

Pro gradu -tutkielma

Matti Väyrynen 2019

Lappeenrannan teknillinen yliopisto
School of Business and Management
Laskentatoimi

Matti Väyrynen

Rahoitukselliset haasteet pienissä kasvuyrityksissä

Financial Constraints Faced by Small Growth Companies

Pro gradu -tutkielma

2019

Ohjaaja / 1. tarkastaja: Kati Pajunen

2. tarkastaja: Pasi Syrjä

TIIVISTELMÄ

Tekijä: Matti Väyrynen

Tutkielman nimi: Rahoitukselliset haasteet pienissä kasvuyrityksissä

Tiedekunta: LUT School of Business and Management

Pääaine: Laskentatoimi

Vuosi: 2019

Pro gradu -tutkielma: 62 sivua, 2 taulukkoa, 1 kuva, 1 liite

Tarkastajat: Kati Pajunen, Pasi Syrjä

Hakusanat: rahoitukselliset haasteet, rahoitusongelmat, kasvuyritykset, nokkimisjärjestysteoria

Tämän tutkimuksen tavoitteena on tutkia, mitä ovat pienten kasvuyritysten rahoitukselliset haasteet. Rahoituksellisten haasteiden ohella tutkimuksessa tutkitaan pienten kasvuyritysten käyttämiä rahoituslähteitä. Tutkimus tehdään laadullisena tutkimuksena. Tutkimuksen aineisto koostuu seitsemän suomalaisen pienen kasvuyrityksen kanssa tehdyistä puolistrukturoiduista haastatteluista.

Tämän tutkimuksen tulokset ovat laajalti linjassa aiempien tutkimusten kanssa. Pienten kasvuyritysten rahoituslähteitä kuvaa parhaiten niin sanottu nokkimisjärjestysteoria, jonka mukaan yritykset suosivat rahoituksessaan ensisijaisesti sisäistä rahoitusta, kuten tulorahoitusta, ja vasta tulorahoituksen loputtua ulkoista rahoitusta. Ulkoisessa rahoituksessa suositetaan velkarahoitusta ennen ulkoista oman pääoman ehtoista rahoitusta, koska yritykset pyrkivät välttämään omistuksen laimentumisen, eli diluution.

Pienten kasvuyritysten rahoitukselliset haasteet liittyvät enimmäkseen niiden tärkeimpään ulkoiseen rahoittajaan, eli pankkiin. Yritykset käyttävät ensisijaisena ulkoisena rahoituslähteenään pankin velkarahoitusta, mutta pankki riskiä minimoivana rahoittajana ei ole valmis kantamaan pienten kasvuyritysten toimintaan liittyvää riskiä. Ulkoisen oman pääoman ehtoinen rahoitus olisi kasvun rahoittamiseen joustavampi vaihtoehto, mutta yritykset pyrkivät välttämään omistuksen laimentumista, minkä vuoksi tätä vaihtoehtoa käytetään useimmiten vain silloin, kun tulorahoitusta tai velkarahoitusta ei ole saatavilla. Tutkimuksessa selviää myös joitakin julkiseen rahoitukseen liittyviä haasteita. Tutkimuksen tulosten perusteella rahoituksellisilla haasteilla voi olla yritysten toimintaan vaikuttavia kielteisiä seurauksia, kuten kasvun rajoittumista. Toisaalta rahoitukselliset haasteet eivät aiheuta negatiivisia seurauksia jokaiselle niitä kohtaavan yrityksen toiminnalle ja kaikki yritykset eivät edes kohtaa rahoituksellisia haasteita. Näin ollen rahoitukselliset haasteet eivät ole kaikkia kasvuyrityksiä koskettava ilmiö.

ABSTRACT

Author: Matti Väyrynen

Title: Financial Constraints Faced by Small Growth Companies

Faculty: LUT School of Business and Management

Major: Accounting

Year: 2019

Master's thesis: 62 pages, 2 tables, 1 picture, 1 appendix

Examiners: Kati Pajunen, Pasi Syrjä

Key words: Financial Challenges, Financial Constraints, Growth Companies, Pecking Order Theory

The objective of this study is to investigate financial constraints faced by small growth companies. In addition to financial constraints, this study investigates sources of financing used by small growth companies. This study uses qualitative research methods. Research data consist of semi-structured interviews conducted with seven Finnish small growth companies.

