vaihtelee eri Euroopan maissa ja eri otoksilla mitattaessa. He huomasivat, että pääomasijoittamisella on merkittävästi suurempi vaikutus patenttien määrään yrittäjäystävällisissä maissa, joissa sääntely ja verotus ovat pääomasijoittajaystävällisempää.

Uusimmassa tutkimuksessaan Popov ja Roosenboom (2012) tutkivat 21 Eurooppalaista yritystä vuosina 1991-2001. Myös tässä tutkimuksessaan he löysivät todisteita, että pääomasijoittaminen vaikuttaa sekä patenttien hakemisen määrän kasvuun että uusien

yri­tysten luomiseen. He tutkivat erityisesti bioteknologia-alaa ja vertailivat pääomasijoittamisen ja tuotekehityksen vaikutusta yrityksen innovatiivisuuteen. Heidän tutkimuksen mukaan pääomasijoittaminen oli 9-kertaa tehokkaampaa patenttien hakemisen määrällä mitattuna, kuin tuotekehityksen rahoittaminen.

Achleitner ja Klöckner (2005) mittasivat innovatiivisuutta tuotekehityksen määrällä per työntekijä. He huomasivat, että pääomasijoitetuissa yrityksissä tämä suhdeluku oli 50500 euroa, kuin muissa yrityksissä vastaava luku oli keskimäärin 8500 euroa. Tämä ero oli melkein kuusinkertainen ja todistaa selkeästi sen, että pääomasijoitetut yritykset ovat innovatiivisempia kuin ei-pääomasijoitetut yritykset. Toisaalta tutkimusta analysoitaessa tulee ottaa huomioon, että se on Euroopan pääomasijoitusyhdistyksen teettämä tutkimus ja se ei välttämättä kerro koko totuutta aiheesta.

Caselli et al (2008) saivat päinvastaisia tuloksia tutkimuksessaan. He mittasivat innovatiivisuutta 37 Italialaisessa pääomasijoituksen saaneessa yrityksessä. He huomasivat, että ennen investointia pääomasijoiteut yritykset hakivat enemmän patenteja kuin verrokkiyritykset, mutta investoinnin jälkeen eroa ei enää ollut. He selittävät tutkimustuloksensa sillä, että pääomasijoittajat valitsevat yrityksiä, joissa on mahdollisimman suuri kasvupotentiaali (valikoimisefekti). Investoinnin jälkeen sijoittajat keskittyvät tuotonsa maksimoimiseen eli markkinoinnin ja myynnin parantamiseen, sen sijaan, että pyrkisivät lisäämään innovatiivisuutta.

Strömberg (2009) vertaili eri tutkimustuloksia Euroopasta. Hän kävi läpi tutkimuksia, joissa on tultu siihen tulokseen, että pääomasijoittaminen lisää innovatiivisuutta, sekä sellaisia tutkimuksia, joissa yhteyttä pääomasijoittamisen ja innovaatioiden välillä ei löydetä. Siitä huolimatta Strömberg (2009) totesi, että pääomasijoittaminen lisää patenttien hakemisen määrää ja näin ollen lisää innovatiivisuutta yrityksissä. Hän lisäsi, että pääomasijoitetut yritykset myös hakevat taloudellisesti merkittävämpiä patenteja ja näillä yrityksillä on myös keskittyneempi patenttiportfolio. Lisäksi hän todisti, että pääomasijoitetut yritykset tuovat innovaatioitaan muita yrityksiä nopeammin markkinoille. Kuten Strömberg (2009) totesi, se mikä todistetaan päteväksi jossakin

maassa, ei välttämättä päde kaikissa muissa maissa. Mielestäni olisikin hyvä tehdä lisää tutkimuksia siitä, millä tavoin ja miten laajasti pääomasijoittajat vaikuttavat yritysten innovatiivisuuteen eri maissa.

Yhdysvalloissa Lerner et al (2011), Samila ja Sorenson (2010), Hirukawa ja Ueda (2011) sekä Tian ja Wang (2010) ovat tutkineet pääomasijoitettujen yritysten vaikutusta innovaatioihin. Lerner et al. (2011) tutkivat yritysten hakemien patenttien määrän kasvua 495 Yhdysvaltalaisessa yrityksessä, joilla oli ainakin yksi onnistunut patenttihakemus vuosina 1986–2005. He eivät löytäneet merkittävää patenttien hakemisen lisääystä pääomasijoitetuilla yrityksillä. He kuitenkin totesivat, että sijoituksen jälkeen yritykset ennemminkin keskittyivät enemmän ydinosaamiseensa ja hakivat siihen liittyen tärkeitä patenteja ja keskittyivät enemmän tiettyihin patenttiportfolioihin. He huomasivat, että nämä patentit ovat merkittävästi tärkeämpiä taloudellisesti kuin ei-pääomasijoitetuiden yritysten patentit. Tutkijat todistivat myös, että pääomasijoitetut yritykset tuovat nopeammin uudet tuotteensa markkinoille.

Samila ja Sorenson (2010) tutkivat Yhdysvaltalaisia pääomasijoitettuja yrityksiä. He huomasivat, että julkinen tuotekehitysrahoitus vaikutti suurempaan patenttien määrän hakemiseen sellaisilla alueilla, missä on paljon pääomasijoittajia. He totesivat, että pääomasijoittaminen vaikuttaa suoraan patenttien hakemisen määrän kasvuun ja uusien yritysten syntymiseen. Lisäksi he todistivat, että patenttien hakemisen tehokkuus kasvaa jos mukana on julkista tuotekehitysrahoitusta. Vastaavasti alueilla, joissa ei ole pääomasijoittajia, ei julkinen tuotekehitysrahoitus vaikuttanut positiivisesti yritysten patenttien hakemisen määrään. Tutkijat päättelivät, että pääomasijoittamisen läsnäolo rohkaisee yrittäjiä ja tutkijoita toteuttamaan radikaalimpia innovaatiotapoja, tiedostaessaan että heidän tutkimuksensa voi kantaa hedelmää ja että heillä on mahdollisuus saada idealle pääomasijoittaja rahoittamaan sekä mentoroimaan.

Tian ja Wang (2010) tutkivat Yhdysvaltalaisia pörssinoteerattuja pääomasijoitettuja yrityksiä, jotka saivat pääomasijoitusta vuosina 1980-2006. Tutkijat totesivat, että yritykset, joissa on epäonnistumisia pelkäämätön pääomasijoittaja, ovat merkittävästi innovatiivisempia kuin verrokkiyritykset. He lisäsivät, että nämä yritykset hakevat enemmän patenteja ja nämä patentit ovat merkittävämpiä kuin ei-pääomasijoitetuiden

yri­tysten hakemat patentit. Lisäksi tutkijat huomasivat, että myös pitkään pääomasijoittajan poistumisen jälkeen pääomasijoitetut yritykset ovat innovatiivisempia kuin muut yritykset.

Hirukawa ja Ueda (2011) löytsivät vain heikkoja todisteita pääomasijoittamisen ja innovatiivisuuden välisestä suhteesta. Tutkijat todistivat, että patenttien määrän hakeminen vähenee pääomasijoittajan mukaantulon jälkeen.

Vaikka tutkimustulokset vaihtelevat maittain ja toisissa tutkimuksissa pääomasijoittaminen vaikuttaa radikaalimmin innovatiivisuuteen ja toisissa heikommin, voidaan silti näistä tutkimustuloksista todeta, että pääomasijoitetut yritykset ovat innovatiivisempia, kuin ei-pääomasijoitetut yritykset. Eroavaisuudet selittyvät osaksi maiden yrittäjäystävällisyydellä ja pääomasijoitusten verottamisen asteella. Tian ja Wang (2010) selittävät eroavaisuuksia myös pääomasijoittajien riskinottorohkeudella.

Pääomasijoittamisen positiivista vaikutusta innovatiivisuuteen on todistettu patenttien määrän kasvulla (muun muassa Alén (2012), Engel ja Keilbach (2007) sekä Tian ja Wang (2010)), aineettomien oikeuksien kasvulla (Männistö (2009) sekä Alemany ja Martí (2005)), patenttien tärkeyden kasvulla (Lerner et al (2011), Strömberg (2009) sekä Tian ja Wang (2010)), tuotekehityksen tehokkuudella (Alén (2012)), tuotteiden kaupallistamisella ja nopeammalla markkinoilletuomisella (Peneder (2010), Engel ja Keilbach (2007), Alén (2012)), suuremmalla taipumuksella suojella patenttejaan (Peneder (2010)), uusien yritysten luomisella (Popov ja Roosenboom (2009), Popov ja Roosenboom (2012) sekä Samila ja Sorenson (2010)) sekä suuremmalla suhteellisella tuotekehityksen määrällä (Achleitner ja Klöckner (2005)).

Osa tutkijoista menivät tutkimuksissaan vielä pidemmälle ja analysoivat, miten pääomasijoittaja vaikuttaa yritysten innovatiivisuuteen positiivisesti. Osa tutkijoista selitti syytää pääomasijoittajan valikoimisefektillä ja osa arvonlisäämisefektillä. Jotkut tutkijat taas väittivät, että kokeneemmat pääomasijoittajat luovat arvoa yrityksille, kun taas nuoremmat ja kokemattomammat pääomasijoittajat pyrkivät valikoimaan potentiaalisimpia menestysyrityksiä.

Tässä kandidaatin työssä käytetyissä tutkimuksissa huomataan, että erityisesti Suomalaisissa tutkimuksissa korostuu aineettomien oikeuksien kasvu pääomasijoitettujen yritysten taseessa. Toisaalta Suomessa tehtyjä tutkimuksia pääomasijoittajien vaikutuksesta innovatiivisuuteen vuoden 2005 jälkeen on vain kaksi. Eurooppalaisissa tutkimuksissa korostuu patenttien määrän ja patenttien tärkeyden kasvaminen pääomasijoituksen tekemisen jälkeen. Eurooppalaiset tutkimukset korostavat myös pääomasijoittajien valikoimisefektiä. Yhdysvaltalaisissa tutkimuksissa korostuu yritysten keskittyminen ydinosaamiseensa ja pääomasijoittamisen vaikutus uusien yritysten kasvuun. Jos tässä työssä tutkimukset olisi valittu toisella menettelytavalla, voisivat aluekohtaiset erot olla toisenlaisia. Mutta vaikka menettelytapa olisi ollut toinen, ei pääomasijoittamisen vaikutus innovatiivisuuteen olisi eronnut merkittävästi.