The findings of this study are largely similar to the findings of previous studies. The so-called pecking order theory describes financing behavior of small growth companies. According to the pecking order theory, companies first prefer internal sources of financing, such as retained earnings, and when those are depleted, companies turn to external sources of financing. As for external sources of financing, debt financing is preferred to external equity financing because companies try to avoid dilution of ownership.

Financial constraints of small growth companies are mostly related to their main external financier which is their bank. Companies use debt financing provided by their bank as their main source of external financing, but banks tend to be risk averse, meaning that they are not ready to bear the risk related to small growth companies. External equity financing would be a more flexible choice for financing growth, but companies try not to dilute ownership, which is the reason why this source of financing is usually used only when retained earnings and debt financing are not available. Moreover, this study finds some constraints related to public financing. The findings of this study suggest that financial constraints may have some negative implications for small growth companies, such as restricted growth. However, financial constraints do not have negative implications for every growth company facing them and some companies do not even face financial constraints in the first place. Therefore, financial constraints are not a phenomenon that pertains to all small growth companies.

ALKUSANAT

Niin siitä on vain kulunut reilut viisi vuotta, kun aloitin opintoni Lappeenrannassa. Tästä ainutlaatuisesta ajanjaksosta kiitokset kuuluvat etenkin opiskeluvuosien aikana tapaamilleni ystäville, jotka tekivät tästä ajanjaksosta ikimuistoisen. Kiitokset kuuluvat myös perheelleni, joka on tukenut minua näiden vuosien aikana.

Graduun liittyen haluan ensinäkin kiittää gradun toimeksiantajan puolelta Minnaa ja gradun ohjaajana toiminutta Manua. Minnalta sain alun perin toimeksiannon gradusta, ja Manulta olen saanut hyödyllisiä neuvoja graduun liittyen. Lisäksi haluan kiittää koulun puolelta graduohjaajina toimineita Katia ja Pasia. Edellä mainittujen henkilöiden tuki on helpottanut omaa gradu-urakkaani merkittävästi.

Kohti uusia haasteita.

Vantaa, 3.2.2019

Matti Väyrynen

Sisällysluettelo

1	JOHDANTO.....	1
1.1	Tutkimuksen taustaa.....	1
1.2	Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset.....	2
1.3	Tutkimuksen teoreettinen viitekehys ja rajaukset.....	3
1.4	Tutkimuksen keskeiset käsitteet ja määritelmät.....	4
1.5	Tutkimusmenetelmä ja -aineisto.....	6
1.6	Tutkimuksen rakenne.....	7
2	TUTKIMUKSEN TEOREETTINEN VIITEKEHYS	8
2.1	Kasvu- ja pk-yrityksistä yleisesti.....	8
2.2	Nokkimisjärjestysteoria.....	9
2.3	Kasvuyritysten rahoitus.....	11
2.3.1	Käytetyt rahoituslähteet.....	11
2.3.2	Vaihtoehtoiset rahoituslähteet.....	12
2.4	Rahoitukselliset haasteet.....	13
2.5	Pk-yritysten rahoituksen erityispiirteitä.....	15
2.5.1	Tiedon läpinäkymättömyys.....	16
2.5.2	Vakuuksien merkitys.....	16
2.6	Pk-yritysten rahoitus ja pankit.....	17
2.6.1	Pankkisuhde.....	17
2.6.2	”Lannistunut lainaaja”.....	18
2.7	Pk-yritysten rahoitus ja ulkoinen oma pääoma.....	20
3	PIENTEN KASVUYRITYSTEN RAHOITUS JA RAHOITUKSELLISET HAASTEET.....	22
3.1	Tutkimusmenetelmä.....	22
3.2	Tutkimusaineiston keruu.....	23
3.3	Tutkimusaineiston kuvaus.....	25
3.4	Haastatteluiden tulokset.....	27
3.4.1	Rahoituslähteet.....	27
3.4.2	Rahoitukselliset haasteet.....	33
3.4.3	Yleisemmin rahoituksen saatavuudesta ja sen ehdoista.....	38
4	YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	43
4.1	Yhteenveto.....	43
4.2	Tulosten pohdinta.....	44
4.3	Tutkimuskysymyksiin vastaaminen.....	49

4.4 Tutkimuksen rajoitukset ja jatkotutkimusaiheet	55
LÄHDELUETTELO	57

LIITTEET

Liite 1. Haastattelurunko

KUVIOLUETTELO

Kuvio 1. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys (sivu 4)

TAULUKKOLUETTELO

Taulukko 1. Haastatellut yritykset, haastateltavan positio sekä haastattelun pituus (sivu 26)

Taulukko 2. Ulkoisten rahoituslähteiden hyödyt ja haitat (sivu 45)

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen taustaa

Kansantaloudelle tärkeiden pk-yritysten on sanottu kärsivän rahoituksen saatavuuteen liittyvistä vaikeuksista (esim. Berger & Udell 1998; Beck & Demirgüç-Kunt 2006; North, Baldock & Ekanem 2010). Toisaalta on myös esitetty, että pk-yrityksillä ei ole vaikeuksia rahoituksen kanssa, mutta tämä johtunee siitä, että suurin osa pk-yrityksistä ei edes tavoittele kasvua (Vos, Yeh, Carter & Tagg 2007; Mina, Lahr & Hughes 2013). Aiemmassa kirjallisuudessa onkin keskitytty tarkastelemaan koko pk-yritysjoukkoa sen sijaan, että keskityttäisiin nopeasti kasvaviin yrityksiin (Brown & Lee 2014). Etenkin kasvuyritykset ovat talouden kannalta merkittäviä yrityksiä, sillä niiden on muun muassa sanottu luovan ison osan uusista työpaikoista sekä levittävän innovaatioita läpi talouden (Lee 2014).

Nopeasti kasvavissa yrityksissä rahoituksen saatavuus on tunnistettu yhdeksi ongelmakohtaksi (Lee 2014). Tämä on ymmärrettävää, sillä nopeasti kasvavat yritykset joutuvat tekemään muita yrityksiä enemmän uusia investointeja niin henkilöstöön, laitteisiin, tuotteisiin kuin prosesseihin (Brown & Lee 2014). Toisaalta on myös ehdotettu, että kasvuyritysten rahoituksen saatavuudessa ei ole yhtään sen enempää ongelmia kuin muiden pk-yritysten rahoituksessa (esim. Vanacker & Manigart 2010; Brown & Lee 2014). Tässä tutkimuksessa ei verrata kasvuyritysten rahoituksellisia haasteita muiden pk-yritysten rahoituksellisiin haasteisiin, mutta on kuitenkin mielenkiintoista tutkia, kokevatko kasvuyritykset rahoituksensa haasteeksi vai ei.

Aiempaan tutkimukseen nähden tämän tutkimuksen päätarkoitus on lisätä ymmärrystä pienten kasvuyritysten rahoituksellisista haasteista. Rahoituksellisten haasteiden ohella tutkitaan pienten kasvuyritysten käyttämiä rahoituslähteitä, minkä vuoksi tämän tutkimuksen tarkoitus on myös lisätä tietämystä pienten

kasvuyritysten käyttämistä rahoituslähteistä. Kasvuyritysten rahoituskäyttämisen ymmärtäminen auttaa arvioimaan eri rahoituslähteisiin liittyvien haasteiden merkitystä kasvuyritysten kannalta. Tutkimus on luonteeltaan kvalitatiivinen ja tutkimuksen aineisto koostuu seitsemän suomalaisen pienen kasvuyrityksen kanssa tehdyistä puolistrukturoiduista haastatteluista.

1.2 Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset

Tutkimuksen tavoitteena on tutkia pienten kasvuyritysten rahoituksellisia haasteita. Tutkimuksen tavoitteesta johdetaan päätutkimuskysymys, joka on:

”Mitä ovat pienten kasvuyritysten rahoitukselliset haasteet?”

Päätutkimuskysymykseen haetaan vastausta kahden alatutkimuskysymyksen avulla, jotka ovat:

”1. Mitä rahoituslähteitä pienissä kasvuyrityksissä käytetään, ja miksi?”