## 4.2 työntekijät

Alén (2012) toteaa, että pääomasijoittamisen vaikutus henkilöstön määrään on ehdottomasti eniten tutkittu alue pääomasijoittamisen kirjallisuudessa. Henkilöstön lisääminen sekä nostaa valtion verotuloja ja bruttokansantuotetta että vähentää työttömyyttä, joka taas vaikuttaa valtion menoihin. Alén (2012) korostaa, että nykypäivänä henkilöstön lisääminen ei ole taee yrityksen menestymisestä. Tänä päivänä henkilöstön ja heidän erilaisten työkalujen yhdistelmä on avain menestykseen. Tässä kontekstissa henkilöstön kasvua parempi tunnusluku olisikin tuottavuuden tarkkaileminen.

Suomessa pääomasijoittamisen vaikutusta työllisyyteen ovat tutkineet Männistö (2009), Alén (2012) ja Lähdemäki (2007). Männistön (2009) tekemässä tutkimuksessa kävi ilmi, että henkilöstön määrän kasvu oli huomattavasti suurempaa pääomasijoitetuilla yrityksillä kuin muilla yrityksillä. Pääomasijoitetuilla yrityksillä keskimääräinen henkilöstön kasvu kolme vuotta sijoituksen saamisen jälkeen oli ollut 14,1 henkilöä ja vertailujoukolla se oli ollut vain 2,1 henkilöä. Pääomasijoituksen saaneet yritykset olivat

henkilöstön määrällä mitattuna kasvaneet yli kuusi kertaa suuremmiksi kuin muut yritykset. Alénin (2012) tutkimustulokset ovat hieman hillitympiä. Hän todisti, että pääomasijoitetut yritykset lisäävät 6% enemmän työpaikkoja, kuin verrokkiyritykset.

Lähdemäen (2007) tutkimustulokset ovat lähempänä Männistön (2009) tuloksia. Lähdemäki (2007) löysi 55% suuremman työllisyyden kasvun pääomasijoitetuilla yrityksillä. Toisaalta hänen tutkimusta tarkasteltaessa tulee ottaa huomioon tutkimusotoksen rajallisuus. Otos koostui vain yhden pääomasijoitusyrityksen 75 pääomasijoitetusta yrityksestä.

Euroopassa aihetta ovat tutkineet Engel ja Keilbach (2007) Saksassa, Alemany ja Martí (2005) Espanjassa, Weir et al. (2008) sekä Amess et al. (2008) Iso-Britanniassa, Goossens et al. (2008) Belgiassa, Peneder (2010) Itävallassa sekä Strömberg (2009) ja Achleitner ja Klöckner (2005) sekä Croce et al. (2010) Euroopassa.

Engel & Keilbach (2007) todistivat tutkimuksessaan, että pääomasijoitetuiden yritysten työllisyys kasvaa nopeammin, kuin muilla yhtiöillä. Heidän tutkimustensa mukaan työllisyyden kasvu on jopa 55% korkeampi pääomasijoitetuissa yrityksissä. Hän saa saman prosentuaalisen eron, kuin Lähdemäki (2007). Myös Alemany ja Martí (2005) totesivat tutkimuksessaan pääomasijoittamisen positiivisen taloudellisen vaikutuksen työllisyyteen. Itävallassa Peneder (2010) tutki 166 pääomasijoitettua yritystä. Myös hän huomasi, että pääomasijoitetuissa yrityksissä työllisyys kasvaa verrokkiyrityksiä enemmän.

Iso-Britanniassa tutkimusta ovat tehneet Weir et al. (2008) sekä Amess et al. (2008). Weir et al. (2008) tutkivat 122 yritysostoa vuosina 1998-2004. He todistivat, että sekä työllisyys että liikevoitto per työntekijä ovat suurempia pääomasijoitetuilla yrityksillä. Amess et al. (2008) saivat vastakkaisia tutkimustuloksia. He tutkivat 133 vivutettua yritysostoa (LBO) vuosina 1996-2006. Heidän löydöksessään pääomasijoitetuilla yrityksillä työllisyys tai palkka eivät muuttuneet kumpaankaan suuntaan, kun taas ei-pääomasijoitetuissa yritysostoissa työllisyys väheni, mutta palkat nousivat. Myöskään Croce et al. (2010) eivät löytäneet merkittäviä eroja työllisyyden tuottavuudessa pääomasijoitettujen ja verrokkiyritysten välillä.

Strömbergin (2009) mukaan USA:ssa tehdyt tutkimukset ovat todistaneet, että pääomasijoitetut yritykset ovat keskimääräisesti suurempia kuin muut yritykset jokaisessa yrityksen elinkaaren eri vaiheissa. Suurin osa Yhdysvalloissa listautuvista yrityksistä on pääomasijoitettuja. Strömberg (2009) totesi Eurooppalaisia pääomasijoituksia tutkiessaan, että pääomasijoituksilla on positiivinen vaikutus uusien työpaikkojen luomiseen. Myös Goossens et al. (2008) huomasivat, että pääomasijoitetut yritykset kasvoivat nopeammin työllisyyden osalta. He tutkivat 167 Belgialaista johdon yritysoston suorittanutta yritystä vuosina 1996-2003.

Achleitner ja Klöckner (2005) huomasivat, että pääomasijoitetuissa yrityksissä työllisyys kasvoi 30,50% vuosivauhtia, kun keskiarvo euroopassa oli 0,7% p.a. vuosina 2000-2004. Tämä ero on huomattava. Tässä tapauksessa tulee ottaa huomioon, että tutkimus on tehty Euroopan Pääomasijoitusyhdistykselle.

Yhdysvalloissa pääomasijoittamisen vaikutusta työllisyyteen ovat tutkineet Chemmanur et al. (2011), Samila ja Sorenson (2011), Ueda ja Hirukawa (2008) sekä Davis et al (2011). Chemmanur et al. (2011) tutkivat Yhdysvaltalaisia teollisuusyrityksiä, jotka olivat saaneet pääomasijoitusta vuosina 1972-2000. He löysivät tutkimuksesaan, että pääomasijoitetut yritykset olivat suurempia työllisyyden osalta kuin ei-pääomasijoitetut yritykset. Myös Samila ja Sorenson (2011) ovat samoilla linjoilla. Lisäksi Samila ja Sorenson (2011) huomasivat, että pääomasijoittaminen vaikuttaa myös niihin yrityksiin, joita ne eivät suoranaisesti rahoita. Yrittäjät uskaltavat perustaa uusia yrityksiä, kun he tietävät, että heillä on mahdollisuus saada yritykselleen rahoitusta. Näin yrittäjät toteuttavat ideoita, joita ne eivät rohkenisi toteuttaa ilman pääomasijoittajan läsnäoloa. Lisäksi tutkijat huomasivat, että pääomasijoitetut yritykset siirtävät hiljaista tietoa työntekijöilleen, jotka voivat taas perustaa uusia yrityksiä. Pääomasijoittaminen vaikuttaa siis myös ympäristöönsä, mahdollistaen sellaisten yritysten syntymisen, jotka eivät syntyisi ilman pääomasijoittajien läsnäoloa.

Ueda ja Hirukawa (2008) tutkivat Yhdysvaltalaisia teollisuusyrityksiä. He huomasivat, että pääomasijoittaminen vaikuttaa positiivisesti työntekijöiden tuottavuuteen. He selittävät tämän sillä, että pääomasijoitetut yritykset käyttävät enemmän teknologiaa ja energiaa ja vähemmän työvoimaa.



Davis et al. (2011) tutkivat 5000 Yhdysvaltalaisista yritystä, jotka olivat saaneet pääomasijoitusta vuosina 1980-2005. Myös he totesivat, että pääomasijoitetut yritykset luovat enemmän työpaikkoja kuin verrokkiyritykset. He myös mainitsevat pääomasijoittamisen luovasta tuhosta. Se tarkoittaa sitä, että pääomasijoittaminen uudistaa organisaatiota niin, että se tuhoaa tuottamattomat struktuurit ja ohjaa resurssit tuottavampaan käyttöön.

Wright et al. (2007) tutkivat OECD maiden pääomasijoitettuja yrityksiä (BO). Myös heidän tutkimuksensa mukaan suurin osa pääomasijoitetuista yrityksistä kasvoivat palkkojen ja työllisyyden osalta pääomasijoittamisen jälkeen. Myös he mainitsivat Davis et al.:in (2001) lisäksi pääomasijoittamisen luovasta tuhosta.

Näistä tutkimuksista voi todeta, että pääomasijoittaminen vaikuttaa positiivisesti työllisyyden kasvuun. 16 tutkimuksesta vain Amess et al. (2008) totesivat, että pääomasijoittaminen ei vaikuta työllisyyden kasvuun. Lisäksi Croce et al. (2010) eivät tutkineet aihetta tällä mittarilla ollenkaan.

Suomalaisissa tutkimustuloksissa korostuu työpaikkojen määrän kasvu. Pääomasijoitetuissa yrityksissä työllisyyden kasvu oli jopa 6-kertaa suurempaa, kuin verrokkiyrityksissä. Sattumaa tai ei, sekä Lähdemäki (2007) että Engel ja Keilbach (2007) saavat täysin saman kasvuluvun (55%) tutkiessaan työllisyyden lisäystä pääomasijoitetuissa yrityksissä. Myös Achleitner:in ja Klöckner:in (2005) tutkimustulos Euroopasta on merkittävä. Pääomasijoitetuissa yrityksissä työllisyys kasvoi yli 30% vuosivauhtia verrattuna keskiarvoon, alle prosentin vuosivauhtiin. Nämä tulokset tukevat vahvasti pääomasijoittamisen vaikutusta työllisyyden kasvuun.

Kuten Alén (2012) totesi, tulisi pääomasijoittamisen vaikutusta työllisyyteen mitata tuottavuuden lisääntymisellä ennemmin kuin vain työllisyyden kasvulla. Weir et al. (2008) todistivat tutkimuksessaan, että pääomasijoitettujen yritysten liikevoitto per työntekijä on verrokkiyrityksiä suurempi. Myös Ueda ja Hirukawa löytävät positiivisen yhteyden pääomasijoittamisen ja työllisyyden tuottavuuden välillä. Croce et al. (2010) vastaavasti eivät löydä yhteyttä pääomasijoittamisen ja työllisyyden tuottavuuden välillä. Tässä kandidaatintyössä ilmenevistä tutkimustuloksista ei voida vetää johtopäätöksiä

siitä, vaikuttaako pääomasijoittaminen työllisyyden tuottavuuteen. Tulevaisuudessa tehtävissä tutkimuksissa olisi hyvä tutkia työllisyyden tuottavuutta enemmän, kuin vain työllisyyden kasvua.

### **4.3 Taloudellinen menestyminen**

Alén (2012) toteaa, että aikaisemmat tutkimukset ovat todentaneet sen, että Euroopassakin pääomasijoittamisella on positiivinen vaikutus yritysten tuottoihin. Tuottoja tarkastellaan yleensä myöhemmän vaiheen sijoituksissa, sillä nuorilla kasvuyrityksillä se ei ole alkuvuosina relevanttia tietoa, koska heillä on yleensä kuluja paljon enemmän kuin tuottoja. Tuotteliaisuus tarkoittaa yrityksen tuottamaa arvonlisäystä heidän tuotteisiinsa. Alénin (2012) tutkimuksessa pääomasijoitetut yritykset kasvoivat nopeammin myynnin, arvonlisäyksen ja taseen loppusumman osalta. Hänen otoksessaan pääomasijoitetut yritykset kasvoivat 9% nopeammin myynnin osalta kuin verrokkiyritykset.

Alénin lisäksi pääomasijoittamisen vaikutusta yritysten taloudelliseen menestymiseen ovat tutkineet Lähdemäki (2007), Männistö (2009) ja Järvenpää (2014). Lähdemäen (2007) tutkimuksessa pääomasijoitettujen yritysten myynti kasvoi 12% teollisuuden keskimääräistä arvoa nopeammin.

Männistön (2009) tutkimuksessa käy ilmi, että liikevaihdolla mitattuna pääomasijoitetut yritykset ovat kasvaneet kolme kertaa nopeammin kuin vertailujoukkonsa. Tarkasteluajanjaksolla liikevaihdon kasvu oli ollut 4,6 miljoonaa euroa pääomasijoitetuilla yrityksillä, kun se vertailuryhmän yrityksillä oli ollut keskimäärin 1,2 miljoonaa euroa. Voimakkainta kasvu oli ollut aikaisessa kasvuvaiheessa olevilla yrityksillä. Nämä yritykset olivat kasvaneet jopa seitsemän kertaa nopeammin kuin vertailujoukkonsa yritykset. Männistö (2009) tutki myös taseen loppusumman kasvua yrityksissä. Pääomasijoitetuissa yrityksissä taseen loppusumman keskimääräinen kasvu oli ollut tarkasteluvuosina 910 000 euroa ja vertailuryhmän yrityksissä 108 000 euroa. Männistö (2009) vertaili tutkimuksessaan korkean teknologian toimialalla olevia

yrittäjiä. Tietointensiivisten palveluiden alalla pääomasijoitettujen yritysten liikevaihdon kasvu oli 25-kertaista verrattuna ei-pääomasijoitettuihin yrityksiin. Pääomasijoitettujen yritysten liikevaihdon kasvu oli tarkasteluajanjaksolla 2,5 miljoonaa euroa kun se vertailuryhmän yrityksissä oli vain 0,1 miljoonaa euroa. Männistön (2009) tutkimuksesta käy myös ilmi, että pääomasijoitetut yritykset tuottavat verrokkiryhmäänsä huomattavasti kolmen vuoden jälkeen pääomasijoituksen saamisesta. Hän selittää tulosta sillä, että pääomasijoittajat sijoittavat sellaisiin yrityksiin, joissa on paljon kasvumahdollisuuksia, eikä sellaisiin yrityksiin, jotka menestyvät jo hyvin. Männistö (2009) todistaa, että pääomasijoittajat eivät pyri valikoimaan jo vamiiksi menestyviä yrityksiä (valikoimisefekti) vaan he sijoittavat yrityksiin, joissa on suurin kasvupotentiaali (arvonlisäämisefekti).

Järvenpää (2014) korostaa tutkimuksessaan, että pääomasijoittajat voivat edesauttaa portfolio-yritystensä kehitystä erilaisten neuvonta-apujen kautta (arvonlisäysetefekti). Hän painottaa, että pääomasijoittajilla on tärkeä rooli kasvun edesauttajina suomalaisissa yrityksissä. Järvenpää (2014) todistaa, että pääomasijoittajat edesauttavat yrityksiä nopeaan ja kestäväan kasvuun aktiivisuudellaan ja ammattimaisuudellaan. Hänen tutkimuksensa mukaan menestyneet pääomasijoittajat tunnistavat omat osaamisalueensa ja he täydentävät omia puutteitaan palkkaamalla yritykseen ulkopuolisia henkilöitä, joilla on täydentävää tietoa ja osaamista. Järvenpää (2014) myös muistuttaa, että pääomasijoittajat tuovat yritykselle uskottavuutta, joka voi edesauttaa uusien asiakkaiden tai lainan saamista, mikä taas edesauttaa yrityksen menestymistä.

Pääomasijoittamisen vaikutus yritysten taloudelliseen menestymiseen on eniten tutkittu alue tämän kandidaatintutkielman otoksessa. Euroopassa aihetta ovat tutkineet Alemany ja Martí (2005), Engel ja Keilbach (2007), Croce et al. (2010), Weir et al. (2008), Harris et al. (2005), Peneder (2010), Caselli et al. (2008), Bottazzi et al. (2008), Goossens et al. (2008), Ueda ja Hirukawa (2008) sekä Colombo ja Grilli (2009).

Alénin (2012) lisäksi myös Alemany ja Martí (2005) todistivat, että pääomasijoittaminen vaikuttaa positiivisesti myyntiin, katetuottoon, liikevoittoon ja taseeseen. Vastaavasti Penederin (2010) tutkimuksen mukaan pääomasijoitettujen yritysten myynti kasvaa keskimäärin 25% vuodessa, kun verrokkirytykset kasvavat samassa ajassa vain 9%. Myös Caselli et al. (2008) huomasivat, että pääomasijoittaminen lisää yritysten myyntiä.

Tutkijat totesivat, että pääomasijoittaminen takaa yrityksen kasvun koolla, johtamisella ja tietotaidolla mitattuna.

Engel ja Keilbach (2007) todistavat, että pääomasijoitetut yritykset kasvavat kaksi kertaa nopeammin kuin ei-pääomasijoitetut yritykset. Palvelualoilla kasvu on vielä suurempaa. Palvelualalla pääomasijoitetut yritykset kasvavat jopa kolme kertaa nopeammin kuin verrokkiyritykset. Tutkijat kuitenkin korostavat, että pääomasijoittajien tuoma kontribuutio ei ole ainoastaan rahallista, vaan lisäarvoa tuovat myös heidän kontaktinsa ja verkostonsa.

Myös Colombo ja Grilli (2009) huomasivat, että pääomasijoitetut yritykset kasvavat muita yrityksiä nopeammin. He tutkivat 439 Italialaista teknologia-alan yritystä, jotka olivat perustettu vuosina 1981-1999. Tutkijat totesivat, että pääomasijoittajalle on tärkeitä valita sellaisia yrityksiä, joiden kasvupotentiaali vastaa heidän omaa osaamistaan. Näin sijoittajat pystyvät parhaiten luomaan arvoa yritykselle.

Croce et al. (2010) huomasivat, että ennen pääomasijoitusta yritysten tuottavuudessa ei ole eroja, mutta investoinnin jälkeen tuottavuus kasvaa pääomasijoitetuissa yrityksissä merkittävästi verrattuna ei-pääomasijoitettuihin yrityksiin. He myös todistavat, että tuottavuuden kasvu ei laske pääomasijoittajan lähtemisen jälkeen, mikä todistaa, että pääomasijoittajilla on pitkäkestoinen vaikutus yritysten tuottavuuteen. Tutkijat tulevat siihen lopputulokseen, että pääomasijoittajat eivät vain valitse parempia yrityksiä (valikoimisefekti) vaan he itse edistävät kohdeyritystensä tuottavuuden kasvua (arvonlisäysetfekti).

Harris et al (2005) tutkivat reilua 35 000 Iso-Britannialaista tehdasta vuosina 1994-1998. He huomasivat, että riippumatta toimialasta, pääomasijoitetuilla yrityksillä oli keskiarvoa huonompi tuottavuus, mutta se lisääntyi merkittävästi investoinnin saamisen jälkeen. Tätä tutkimusta tulkittaessa tulee huomioida, että tutkimusotoks on vanha.

Bottazzi et al. (2008) tutkivat 17 Euroopan maata (sisältäen Suomen). He tutkivat yrityksiä, jotka olivat saaneet pääomasijoitusta vuosina 1998-2001. Heidän tutkimuksessaan pääomasijoittajien osallistuminen ja aktiivisuus korreloi positiivisesti

yrittäjien menestymiseen. He huomasivat myös, että pääomasijoittajan aikaisempi kokemus vaikuttaa sijoittajan aktiivisuuteen, mikä taas vaikuttaa yrityksen menestymiseen. Tutkijat todistivat, että pääomasijoittajat vaikuttavat yritysten menestymiseen (arvonlisäysecfetti).

Weir et al. (2008) todistivat, että pääomasijoittamisen jälkeen yritysten toiminnan tehokkuus on verrokkirytyksiä korkeammalla tasolla. Siitä huolimatta tutkijat eivät löytäneet yhteyttä kokonaistuottavuuden kasvuun. Myös Goossens et al.:in (2008) tutkimustulokset ovat negatiivisia. He eivät löydä yhteyttä pääomasijoittamisen ja myynnin kasvun välillä. He eivät myöskään löytäneet eroja yritysten tehokkuudessa. Myöskään Ueda ja Hirukawa (2008) eivät löytäneet yhteyttä pääomasijoittamisen ja kokonaistuottavuuden välillä.

Yhdysvalloissa aihetta ovat tutkineet Chemmanur et al. (2011), Sørensen (2007) sekä Kaplan ja Schoar (2005). Sørensen (2007) tutki Yhdysvaltalaisia yrityksiä, jotka olivat siirtyneet julkisen kaupankäynnin kohteeksi vuosina 1980-2005. Hän huomasi, että sellaiset yritykset, joissa oli kokenut pääomasijoittaja, listautuivat todennäköisemmin pörssiin. Tutkija totesi, että tämä johtuu osittain arvonlisäämisenefektistä ja osittain valikoimisenefektistä.