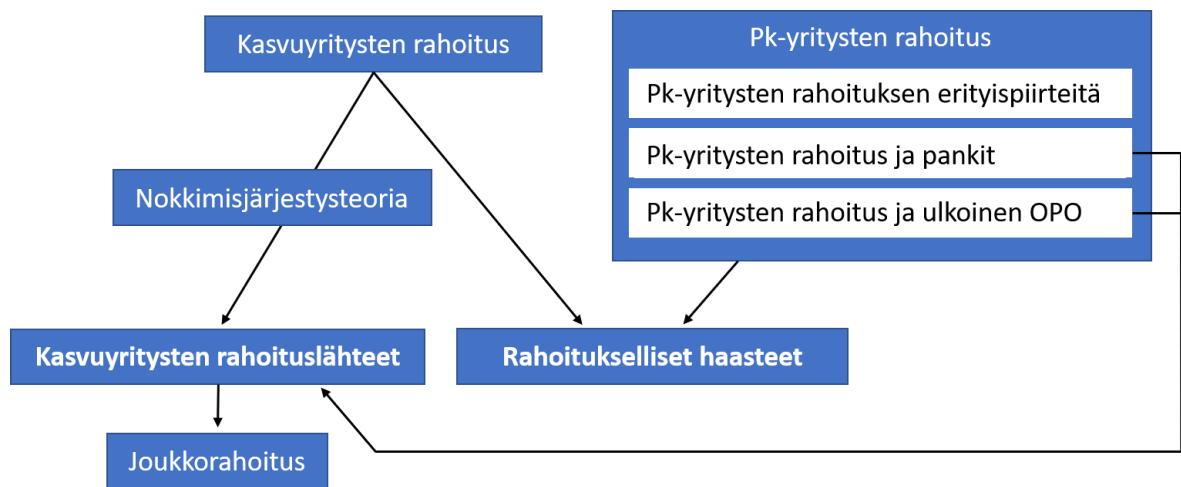
”2. Minkälaisia rahoituksellisia haasteita pienet kasvuyritykset ovat kohdanneet?”

Ensimmäisen alatutkimuskysymyksen avulla selvitetään pienten kasvuyritysten käyttämiä rahoituslähteitä ja niiden rahoituskäyttämistä. Jälkimmäisen alatutkimuskysymyksen avulla tutkitaan rahoituksellisia haasteita, joita pienet kasvuyritykset ovat kohdanneet. Jälkimmäisen tutkimuskysymyksen yhteydessä tuodaan esille tapausesimerkkejä tilanteista, joissa haastateltavat yritykset ovat kohdanneet rahoituksellisia haasteita. Lisäksi jälkimmäisen alatutkimuskysymyksen yhteydessä tutkitaan yleisimmin yritysten näkemyksiä rahoituksen saatavuudesta ja sen ehdoista, tarkoittaen esimerkiksi yritysten pankkisuhteiden tutkimusta ja yritysten toiminnalle kohdistuvien rahoituksellisista haasteista johtuvien seurausten

arviointia. Jälkimmäisen alatutkimuskysymyksen yhteydessä tuodaan esille myös haastateltavien yritysten ideoita koskien sitä, miten rahoituksen allokoitumista kasvuyrityksille voisi parantaa. Ensimmäinen alatutkimuskysymys tukee jälkimmäistä siten, että kasvuyritysten käyttämien rahoituslähteiden ja niiden rahoituskäyttötymisen ymmärtäminen auttaa arvioimaan eri rahoituslähteisiin liittyvien haasteiden merkitystä kasvuyritysten kannalta.