Chemmanur et al. (2011) huomasivat, että pääomasijoitetujen yritysten tehokkuus on korkeammalla tasolla jo ennen sijoituksen saamista, mutta nousee merkittävästi sijoituksen saamisen jälkeen. Kokonaistuottavuudella mitattuna pääomasijoitetut yritykset olivat tehokkaampia ennen investointia, investoinnin aikana sekä sen jälkeen. Pääomasijoittajan mukaan tulon jälkeen myös yrityksen myynti ja tuottavuus kasvavat merkittävästi. Chemmanur et al. (2011) tutkivat, tuovatko pääomasijoittajat aidosti lisäarvoa yritykseen. He tulivat siihen lopputulokseen, että pääomasijoitetut yritykset saavuttivat 18,5% korkeamman tehokkuuden tason, mitä sama yritys olisi tavoittanut ilman pääomasijoittamista. Tutkijat olivat sitä mieltä, että alhaisen maineen pääomasijoittajat sijoittavat valmiiksi tehokkaampiin yrityksiin (valikoimisenefetti), kun taas korkean maineen pääomasijoittajat pystyvät itse parantamaan yritysten tehokkuutta (arvonlisäämisenefetti).

Kaplan ja Schoar (2005) tutkivat Yhdysvaltalaisia pääomasijoitusrahastoja vuosina 1981-2001. Myös he tuovat esille pääomasijoittajan kokemuksen ja sen positiivisen vaikutuksen yritysten menestymiseen. Tutkijat todistivat, että sijoittajat sekä valitsevat parhaat yritykset (valikoimisefekti) että luovat arvoa yrityksille (arvonlisäämisefekti).

Pääomasijoittamisen vaikutusta yritysten tuottavuuteen ja tehokkuuteen on tutkittu paljon sekä Euroopassa että Yhdysvalloissa. Harris et al. (2005) todistivat, että pääomasijoittaminen vaikuttaa merkittävästi yritysten tuottavuuden kasvuun. Myös Chemmanur et al.:in (2011) ja Croce et al.:in (2010) tutkimustulokset tukevat Harris et al.:in (2005) tutkimusta. Lisäksi Croce et al. (2010) todistivat, että pääomasijoittajilla on pitkäaikainen vaikutus yritysten tuottavuuteen. Vastaavasti Weir et al. (2008) sekä Ueda ja Hirukawa (2008) eivät löytäneet yhteyttä pääomasijoittamisen ja tuottavuuden välillä. Männistö (2009) todisti, että pääomasijoitetut yritykset tuottivat verrokkiyrityksiä heikommin kolmen vuoden kuluessa pääomasijoituksen saamisesta. Männistö (2009) selittää tutkimustulostansa sillä, että pääomasijoittajat ovat sijoittaneet yrityksiin, joilla on paljon kasvumahdollisuuksia, eikä sellaisiin yrityksiin, jotka menestyvät jo ennen sijoitusta.

Myös tehokkuuteen liittyvät tutkimukset ovat ristiriidassa keskenään. Weir et al. (2008) ja Chemmanur et al. (2011) löytävät selvän yhteyden pääomasijoittamisen ja tehokkuuden välille. Goossens et al. (2008) eivät löydä eroja pääomasijoitettujen yritysten ja verrokkiyritysten tehokkuudessa. Ristikkäiset tutkimustulokset voivat johtua siitä, että ne on tety eri maissa ja eri otoksilla. Tutkimuksista ei voi tehdä johtopäätöksiä, vaikuttaako pääomasijoittaminen yritysten tuottavuuteen ja tehokkuuteen. Tätä tulisi tulevaisuudessa tutkia enemmän sekä Euroopassa että Yhdysvalloissa. Tutkimuksia tehdessä tulisi huomata, että pääomasijoituksen saaneet yritykset eivät välttämättä tuota hyvin jo heti ensimmäisinä vuosina investoinnin jälkeen. Joissakin yrityksissä tuottavuus alkaa parantua vasta monta vuotta sijoittamisen jälkeen. Esimerkiksi yrityksissä, joissa panostetaan paljon tuotekehitykseen ja patentteihin, kulut ovat aluksi suuret ja se heikentää yrityksen tuottavuutta alkuvuosina.

Suomessa tehdyistä tutkimuksista sekä Lähdemäki (2007) että Alén todistavat, että pääomasijoitettujen yritysten myynti kasvaa noin 10 % verrokkiyrityksiä nopeammin.

Männistön (2009) tutkimuksessa liikevaihto kasvaa jopa kolme kertaa enemmän pääomasijoitetuissa yrityksissä. Myös taseen loppusumma on ollut yli kahdeksankertainen pääomasijoitetuissa yrityksissä. Erityisesti tietointensiivisten palveluiden alalla liikevaihdon kasvu on ollut pääomasijoitetuissa yrityksissä jopa 25-kertaista verrattuna ei-pääomasijoitettuihin yrityksiin.

Tutkimuksista käy ilmi, että myynti kasvaa selvästi enemmän pääomasijoitetuissa yrityksissä kuin verrokkirytyksissä. Näin ovat todistaneet muun muassa Alén (2012), Lähdemäki (2007), Alemany ja Martí (2005), Peneder (2010) ja Caselli et al. (2008). Useat tutkijat huomaavat pääomasijoittamisen korreloivan positiivisesti myös liikevaihdon, taseen loppusumman sekä katetuoton kanssa. Näistä ei kuitenkaan ole tarpeeksi tutkimuksia tämän kandidaatintyön otoksessa, jotta voitaisiin todeta niiden välillä olevan positiivinen tai negatiivinen suhde.

Suomalaisista tutkijoista sekä Männistö (2009) että Järvenpää (2014) korostavat pääomasijoittajien arvonnisäysefektiä, eli heidän tutkimusten mukaan pääomasijoittajat todella vaikuttavat positiivisesti portfoliorytyksiinsä. Vastaavasti Yhdysvaltalaisissa tutkimuksissa käy ilmi, että pääomasijoittajat sekä valitsevat parhaita yrityksiä (valikoimisefekti) että vaikuttavat yritysten menestymiseen (arvonnisäysefekti). Lisäksi Chemmanur et al. (2011) toivat esille jakotavan alhaisen ja korkean maineen pääomasijoittajista. He totesivat, että alhaisen maineen pääomasijoittajat sijoittavat valmiiksi tehokkaampiin yrityksiin, kun taas korkean maineen sijoittajat pystyvät itse parantamaan yritysten tehokkuutta. Myös Croce et al. (2010) toteavat, että Yhdysvalloissa tehdyissä tutkimuksissa käy ilmi, että pääomasijoittajat valitsevat jo ennalta hyvin menestyneitä yrityksiä (valikoimisefekti). He olivat sitä mieltä, että ero Eurooppaan saattaa johtua Yhdysvaltojen kehittyneemmistä pääomamarkkinoista.

## 4 Johtopäätökset

Tässä työssä tutkittiin pääomasijoittamisen vaikutusta yrityksiin. Johdannon jälkeen tutkielmassa käytiin läpi mitä pääomasijoittaminen on, ketkä sitä tekevät ja miten sijoitusprosessi etenee. Itse tutkimuksessa tutkittiin kirjallisuuskatsauksen avulla, kuinka laajasti ja millä tavoin pääomasijoittaminen vaikuttaa yritysten innovatiivisuuteen, työllisyyteen sekä yritysten menestymiseen.

Tämän tutkimuksen perusteella voidaan todeta, että pääomasijoittaminen vaikuttaa positiivisesti yritysten innovatiivisuuteen. Innovatiivisuutta mitattiin muun muassa patenttien määrällä, patenttien tärkeydellä, patenttien suojaamisella, aineettomien oikeuksien määrällä ja uusien yritysten syntyminen määrällä. Tutkimustulokset Euroopan ja Yhdysvaltojen välillä eivät olleet merkittäviä. Tutkimuksissa havaittiin, että pääomasijoittajat keskittyvät usein tuotteiden kaupallistamiseen sekä niiden markkinoille tuomiseen.

Merkittäviä eroja löydettiin muun muassa aineettomien oikeuksien määrissä. Männistön (2009) tutkimuksessa aineettomien oikeuksien kasvu oli ollut 61 000 euroa vuosittain kun ei-pääomasijoitetuissa yrityksissä kasvu oli ollut -318 000 euroa. Myös patenttien määrissä oli huomattavia eroja. Esimerkiksi Engel ja Keilbach:in (2007) tutkimuksessa pääomasijoitetut yritykset hakivat keskimäärin 10 kertaa enemmän patenteja kuin ei-pääomasijoitetut yritykset.

Pääomasijoittamisen vaikutukset työllisyyteen ovat myös positiivisia. Monissa tutkimuksissa pääomasijoittamisen vaikutus työllisyyden kasvuun oli merkittävä (esimerkiksi Männistö (2009), Lähdemäki (2007), Achleitner ja Klöckner (2005) sekä Engel ja Keilbach (2007)). Pääomasijoittamisen vaikutukset työllisyyden tuottavuuteen ja palkkoihin ovat epäselviä ja näitä mittareita ei ole paljoa käytetty tutkimuksissa. Tulevaisuuden tutkimuksissa olisi hyvä käyttää työllisyyden tuottavuutta mitattaessa pääomasijoitusten vaikutuksia yritysten työllisyyteen. Kuten tutkimuksessa aiemmin on todettu tänä päivänä työllisyyden lisääminen ei ole tae yrityksen menestymisestä, vaan henkilöstön ja heidän työkalujen yhdistelmä on parempi mittari yritysten menestymisestä (Alén, 2012)



Yhdysvaltalaisissa ja Eurooppalaisissa tutkimuksissa oli selvä ero siinä, miten pääomasijoittajat vaikuttavat yritysten menestymiseen; valitsevatko pääomasijoittajat menestyksekkäämpiä yrityksiä vai onko pääomasijoittajilla kontribuutiota yrityksen menestymiseen? Eurooppalaisissa tutkimuksissa noin puolet tutkijoista ovat sitä mieltä, että pääomasijoittajat valitsevat menestykkäämpiä yrityksiä (Alén (2012), Peneder (2010), Engel ja Keilbach (2007) sekä Caselli et al. (2008)) ja puolet tutkijoista sitä mieltä, että sijoittajat tuovat kontribuutiota yritysten menestymiseen (Männistö (2009), Järvenpää (2012), Croce et al. (2010) sekä Bottazzi et al. (2008)). Yllättävää oli, että Yhdysvaltalaiset tutkijat olivat sitä mieltä, että osa pääomasijoitettujen yritysten menestyksestä johtuu valikoimisefektistä ja osa arvonlisäysefektistä.

Chemmanur et al.:in (2011) tutkimuksen mukaan alhaisen maineen pääomasijoittajat sijoittavat valmiiksi tehokkaiisiin yrityksiin, kun taas korkean maineen pääomasijoittajat pystyvät itse parantamaan yritysten tehokkuutta. Kaplan ja Schoar (2005) olivat sitä mieltä, että pääomasijoittajat sekä valitsevat parhaat yritykset että luovat arvoa yrityksille. Ero Eurooppaan voi selittyä Croce et al. (2010) mukaan Yhdysvaltojen kehittyneemmistä pääomamarkkinoista. Eron voi selittää myös pääomasijoittajien kokemus. Tulevaisuudessa tehtävissä tutkimuksissa tulisi myös ottaa huomioon pääomasijoittajan kokemus.

Yhdysvaltalaisista tutkimuksista voi huomata, että pääomasijoittaminen vaikuttaa positiivisesti myös ympäristöönsä, eikä vain niihin yrityksiin, joihin sijoittajat ovat investoineet. Samila ja Sorenson (2011) totesivat, että pääomasijoittajien läsnä ollessa yrittäjät uskaltavat lähteä kokeilemaan rohkeitakin ideoita, koska rahoittajia hyville ideoille löytyisi helposti. Myös aikaisemmassa tutkimuksessaan Samila ja Sorenson (2010) huomasivat pääomasijoittajien positiivisen vaikutuksen ympäristöönsä. He todistivat, että julkinen tuotekehitysrahoitus vaikutti patenttien määrän kasvuun alueilla, missä oli paljon pääomasijoittajia. Vastaavasti tutkijat todistivat, että patenttien määrä ei kasvanut tuotekehitysrahoituksesta huolimatta alueilla, joissa ei ollut aktiivista pääomasijoitustoimintaa. Nämä tutkimukset herättävät kysymyksen, onko pääomasijoittamisella myös jotakin sellaisia vaikutuksia ympäristöönsä mitä kukaan

tutkija ei ole vielä huomannut? Mielenkiintoista olisi nähdä myös muiden tutkijoiden ja muiden maiden tuloksia pääomasijoittamisen vaikutuksista ympäristöönsä.

Pääomasijoitusten vaikutusta yritysten menestymiseen on mitattu myynnin, taseen, liikevaihdon, katetuoton, tehokkuuden ja tuottavuuden kasvulla. Tämän tutkimuksen mukaan voidaan päätellä, että pääomasijoittaminen vaikuttaa positiivisesti myynnin kasvamiseen. Muiden mittareiden osalta tarvitaan vielä lisää tutkimustuloksia. Erityisesti tehokkuudella ja tuottavuudella mitattuna saatiin hyvin ristiriitaisia tutkimustuloksia.

Kaiken kaikkiaan Suomessa on tutkittu hyvin vähän pääomasijoittamisen vaikutuksia yrityksiin. Vähäisetkin tutkimukset ovat olleet pääomasijoitusyritysten tai –yhteisöjen teettämiä ja niiden riippumattomuuteen ei voida täysin luottaa. Olisi hyvä, jos Suomessa tehtäisiin laaja ja riippumaton tutkimus pääomasijoittamisen vaikutuksista yrityksiin. Tämä voi käytännössä olla hankalaa, sillä pääomasijoitusyhteisöt voivat olla tarkkoja datan luovuttamisesta ulkopuolisille.

Olisi mielenkiintoista nähdä lisää tutkimustuloksia kaikista kolmesta eri aihealueesta. Strömbergiä (2009) mukaillen täytyy muistuttaa, että se mitä todetaan jossakin maassa, ei välttämättä päde muissa maissa. Kuten tässä työssä nähtiin, ei myöskään tietyn toimialan tutkimustuloksia tule yleistää koskemaan muita toimialoja (esimerkiksi Männistö (2009) sekä Popov ja Roosenboom (2012)).

Tässä työssä käy ilmi, että pääomasijoittamisesta hyötyvät ainakin yrittäjä, työntekijät ja pääomasijoittaja. Sijoittajan kannalta pääomasijoittaminen on erittäin tärkeä sijoittamisen vaihtoehto, jos on valmis ottamaan suurempaa riskiä ja on mahdollisuus olla mukana kehittämässä yritystä eteenpäin. Myös yritysten kannalta pääomasijoittaminen on tärkeä vaihtoehto; se on edullisempaa, kuin pankkilaina ja pääomasijoittajan avulla yrittäjä saa kontakteja ja muita apuja menestyäkseen. Myös työntekijöiden kannalta pääomasijoittaminen on tärkeää, jotta yritykset pystyvät kasvamaan ja kehittymään ja näin yrityksillä on lisääntynyt tarve palkata lisää työvoimaa.

Monista tutkimuksista huolimatta on edelleen epäselvää, parantavatko pääomasijoittajat sijoittamiensa yritysten menestystä vai sijoittavatko pääomasijoittajat jo valmiiksi menestyksekkäisiin yrityksiin? Voi olla, että tähän kysymykseen ei ikinä saada selvää

vastausta, luulisin, että todellisuus on jotakin näiden kahden ääripään välistä. Mielestäni pääomasijoittaminen tarvitsisi vielä paljon lisää tutkimusta.

Pääomasijoitetut yritykset ovat innovatiivisempia, kuin ei-pääomasijoitetut yritykset monilla eri mittareilla mitattuna. Osa pääomasijoittajien vaikutuksesta selittyy valikoimisefektillä ja osa arvonlisäämisefektillä. Myöskin pääomasijoittajan kokemuksella ja riskinottohalulla on vaikutusta siihen, millaisiin yrityksiin he sijoittavat ja mitä toimenpiteitä he siellä tekevät.

Kausaalinen suhde pääomasijoituksen vaikutuksista yrityksiin on vaikea todistaa ja eri tutkimukset eri maissa antavat toisistaan poikkeavia tuloksia. Jos tutkimus on tehty liian pienellä otoksella niin tutkimusta ei voi yleistää. Voi olla myös, että taloudellisilla suhdanteilla on vaikutusta tutkimuksen tuloksiin. Ehkä taantuman aikana tehdyissä tutkimuksissa yritykset eivät kasva niin voimakkaasti taloudellisesti eikä henkilöstön määrällä mitattuna.

Tian ja Wang (2010) huomasivat, että pääomasijoitetut yritykset olivat vielä pitkään pääomasijoittajan poistumisen jälkeenkin innovatiivisempia kuin verrokkiyritykset. Myös Croce et al. (2010) huomasivat, että tuottavuuden kasvu pääomasijoitetuissa yrityksissä ei laske sijoittajan poistumisen jälkeen. Nämä tutkimukset todistavat, että pääomasijoittajilla on pitkäaikaisempi vaikutus yrityksiin, kuin mitä aiemmin on todistettu. Myös tästä aiheesta olisi mielenkiintoista saada uusia tutkimustuloksia.

Tämän tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää, millaisia vaikutuksia pääomasijoittamisella on sijoittamiinsa yrityksiin. Työssä tutkittiin 30 eri artikkelia ja työn tavoitteena oli luoda näiden artikkelien avulla kokonaiskuvaa pääomasijoittamisen vaikutuksista yritysten menestymiseen. Tutkimuksessa tultiin siihen lopputulokseen, että pääomasijoittaminen vaikuttaa positiivisesti yritysten innovatiivisuuteen, työllisyyteen sekä taloudelliseen menestymiseen. Tutkimuksessa jäi silti hyvin paljon mielenkiintoisia jatkotutkimusaiheita, kuten vaikuttaako pääomasijoittaminen yritysten tehokkuuteen ja tuottavuuteen. Tutkimusta tehdessä löydettiin myös hyvin mielenkiintoisia aiheita, joita kirjoittaja ei osannut odottaa. Yksi esimerkki näistä on se, että pääomasijoittaminen vaikuttaa pelkällä läsnäololla myös ympärillä oleviin yrityksiin. Tästä heräsi monta

kysymystä, joita olisi hyvä tutkia tulevaisuudessa. Toivottavasti tämän työn tuloksista on apua niin sijoittajille, yrittäjille kuin tutkijoillekin.

## LÄHTEET

### **Kirjat:**

Meyer, T. Deutsche Bank Research: Venture Capital Adds Economic Spice, 2010. Frankfurt am Main, Germany

Heikkilä J., 1994: Corporate Venture Capital mallina suuryritysten ja pk-yritysten yhteistyölle. ETLA Keskustelunaiheita no 486, Helsinki

FVCA: Pääomasijoittaminen Suomessa, 2002, Helsinki

FVCA: Pääomasijoitus vauhdittaa yritysten kasvua, 2009, Helsinki

FVCA ja PriceWaterhouseCoopers Oy: Pääomasijoitus- Avain yrityksen kasvuun, 2006. FCVA-opas, Helsinki

Immonen S., Grundsten H., Hyrsky K., Hämäläinen P., Laine P., Palmberg C., Sylvänne P., Valtonen P.: Growth Enterprise Review 2011 - Kasvuyrityskatsaus 2011. Helsinki, Unigrafia Oy, 2011, The Ministry of Employment and the Economy.

Lauriala J., 2004: Pääomasijoittaminen. Edita Publishing Oy, Helsinki

Metrick A., Yasuda A., 2011: Venture capital & the finance of innovation. John Wiley & Sons Inc., USA

TEM: Growth Enterprise Review 2011 - Kasvuyrityskatsaus 2011. The Ministry of Employment and the Economy. Helsinki

### **Artikkelit:**

Bottazzi L., Da Rin M., ja Hellmann T., 2008: Who are the active investors?: Evidence from venture capital. *Journal of Financial Economics*, vol. 89, no. 3, p 488-512.