1.3 Tutkimuksen teoreettinen viitekehys ja rajaukset

Kuviossa 1 on esitetty tutkimuksen teoreettinen viitekehys. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys voidaan karkeasti jakaa kahteen osaan, jotka ovat kasvuyritysten rahoituslähteet sekä rahoitukselliset haasteet. Ennen perehtymistä kasvuyritysten rahoituslähteisiin esitellään Myersin ja Majlufin (1984) esittämä nokkimisjärjestysteoria, koska sitä pidetään kasvuyritysten rahoituskäyttötymistä parhaiten kuvaavana teoriana (esim. Vanacker & Manigart 2010; Brown & Lee 2014). Kasvuyritysten rahoituslähteiden yhteydessä käydään läpi kasvuyritysten käyttämiä rahoituslähteitä koskevia tutkimuksia sekä joukkorahoitusta, jota on pidetty keinona parantaa rahoituksen allokoitumista kasvuhakuisille pk-yrityksille (Brown & Lee 2014). Viitekehyyksen jälkimmäinen osa muodostuu rahoituksellisista haasteista. Jälkimmäiseen osaan tuodaan näkemystä kasvuyritysten rahoitusta koskevasta tutkimuksesta, mutta sitä täydennetään pk-yritysten rahoitukseen liittyvällä kirjallisuudella. Rahoituksellisia haasteita täydennetään pk-yritysten rahoituksen erityispiirteitä, pk-yritysten pankkisuhteita sekä pk-yritysten ja ulkoisen oman pääoman ehtoisen rahoituksen suhdetta tutkivilla tutkimuksilla. Nämä kolme aihepiiriä tuovat tähän tutkimukseen näkökulmia, joita hyödyntäen kasvuyritysten rahoituksellisia haasteita voidaan tutkia. Lisäksi pk-yritysten pankkirahoitusta ja ulkoista omaa pääomaa tutkivat luvut tukevat rahoituslähteitä tutkivaa osaa, koska näissä luvuissa käy ilmi niin velkarahoitukseen kuin ulkoiseen omaan pääomaan liittyviä piirteitä. Kasvuyritysten rahoitukseen liittyvää kirjallisuutta on varsin vähän (Brown & Lee 2014), mikä näkyy myös tässä tutkimuksessa kasvuyritysten rahoitusta koskevaan tutkimukseen tehtävien siteerauksien määrässä. Kuviossa 1 on esitetty tutkimuksen teoreettinen viitekehys.



Kuvio 1. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys

Tutkimuksen teoriaosassa käsitellään rahoituskäyttäytymistä kuvailevista teorioista vain nokkimisjärjestysteoriaa. Rahoitusta voitaisiin kuvata myös muilla teorioilla, kuten trade-off -teorialla, jonka avulla on joissakin tutkimuksissa kuvattu esimerkiksi pk-yritysten rahoituskäyttäytymistä (esim. Serrasqueiro & Nunes 2012; Serrasqueiro, Nunes & da Silva 2012). Tässä tutkimuksessa kuitenkin esitetään vain nokkimisjärjestysteoria, koska se on aiempien tutkimusten ja tämän tutkimuksen perusteella kasvuyritysten rahoituskäyttäytymistä kuvaava teoria. Lisäksi tutkimuksessa puhutaan ulkoisista rahoituslähteistä käyttäen pitkälti termejä velkarahoitus ja ulkoisen oman pääoman ehtoinen rahoitus. Tutkimuksen fokuksena ei ole tarkemmin perehtyä näiden yläkäsitteiden alla oleviin rahoituslähteisiin, kuten ulkoisen oman pääoman ehtoisen rahoituksen alla oleviin enkelirahoitukseen tai VC-rahastojen pääomasijoituksiin, minkä vuoksi alakäsitteitä ei käydä teoriaosassakaan läpi.

1.4 Tutkimuksen keskeiset käsitteet ja määritelmät

Kasvuyritykselle ei ole mitään vakiintunutta käsitettä, mutta eri tutkimuksissa käytetyt kasvuyritysten määritelmät yleensä perustuvat joko liikevaihdon tai

henkilöstömäärän kasvuun. Lisäksi kasvua yleensä tutkitaan kolmen tai neljän vuoden periodilta. (Daunfeldt, Johansson & Halvarsson 2014). Työn empiirisessä osassa käytetään määritelmää, jonka mukaan yritys on kasvuyritys, jos sen liikevaihto on kasvanut vähintään 20 prosenttia keskimäärin vuodessa neljän vuoden ajan lähtövuoden liikevaihdon ollessa vähintään miljoona euroa. Kasvuyrityksiä pidetään talouden kannalta merkittävänä yrityksinä, sillä niiden katsotaan luovan suuren osan uusista työpaikoista sekä levittävän kehittämiään innovaatioita läpi talouden (Lee 2014). Kasvuyritykset kohtaavat erilaisia haasteita, jotka liittyvät niin rekrytoimiseen, osaamisen puutteeseen kuin rahoitukseen (Lee 2014). Tässä työssä tutkittavat rahoitukselliset haasteet ovat siis vain yksi osa haasteista, joita kasvuyritykset kohtaavat.

Pieni tai keskisuuri yritys, eli **pk-yritys**, on Euroopan unionin määritelmän mukaan yritys, jonka henkilöstömäärä on alle 250 työntekijää, ja liikevaihto on alle 50M€ tai tasearvo on alle 43M€. Pk-yrityksen määritelmän mukaan yrityksen kokoluokkaa tarkasteltaessa tulee myös huomioida, onko yritys riippumaton, eli toisin sanoen pk-yrityksen kokoluokituksen voi vaikuttaa sen sidos johonkin toiseen suureen yritykseen. (Euroopan komissio 2016) Työn empiirisessä osassa kuitenkin luovutaan riippumattomuusvaatimuksesta aineistonkeruuseen liittyvien rajoitteiden vuoksi. Pk-yritykset voidaan jakaa edelleen keskisuuriin, pieniin ja mikroyrityksiin (Euroopan komissio 2016). Työn empiirisessä osassa keskitytään pieniin yrityksiin, eli yrityksiin, joiden henkilöstömäärä on alle 50 työntekijää, ja liikevaihto on alle 10M€ tai tasearvo on alle 10M€ (Euroopan komissio 2016).

Nokkimisjärjestysteorialla (eng. pecking order theory) tarkoitetaan yritysten rahoituskäyttäytymistä kuvaavaa teoriaa, jonka mukaan yritykset suosivat rahoituksessaan ensisijaisesti sisäistä rahoitusta, kuten tulorahoitusta, ja vasta sisäisen rahoituksen loputtua yritys käyttää ulkoista rahoitusta. Ulkoisista rahoituslähteistä puolestaan ensin suositaan velkarahoitusta ja lopuksi vasta ulkoista oman pääoman ehtoista rahoitusta. (Myers & Majluf 1984) Myersin ja Majlufin (1984) mukaan velkaa suositaan ennen ulkoista omaa pääomaa johtuen

sijoittajien ja yrityksen johdon välisestä epäsymmetrisestä informaatiosta, joka liittyy yrityksen osakkeen arvostukseen. Pk-yritysten kontekstissa ulkoisten rahoituslähteiden suosimisjärjestys selittyy kuitenkin paremmin yritysten haluttomuudella ottaa ulkopuolisia omistajiksi yritykseen ja tätä kautta laimentaa, eli dilutoida, yrityksen omistusta (Cressy & Olofson 1997; De Maesenaire & Claves 2012). Nokkimisjärjestysteoriassa yrityksellä ei ole optimaalista pääomarakennetta, joten sen pääomarakenteessa heijastuu vain yrityksen kumulatiivinen tarve ulkoiselle rahoitukselle (Myers & Majluf 1984). Tässä työssä sisäiseksi rahoitukseksi ymmärretään Hatfieldin (2017) määritelmän mukaisesti tulorahoituksen ohella myös yrittäjien henkilökohtaiset ja lähipirini varat.

Rahoituksellisilla haasteilla tarkoitetaan tässä työssä yläkäsitettyä, jonka alle kuuluvat kaikki kasvu- ja pk-yritysten ulkoiseen rahoitukseen liittyvät haasteet. Tämä siis sisältää niin rahoituksen saatavuuteen kuin sen ehtoihin liittyvät haasteet.

1.5 Tutkimusmenetelmä ja -aineisto

Tämä tutkimus tehdään laadullisena, eli kvalitatiivisena, tutkimuksena. Laadullinen tutkimus on induktiivista, eli siinä tutkimuksen lähtökohtana on aineiston yksityiskohtainen ja monitahoinen tarkastelu hypoteesien testaamisen sijaan (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2009, 164). Tutkimusta varten haastatellaan seitsemää suomalaista pientä kasvuyritystä. Haastattelut suoritetaan puolistrukturoituina haastatteluina. Puolistrukturoidussa haastattelussa tutkija asettaa kysymykset, mutta haastateltava voi vastata näihin haluamallaan tavalla ja haluamassaan järjestyksessä (Koskinen, Alasuutari & Peltonen 2005, 101). Haastattelurunko löytyy liitteestä 1.