Caselli S., Gatti S., ja Perrini F., 2009: Are venture capitalists a catalyst for innovation? *European Financial Management*, vol. 15, no.1, p. 92-111

Celikyurt U., Sevilir M. ja Shivdasani A., 2012: Venture Capitalists on boards of Mature Public Firms. *The Review of Financial Studies*, published online September 3<sup>rd</sup>.

Chesbrough H., 2002: Making Sense of Corporate Venture Capital. *Harvard Business Review*, vol. 80, no. 3., p. 90-99

Chemmanur T., Krishnan K., ja Nandy D., 2011: How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface. *The Review of Financial Studies*, vol. 24, no.12, p.4037–4090.

Colombo M., ja Grilli L., 2010: On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders' human capital and venture capital. *Journal of Business Venturing*, vol. 25, no. 6, p. 610-626.

Croce A., Martí J., ja Murtinu S., 2013: The impact of venture capital on the productivity growth of European entrepreneurial firms: 'Screening' or 'value added' effect? *Journal of Business Venturing*, vol. 28, no. 4, p. 489-510

Cumming D., 2008: Contracts and Exits in Venture Capital Finance. *The Review of Financial Studies*, vol. 21, no. 5., p. 1947-1982

Davila A., Foster G. ja Gupta M., 2003: Venture Capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing*, vol. 18, no. 6, p. 689-708

Denis D., 2004: Entrepreneurial finance: an overview of the issue and evidence. *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, no. 2., p. 301-326

Engel D. ja Keilbach M., 2007: Firm-level implications of early stage venture capital investment – An empirical investigation. *Journal of Empirical Finance*, vol. 14, no. 2, p.150-167.

Gompers P. ja Lerner J., 2001: The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, no. 2., p. 145-168

Goossens., Manigart S. ja Meuleman M., 2008: The change in ownership after a buyout: impact on performance. *The Journal of Private Equity*, vol. 12, no. 1, p. 31-41.

Harris R., Siegel D. ja Wright M., 2005: Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: Plant-level evidence from the United Kingdom. *Review of Economics and Statistics*, vol. 87, no. 1, p. 148-153.

Hirukawa M. ja Ueda M., 2011: Venture capital and innovation: which is first? *Pacific Economic Review*, vol. 16, no. 4, p. 421-465.

Kaplan S. ja Schoar A., 2005: Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The Journal of Finance*, vol. 60, no. 4, p. 1791-1823.

Kerr W., Lerner J. ja Schoar A., 2011: The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings. *The Review of Financial Studies*, published online October 9<sup>th</sup>.

Kortum S. ja Lerner J., 2000: Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. *RAND Journal of Economics*, vol. 31, no. 4, p. 674-692

Lerner J., Strömberg P. ja Sørensen M., 2011: Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation. *The Journal of Finance*, vol.66, no. 2., p. 445-477

Mason C. ja Harrison R., 2002: Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, vol. 17, no. 3., p.445-477.

Metrick A. ja Yasuda A., 2010: The Economics of Private Equity Funds. *The Review of Financial Studies*, vol. 23, no 6., p. 2303-2341

Peneder M., 2010: The impact of venture capital on innovation behaviour and firm growth. *Venture Capital*, vol.12, no. 2, p. 83-107

Popov A. ja Roosenboom P., 2012: Venture capital and patented innovation: evidence from Europe. *Economic Policy*, vol. 27, no. 71, p. 447-482.

Samila S., ja Sorenson O., 2011: Venture capital, entrepreneurship, and economic growth. *The Review of Economics and Statistics*, vol. 93, no.1, p. 338-349.

Sørensen M., 2007: How smart is smart money? A two-sided matching model of Venture Capital. *The Journal of Finance*, vol. 62, no. 6, p. 2725-2762.

Winton A. ja Yerramilli V., 2008: Entrepreneurial Finance: Banks versus venture capital. *Journal of Financial Economics*, vol. 88, no 1, p. 51-79

Weir C., Jones P., ja Wright M., 2008: Public to private transactions, private equity and performance in the UK: An empirical analysis of the impact of going private. *Private Equity and Performance in the UK: An Empirical Analysis of the Impact of Going Private*.

### **Working papers:**

Achleitner A., Klöckner O., 2005: Employment contribution of private equity and venture capital in Europe. CEFS working paper series, No. 2005-05

Alemaný L. ja Martí J., 2005: Unbiased estimation of economic impact of venture capital backed firms. EFA 2005 Moscow Meetings Paper

Alen T., 2010: The Impact of Venture Capital and Buyout investments in Finland, Aalto University, Department of Industrial Engineering and Management, Master's Thesis

Davis S., Haltiwanger J., Jarmin R., Lerner J. ja Miranda J., 2011: Private equity and employment (No. w17399). National Bureau of Economic Research

FVCA, 2006: A new European regime for Venture Capital. FVCA staff working paper. (verkkodokumentti) (viitattu 15.3.2015). Saatavilla: [http://www.fvca.fi/files/465/VC Funds\\_consultation\\_paper\\_en.pdf](http://www.fvca.fi/files/465/VC_Funds_consultation_paper_en.pdf)

Kaplan S. ja Strömberg P., 2008: Leveraged buyouts and private equity. NBER Working Paper No. 14207, Cambridge, Massachusetts

Kork S., 2006: Epäsymmetrisestä informaatiosta aiheutuvat riskit ja niiden hallinta pääomasijoitustoiminnassa, Tampereen yliopisto, Taloustieteen laitos, Pro Gradu – tutkielma



Lähdemäki T., 2007: Assessing the Economic and Societal Impact of Private Equity Investments, Helsinki University of Technology, Master's Thesis

Männistö L., 2009: The Firm-Level Societal and Economic Impact of Private Equity in Finland, Helsinki School of Economics, Master Thesis

Popov A. ja Roosenboom P., 2009: Does Private Equity Investment Spur Innovation? Evidence From Europe 1. Working paper series, Euroopan Keskuspankki, No 1036.

Strömberg P., 2009: The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings. (www document) (Accessed 1.4.2015). Available: <http://ssrn.com/abstract=1429322>.

Tian X. ja Wang T., 2010: Tolerance for Failure and Corporate Innovation. Working paper, Indiana University

Ueda M. ja Hirukawa M., 2008: Venture capital and industrial 'innovation'. Available at SSRN 1242693.

Wright M., Burrows A., Ball R., Scholes L., Meuleman M., ja Amess K., 2007: The implications of alternative investment vehicles for corporate governance: A survey of empirical research

#### **Internet lähteet:**

FVCA, 2015a: Mitä pääomasijoittaminen on? (verkkodokumentti) (viitattu 2.3.2015). Saatavilla: <http://www.fvca.fi/yrittajalle>

FVCA, 2015b: Suomalaisyrityksiin sijoitettiin kaikkien aikojen ennätyssumma (verkkodokumentti) (viitattu 1.6.2015). Saatavilla: [http://www.fvca.fi/ajankohtaista/suomalaisyrityksiin\\_sijoitettiin\\_kaikkien\\_aikojen\\_ennatyssumma.914.news](http://www.fvca.fi/ajankohtaista/suomalaisyrityksiin_sijoitettiin_kaikkien_aikojen_ennatyssumma.914.news)

Mustonen A., 2015: Joukkosijoittaja piirittää saalista (verkkodokumentti) (viitattu 1.6.2015). Saatavilla: <http://www.kauppalehti.fi/uutiset/joukkosijoittaja-piirittaa-saalista/Qbidd6yB>

Suomen Bisnesenkelit ry, 2000: Mitä ovat bisnesenkelit? (verkkodokumentti) (viitattu 1.6.2015). Saatavilla: <http://www.bisnesenkelit.fi/bisnesenkelit.html>

## LIITE 1. Taulukko artikkeleista

Tutkija	Vuosi	Artikkelin nimi	Lehti/Julkaisu	Aineisto	Havainnot
Järvenpää	2014	Private equity as a form of active and professional ownership: an analysis of value-adding mechanisms of private equity in Finland	Master's Thesis	Haastattelut Suomalaisista yrityksistä	-Pääomasijoittajat voivat edesauttaa portfolio-yritystensä kehitystä erilaisten neuvonta-apujen kautta -Pääomasijoittajilla on tärkeä rooli kasvun fasilitaattorina Suomalaisissa yrityksissä -Pääomasijoittajat tuovat yritykselle uskottavuutta, joka voi edesauttaa uusien asiakkaiden tai lainan saamista -Pääomasijoittajan mukana olo edistää yrityksen kehitystä -Pääomasijoittajat ovat merkittävä osa yritysten omistusta, ne ovat sekä aktiivisia että ammattimaisia ja siksi edesauttaa yrityksiä nopeaan ja kestäväan kasvuun -Menestyneet pääomasijoittajat tunnustavat omat osaamisalueensa ja he täydentävät omaa osaamistaan palkkaamalla ulkopuolisia, joilla on täydentävää tietoa ja osaamista
Lähdemäki	2007	Assessing the Economic and Societal Impact of Private Equity Investments	Master's Thesis	75 Suomalaista yritystä	-Pääomasijoitetuiden yritysten työllisyys kasvoi 55% enemmän kuin toimialalla keskimäärin -Pääomasijoitetuiden yritysten myynti kasvoi 12% teollisuuden keskimääräistä arvoa nopeammin
Männistö	2009	The Firm-Level Societal and Economic Impact of Private Equity in Finland	Master's Thesis	146 Suomalaista yritystä, jotka ovat saaneet ensimmäisen pääomasijoituksen vuosina 2002–2004	-Henkilöstön määrän kasvu on jopa yli 6 kertaa suurempaa pääomasijoitetuissa yrityksissä -Liikevaihdolla mitattuna pääomasijoitetut yritykset ovat kasvaneet kolme kertaa verrokkiryhmää nopeammin. Aikaisen kasvuvaiheen yritykset ovat kasvaneet jopa 7 kertaa nopeammin -Pääomasijoitetuiden yritysten myynti kasvoi keskimäärin 4,6 miljoonalla eurolla, verrokkiryhmissä luku oli 1,2 miljoonaa euroa -Myös taseen loppusumman ja aineettomien varojen kasvu huomattavasti suurempaa -Tietoliikenneintensiivisellä alalla yritysten liikevaihdon kasvu oli 25-kertaista verrattuna verrokkiryhtyksiin -Pääomasijoitetut yritykset tuottavat huonommin kuin ei-pääomasijoitetut yritykset kolmen vuoden jälkeen pääomasijoituksen saamisesta. Näillä yrityksillä on jo pääomasijoituksen saadessaan huonompi tuottavuus. Tutkija tulee siihen lopputulokseen, että pääomasijoittajat sijoittavat yrityksiin, joissa on paljon kasvumahdollisuuksia, eikä sellaisiin yrityksiin, joilla menee jo hyvin -Aineettomien varojen kasvu oli huomattavasti suurempaa pääomasijoitetuilla yrityksillä
Alén	2012	The Impact of Venture Capital and Buyout investments in Finland	Master's Thesis	Suomalaiset yritykset, jotka saivat ensimmäisen pääomasijoituksen vuosina 2002–2008	-Pääomasijoitetut yritykset kasvavat huomattavasti nopeammin myynnin, työllistämisen, arvonlisäyksen sekä taseen loppusumman perusteella -Pääomasijoittajat toimivat tärkeänä kasvun eteenpäin viejinä Suomalaisessa yritysmaailmassa -Pääomasijoitetut yritykset saivat enemmän patenteja läpi Tekesiltä -Pääomasijoitetuilla yrityksillä enemmän aineetonta pääomaa taseessa -Pääomasijoitetut yritykset lisäävät 6% enemmän työpaikkoja, myynti kasvaa 9% nopeammin kuin ei-pääomasijoitetuilla yrityksillä -Pääomasijoittajat valitsevat tuotekehitykseen keskittyneitä yrityksiä, jotka etsivät kasvunsa rahoittajia -Pääomasijoitetut yritykset kasvavat tehokkaammin; myynti kasvaa merkittävästi nopeammin vaikka tuotekehitys on samalla tasolla tai alempana
Aleman ja Martí	2005	Unbiased estimation of economic impact of venture capital backed firms	EFA 2005 Moscow Meetings Paper	323 Espanjalaista yritystä	-Nettoinvestoinnit aineettomiin oikeuksiin triplaantuivat, pääomasijoitetut yritykset huomattavasti innovatiivisempia -Pääomasijoittaminen vaikuttaa positiivisesti työllisyyteen, myyntiin, katetuottoon, liikevoittoon, taseeseen, veroihin ja aineettomiin varoihin
Engel ja	200	Firm-level	Journal of	142	-Pääomasijoitetut yritykset hakevat keskimäärin 10 kertaa enemmän