1.6 Tutkimuksen rakenne

Tutkimuksen rakenne koostuu neljästä pääluvusta. Ensimmäinen pääluke on johdanto, jonka avulla lukija perehdytetään tutkimuksen aiheeseen. Johdannossa käydään läpi tutkimuksen kannalta oleelliset asiat, kuten motivaatio tutkimukselle, tutkimuskysymykset, teoreettinen viitekehys ja rajaukset, keskeiset käsitteet sekä tutkimusmenetelmä ja -aineisto. Toinen pääluke muodostaa kokonaisuudessaan tutkimuksen teoriaosan. Teoriaosan tarkemmasta sisällöstä on kerrottu luvussa 1.4 ”Tutkimuksen teoreettinen viitekehys ja rajaukset”. Kolmas pääluke on tutkimuksen empiriaosa. Kolmannessa pääluvussa ensin kuvaillaan käytetty tutkimusmenetelmä, aineistonkeruuprosessi ja tutkimusaineisto, ja lopuksi kerrotaan haastatteluiden tuloksista. Neljännessä ja viimeisessä pääluvussa kerrataan lyhyesti koko tutkimuksen kulku, analysoidaan haastattelujen tuloksia ja verrataan niitä teoriaosassa läpikäytyihin asioihin, vastataan tutkimuskysymyksiin sekä pohditaan tutkimuksen rajoituksia ja mahdollisia aiheita jatkotutkimuksille.

2 TUTKIMUKSEN TEOREETTINEN VIITEKEHYS

2.1 Kasvu- ja pk-yrityksistä yleisesti

Kasvuyrityksiä pidetään talouden kannalta tärkeinä yrityksinä. Niiden on sanottu levittävän innovaatioita läpi talouden sekä luovan taloudellisia ulkoishyötyjä niiden toimintaympäristön läheisyydessä. Kasvuyritysten katsotaan myös luovan ison osan uusista työpaikoista. (Lee 2014) Kasvuyritysten taloudellisista vaikutuksista johtuen monet tutkijat ovat kehottaneet lainsäätäjiä siirtämään fokuksensa koko start-up – kentän tukemisesta niihin alkuvaiheen yrityksiin, joilla on huomattavaa kasvupotentiaalia (Daunfeldt et al. 2014).

Kirjallisuudessa kasvuyritykselle ei ole vakiintunutta käsitettä. Eri tutkimuksissa käytetyt kasvuyritysten määritelmät kuitenkin perustuvat usein joko liikevaihdon tai henkilöstömäärän kasvuun. Lisäksi kasvua on yleensä tutkittu kolmen tai neljän vuoden periodilta. Yksi käytetyimmistä kasvuyrityksen määritelmistä lienee OECD:n määritelmä, jonka mukaan kasvuyritys on yritys, jonka henkilöstömäärä on kasvanut vähintään 20 prosenttia keskimäärin vuodessa kolmen vuoden ajan lähtövuoden henkilöstömäärän ollessa vähintään kymmenen. (Daunfeldt et al. 2014) Kasvuyritys voidaan määritellä joko 1) asettamalla mitattavalle muuttajalle jokin tietty raja-arvo, jonka ylittävät yritykset ovat kasvuyrityksiä (kuten OECD:n määritelmässä), tai 2) valitsemalla koko yritysjoukosta suhteellisesti parhaiten kasvaneet yritykset, kuten esimerkiksi eniten liikevaihtoaan kasvattaneista yrityksistä parhaimmat viisi tai kymmenen prosenttia (Henrekson & Johansson 2010). Tämän työn empiirisessä osassa hyödynnetään edellä mainituista vaihtoehdoista ensimmäistä, liikevaihdon ollessa mitattava muuttuja. Tutkimuksen empiirisessä osassa käytettävästä kasvuyrityksen määritelmästä kerrotaan tarkemmin luvussa 5.2 ”Tutkimusaineiston keruu”.

Kasvuyritykset kohtaavat monenlaisia kasvun esteitä tai kasvuun liittyviä ongelmia. Esimerkiksi Lee (2014) tunnisti tutkimistaan isobritannialaisista kasvuyrityksistä kuusi erilaista ongelmakohtaa. Näitä ongelmakohtia ovat rekrytointi ylipäättänsä, sopivan työvoiman löytäminen, rahoituksen saatavuus, kassavirtaongelmat, johdon osaamisen puute sekä sopivien toimitilojen löytäminen. Tässä työssä tutkittavat rahoitukselliset haasteet muodostavat siis vain yhden osan kasvuyritysten kohtaamista haasteista.