Keilbach	7	implications of early stage venture capital investment – An empirical investigation	Empirical Finance	Saksalaista yritystä	patentteja sekä ennen että jälkeen pääomasijoittajan mukaantuloa -Pääomasijoittajat sijoittavat jo valmiiksi innovatiivisiin yrityksiin, eikä näin ollen lisää innovatiivisuutta -Pääomasijoitetuiden yritysten työllisyyden kasvu jopa 55% korkeampi -Yksin patenttien määrällä ei voi mitata innovatiivisuutta, sillä 1) kaikkia innovaatioita ei voi patentoida 2) innovaatioita, joissa on sellaista tietotaitoa, mitä ei haluta tuoda julkisuuteen, ei voi patentoida 3) patenttoimisprosessi voi olla liian hidaskasvu innovaatioyksiköille -Pääomasijoitetut yritykset kasvavat kaksi kertaa nopeammin verrattuna ei-pääomasijoitettuihin yrityksiin -Tutkijat vahvistavat positiivisen valikoimisen: innovatiivisilla yrityksillä on parempi mahdollisuus saada pääomasijoitusta, mikä johtaa nopeampaan kasvuun. Tutkijat toteavat, että pääomasijoittajat sijoittavat innovatiivisempiin yrityksiin jonka jälkeen he panostavat uusien tuotteiden kaupallistamiseen ja markkinoille tuomiseen ja sitä kautta lisäävät yrityksen kasvua. -Palvelualan pääomasijoitetut yritykset kasvavat jopa kome kerran nopeammin kuin verrokkiyritykset -Pääomasijoittajien tuoma kontribuutio ei ole vain rahallista, vaan lisäarvoa tuo myös heidän kontaktinsa ja verkostonsa
Croce, Martí ja Murtinu	2010	The impact of venture capital on the productivity growth of European entrepreneurial firms: “Screening” or “value added” effect?	Journal of Business Venturing	Kuusi Euroopan maata 227 hi-tech companies	-Ennen pääomasijoitusta yritysten tuottavuudessa ei ole eroja, mutta pääomasijoituksen jälkeen tuottavuus kasvaa näissä yrityksissä huomattavasti verrattuna ei-pääomasijoitettuihin yrityksiin -Tuottavuuden kasvu ei laske pääomasijoittajan lähtemisen jälkeen, mikä todistaa että pääomasijoittajilla on pitkäkestoinen vaikutus yrityksen tuottavuuteen -Tutkijat tulevat siihen lopputulokseen, että pääomasijoittajat eivät valitse parempia yrityksiä (valikoimisefekti), vaan he itse edistävät tuottavuuden kasvua (arvonlisäyseeffekti) -Työllisyyden tuottavuudessa ei ole merkittäviä eroja pääomasijoitetuilla yrityksillä ja verrokkiyrityksillä -Yhdysvalloissa tehdyissä tutkimuksissa käy ilmi, että pääomasijoittajat valitsevat yleensä jo ennalta hyvin menestyviä yrityksiä. Ero Eurooppaan saattaa olla Yhdysvaltojen kehittyneemmissä pääomamarkkinoissa
Chemmanur, Krishnan ja Nandy	2011	How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface	The Review of Financial Studies	Yhdysvaltalaiset teollisuusyritykset, jotka saivat pääomasijoitusta vuosina 1972–2000	-Pääomasijoitetuiden yritysten tehokkuus on korkeammalla tasolla jo ennen pääoman saamista, mutta se myös nousee merkittävästi korkeammalle pääomasijoittajan mukaan tulon jälkeen -Pääomasijoittajat edistävät yritysten tuottavuutta -Pääomasijoittajan mukaan tulon jälkeen yrityksen myynti kasvaa merkittävästi -Alhaisen maineen pääomasijoittajat sijoittavat tehokkaampiin yrityksiin (valikoimisefekti), kun taas korkean maineen pääomasijoittajat pystyvät parantamaan yritysten tehokkuutta (arvonlisäyseeffekti) -Pääomasijoitetut yritykset ovat keskimäärin suurempia varallisuuden, myynnin ja työllisyyden osalta kuin vertailuryhmän yritykset -Pääomasijoitetut yritykset saavuttivat 18,5 % korkeamman tehokkuuden tason, mitä sama yritys olisi tavoittanut ilman pääomasijoittamista. Eli pääomasijoittajilla on merkittävä rooli yritysten monitoroinnissa -Pääomasijoitetut yritykset ovat tehokkaampia kokonaistuottavuudella mitattuna ennen investointia, investoinnin aikana ja sen jälkeen
Weir, Jones ja Wright	2008	Public to Private Transactions, Private Equity and Performance in the UK: An Empirical Analysis of the Impact of Going Private	CMBOR Occasional Paper	122 buy-outs in UK during 1998-2004	-Toiminnan tehokkuus, työllisyyden lisäys ja liikevoitto/työntekijä suurempia pääomasijoitetuilla yrityksillä -Tutkijat eivät löytäneet yhteyttä kokonaistuottavuuden paranemiseen
Harris, Siegel ja Wright	2005	Assessing the Impact of Management Buyouts on	The Review of Economics and	35752 Iso-Britannialaista tehdasta, 1994-1998	-Toimialasta riippumatta, yrityksillä oli keskiarvoa huonompi tuottavuus ennen investointia, mutta tuottavuus lisääntyi merkittävästi investoinnin samaisen jälkeen

		Economic Efficiency: Plant-Level Evidence from the United Kingdom	Statistics		-Vanha tutkimusotos
Strömberg	2009	The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe	EVCA	Kooste tutkimustuloksista	-Pääomasijoituksilla on positiivinen vaikutus uusien työpaikkojen luomiseen -Pääomasijoittaminen lisää patenttien hakemista ja näin ollen lisää innovatiivisuutta -Pääomasijoitetut yritykset tuovat innovaatioitaan nopeammin markkinoille -Pääomasijoitetut yritykset hakevat taloudellisesti merkittävämpiä patenteja ja heillä on keskittyneempi patenttportfolio -Investoinnin jälkeen yritysten toiminnan tehokkuus kasvaa
Achleitner ja Klöckner	2005	Employment contribution of private equity and venture capital in Europe	CEFS working paper series	Eurooppalaiset pääomasijoitetut yritykset	-Pääomasijoitetuissa yrityksissä työllisyys kasvoi 30.5% vauhtia, kun keskiarvo Euroopassa oli 0,7% p.a. vuosina 2000-2004 -Pääomasijoitetuilla yrityksillä tuotekehityksen määrä/työntekijä oli 50500€, kun muilla yrityksillä se oli keskimäärin 8500€ -EVCA:n tutkimus
Popov ja Roosenboom	2009	Does Private Equity Investment Spur Innovation? Evidence From Europe 1	European Central Bank	21 Eurooppalaista yritystä vuosina 1991-2004 18 maasta	-Pääomasijoittamisella on tärkeä merkitys patenttien määrään ja uusien yritysten luomiseen -Pääomasijoittamisella on merkittävästi suurempi vaikutus patenteihin yrittäjävälisissä maissa, joissa verotus ja sääntely on pääomasijoittajavälisempää -Pääomasijoittamisella on heikko yhteys innovatiivisuuteen ja yhteys vaihtelee merkittävästi eri Euroopan maissa ja eri otoksilla mitattaessa
Lerner, Strömberg ja Sørensen	2011	Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation.	The Journal of Finance	495 yritystä, joilla on ainakin yksi onnistunut patenttihakemus	-Pääomasijoitetut yritykset hakevat taloudellisesti merkittävämpiä patenteja -Patenttien hakemisen määrä ei muutu merkittävästi pääomasijoituksen saamisen jälkeen -Yritysten patenttportfolioiden merkitys kasvaa pääomasijoituksen saamisen jälkeen -Pääomasijoitetut yritykset keskittyvät enemmän ydinosaamiseensa ja hakevat siihen liittyen tärkeämpiä patenteja -Patenttien tärkeys kasvaa niissä luokissa, missä yrityksen fokus on ollut ennen pääomasijoittajan mukaan tuloa ja niissä luokissa, missä yritys lisää patenteja pääomasijoittamisen jälkeen -Pääomasijoitetut yritykset tuovat nopeammin tuotteensa markkinoille
Peneder	2010	The Impact of Venture Capital on Innovation Behaviour and Firm Growth	Venture Capital	166 Itävaltaista yritystä	-Pääomasijoitetuiden yritysten myynti ja työllisyys kasvaa verrokkiyrityksiä enemmän. Pääomasijoitetuissa yrityksissä myynti kasvaa keskimäärin 25% vuodessa, kun verrokkiyritykset kasvavat samassa ajassa vain 9% -Tutkijat tulevat siihen lopputulokseen, että innovatiivisuuden erot pääomasijoitetuissa ja ei-pääomasijoitetuissa yrityksissä johtuvat pelkästään valikoimisefektistä eikä näin ollen pääomasijoittamisella ole kausaalista suhdetta innovatiivisuuteen -Pääomasijoitetuilla yrityksillä oli enemmän tuoteinnovaatioita ja enemmän patenteja, ne toivat useammin uusia tuotteita markkinoille ja niillä on suurempi taipumus suojata innovaatioitaan
Caselli, Gatti ja Perrini	2008	Are venture capitalists a catalyst for innovation?	European Financial Management	37 Italiaalaista pääomasijoitettua yritystä	-Ennen investointia, pääomasijoitetut yritykset hakevat enemmän patenteja kuin verrokkiyritykset, mutta investoinnin jälkeen näin ei enää ole -Pääomasijoittaminen takaa yrityksen kasvun koolla, johtamisella ja tietotaidolla mitattuna -Pääomasijoittamisen ei nähdä lisäävän innovatiivisuutta Italialaisissa yrityksissä, lähinnä sen nähdään vaan lisäävän yrityksen myyntiä -Pääomasijoittajat valitsevat yrityksiä, joissa on suurin kasvupotentiaali. Maksimoidakseen tuottonsa he keskittyvät sijoittamisen jälkeen markkinoinnin ja myynnin parantamiseen, enemmän kuin innovatiivisuuteen -Patenttien määrä vähenee kun yritykset saavat pääomasijoitusta
Bottazzi, Da Rin ja Hellman	2008	Who are the active investors?	Journal of Financial Economics	17 Euroopan maata (sisältäen Suomen), pääomasijoitu	-Pääomasijoittajien osallistuminen ja aktiivisuus korreloi positiivisesti yritysten menestymiseen (arvonlisäysefekti) -Pääomasijoittajan aikaisempi kokemus vaikuttaa sijoittajan aktiivisuuteen, mikä taas vaikuttaa yrityksen menestymiseen

				ksen vuonna 1998–2001 saaneita yrityksiä	
Amess, Girma ja Wright	2008	What are the Wage and Employment Consequences of Leveraged Buyouts, Private Equity and Acquisitions in the UK?	Nottingham University Business School, Research Paper Series	133 Iso-Britannialaista LBO yritystä vuosina 1996–2006	-Pääomasijoitetut yritysostot eivät vaikuta työllisyyteen tai palkkoihin, kun taas ei-pääomasijoitetut yritysostot vähentävät työllisyyttä, mutta lisäävät palkkojen määrää
Samila ja Sorenson	2010	Venture capital as a catalyst to commercialization	Research Policy	Yhdysvallat	-Julkisen tuotekehitysrahoitus vaikuttaa suurempiin patenttien määriin ja uusien yritysten perustamisiin alueilla, joissa on paljon pääomasijoittajia -Pääomasijoittaminen toimii kaupallistamisen katalyysaattorina -Pääomasijoittaminen vaikuttaa suoraan patenttien hakemisen määrään ja uusien yritysten syntymiseen. Tämä tehokkuus kasvaa, kun mukana on julkista tuotekehitysrahoitusta. Paikoissa, joissa pääomasijoittaminen ei ole läsnä, julkisella tuotekehitysrahoituksella ei ole juurikaan vaikutusta patenttien määrän lisäykseen eikä yritysten perustamiseen -Pääomasijoittamisen olemassaolo rohkaisee tutkijoita tutkimaan radikaalimpia innovaatiotapoja, tietäen että heidän tutkimus voi kantaa hedelmää
Samila ja Sorenson	2011	Venture capital, entrepreneurship, and economic growth	The Review of Economics and Statistics	Yhdysvallat	-Pääomasijoittaminen vaikuttaa positiivisesti uusien yritysten syntymiseen, työllisyyteen sekä kokonaistuloihin -Pääomasijoittaminen vaikuttaa myös niihin yrityksiin, joita se ei suoranaisesti edes rahoita. Yrittäjät perustavat yrityksiä, kun he tietävät että heillä on mahdollisuus saada rahoitusta. Pääomasijoitetut yhtiöt voivat siirtää hiljaista tietoa työntekijöilleen ja näin mahdollistaa työntekijöidensä aloittamisen yrittäjänä -Pääomasijoittaminen lisää työllisyyttä ja kokonaistuloa alueellaan. Osa tästä kasvusta johtuu siitä, että pääomasijoittajien läsnäollessa yrittäjät toteuttavat ideoita, joita he muuten eivät rohkenisi toteuttaa
Ueda ja Hirukawa	2008	Venture Capital and Industrial innovation		Yhdysvaltalaiset teollisuusyritykset	-Tutkijat eivät löydä yhteyttä pääomasijoittamisen ja kokonaistuottavuuden välillä. Tutkijat huomaavat kuitenkin, että pääomasijoittaminen vaikuttaa työntekijöiden tuottavuuteen ja he selittävät tämän sillä, että yritykset käyttävät enemmän teknologiaa ja energiaa ja vähemmän työvoimaa
Sørensen	2007	How smart is smart money?	The Journal of Finance	Yhdysvaltalaiset pääomasijoitetut yritykset (IPO) vuosina 1982–1995	-Yritykset, joilla on kokenut pääomasijoittaja menevät todennäköisemmin julkisen kaupan kohteeksi. Tämä johtuu osittain valikoimisefektistä ja osittain arvonnlisäämisefektistä
Davis, Haltiwanger, Jamin, Lerner ja Miranda	2011	Private equity and employment	National Bureau of Economic Research	5000 Yhdysvaltalaisia yritystä, jotka ovat saaneet pääomasijoitusta vuosina 1980–2005	-Työllisyyden kasvu on heikompaa pääomasijoitetuissa yrityksissä sekä ennen että myös investoinnin jälkeen. Kuitenkin pääomasijoitetut yritykset luovat enemmän uusia työpaikkoja kuin ei-pääomasijoitetut yritykset -Pääomasijoittamisen luova tuho: se uudistaa organisaatiota niin, että se tuhoaa tuottamattomat struktuurit ja ohjaa resurssit tuottavampiin toimintoihin
Wright, Burrows, Ball, Scholes, Meuleman ja Amess	2007	The implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: A Survey of Empirical Research	Prepared for the Steering Group on Corporate Governance	OECD maiden pääomasijoitetuja yrityksiä (BO)	-Suurin osa MBI ja MBO:ista kasvoivat työllisyyden ja palkkojen osalta -Pääomasijoittajat allokoivat yrityksen resurssit uudestaan, tuottavampaan käyttöön
Goossens et al	2008	The Change in Ownership after a	The Journal of Private	167 Belgialaista	-Eivät löytäneet yhteyttä pääomasijoittamisen ja myynnin kasvun välillä. He huomasiivat, että MBO yritykset kasvavat hitaammin varallisuuden osalta

		Buyout: Impact on Performance	Equity	BO-yritystä vuosina 1996-2003	mutta nopeammin työllisyyden osalta kuin verrokkiyritykset -Eivät myöskään löytäneet eroja tehokkuudessa
Colombo ja Grilli	2009	On Growth Drivers of High-Tech Start-Ups: Exploring the Role of Founders' Human Capital and Venture Capital	Journal of Business Venturing	439 Italialaista teknologia-alan yritystä, jotka perustettiin vuosina 1980–1999	-Pääomasijoitetut yritykset kasvavat muita yrityksiä nopeammin -Sijoittajalle on tärkeätä valita yrityksiä, joiden kehityspotentiaali vastaa heidän omaa osaamistaan, jotta he pystyvät luomaan arvoa yritykselle
Popov ja Roosenboom	2012	Venture capital and patented innovation: evidence from Europe	Economic Policy	21 Eurooppalaista yritystä vuosina 1991-2004	-Pääomasijoittamisella on tärkeä merkitys patenttien määrään ja uusien yritysten luomiseen -Bioteknologia-alalla pääomasijoittaminen on 9-kertaa tehokkaampaa patenttien hakemisen määrällä mitattuna kuin yritysten t&k rahoitus
Kaplan ja Schoar	2005	Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows	The Journal of Finance	Yhdysvaltalaiset pääomasijoitusrahastot vuosina 1981-2001	-Pääomasijoittajan kokemus vaikuttaa positiivisesti yritysten menestymiseen -Pääomasijoittajat sekä tuovat arvoa yrityksille (arvonlisäämisefekti) että valitsevat parhaat yritykset (valikoimisefekti)
Hirukawa ja Ueda	2011	Venture Capital and innovation	Pacific Economic Review	Yhdysvaltalaiset teollisuusyritykset	-Tutkijat löytävät vähän todisteita siitä, että kokonaistuottavuudella mitattuna, innovaatiota olisi yrityksissä jo ennen pääomasijoittajan mukaan tuloa -He löytävät vain heikkoja todisteita siitä, että pääomasijoittaja toisi innovaatiivisuuden mukanaan -Kausalisuus muuttuu eri mittareilla mitattuna, kokonaistuottavuuden kasvu ja patenttien määrä -Patenttien määrä vähenee kun yritykset saavat pääomasijoitusta
Tian ja Wang	2010	Tolerance for Failure and Corporate Innovation	Working Paper	Yhdysvaltalaisia, IPO:n läpikäyneitä yrityksiä, jotka saivat pääomasijoitusta vuosina 1980–2006	-Yritykset, joissa on pääomasijoittajia, jotka eivät pelkää epäonnistumisia, ovat merkittävästi innovatiivisempia kuin muut yritykset. Nämä yritykset hakevat enemmän patenteja ja nämä patentit ovat merkittävämpiä. -Yritykset ovat vielä pitkään pääomasijoittajan poistumisen jälkeenkin innovatiivisempia kuin muut yritykset