Kasvuyrityksen ohella toinen tämän työn kannalta merkittävä käsite on pk-yritys, eli pieni ja keskisuuri yritys. Euroopan Unionin määritelmän mukaisesti pk-yrityksellä tarkoitetaan yritystä, jonka henkilöstömäärä on alle 250 työntekijää, ja liikevaihto on alle 50M€ tai tasearvo on alle 43M€. Pk-yritykset voidaan edelleen jakaa keskisuuriin, pieniin ja mikroyrityksiin. Työn empiriaosassa keskitytään pitkälti pieniin yrityksiin, eli yrityksiin, joiden henkilöstö on alle 50 työntekijää, ja liikevaihto on alle 10M€ tai tasearvo on alle 10M€. Pk-yrityksen määritelmässä tulee myös huomioida, onko yritys riippumaton, eli toisin sanoen yrityksen kokoluokitukseen voi vaikuttaa sen sidos johonkin toiseen suureen yritykseen. (Euroopan komissio 2016) Työn empiirisessä osassa luovutaan riippumattomuusvaatimuksesta aineistonkeruuseen liittyvien rajoitteiden vuoksi.

2.2 Nokkimisjärjestysteoria

Nokkimisjärjestysteorian mukaan yritykset suosivat rahoituksessaan ensisijaisesti sisäistä rahoitusta, ja vasta tämän loputtua ulkoista rahoitusta. Ulkoisessa rahoituksessa puolestaan ensin suositaan velkarahoitusta ja vasta lopuksi ulkoista omaa pääomaa. Nokkimisjärjestysteoriassa yrityksellä ei ole optimaalista pääomarakennetta, joten sen pääomarakenteessa heijastuu vain yrityksen kumulatiivinen tarve ulkoiselle pääomalle. (Myers & Majluf 1984) Tässä työssä sisäiseksi rahoitukseksi ymmärretään Hatfieldin (2017) määritelmän mukaisesti tulorahoituksen ohella myös yrittäjien henkilökohtaiset ja lähipiriin varat.

Edellä mainittuun nokkimisjärjestykseen vaikuttavat sekä ulkoisen rahoituksen suuremmat kustannukset että informaation epäsymmetria sijoittajien ja yrityksen johdon välillä. Ensinäkin sisäinen rahoitus on näistä kolmesta halvinta rahoitusta, sillä siihen ei liity hallinnollisia kuluja. Toiseksi sisäisen rahoituksen avulla projektit tulevat varmemmin rahoitettua. Myers ja Majluf (1984) esimerkiksi esittivät, että johto saattaa jättää lupaavan projektin rahoittamatta, koska se ei suostu laskemaan yrityksen osakkeita liikkeelle alihinnoiteltuna. Toisin sanoen ulkoisen rahoituksen osalta rahoituksen hinnanmääritys saattaa muodostua kynnyksikysymykseksi, minkä vuoksi rahoitusta ei haeta ollenkaan.

Epäsymmetrinen informaatio puolestaan selittää velan suosimisen ennen ulkoista omaa pääomaa. Nokkimisjärjestysteorian mukaan sijoittajat tietävät, että johto laskee yrityksen osakkeita liikkeelle vain silloin, kun yritys on ylihinnoiteltu. Siispä he eivät suostu ostamaan osuuksia yrityksestä ennen kuin yrityksen velanotto kyky on maksimissaan, eli tilanteessa, jossa ylimääräinen velanotto aiheuttaisi huomattavia lisäkustannuksia yritykselle. (Myers & Majluf 1984)

Huomionarvoista on kuitenkin se, että Myersin ja Majlufin (1984) artikkelissa kontekstina on suuri yritys (Cressy & Olofson 1997) ja artikkeli on kirjoitettu Yhdysvalloissa, jossa on anglosaksinen järjestelmä. Sanchez-Vidal ja Martin-Ugedo (2012) ehdottivat, että siviilioikeuteen perustuvissa maissa, joissa on esimerkiksi anglosaksisia maita heikompi sijoittajansuoja ja suppeampi omistuspohja, yritysten rahoituksessa saattaa korostua voimakkaampi nokkimisjärjestysteorian mukainen käyttäytyminen. Lisäksi pk-yritysten tapauksessa rahoituksen nokkimisjärjestystä korostanee johdon haluttomuus ottaa ulkopuolisia mukaan yritystoimintaan ja tätä kautta hajauttaa yrityksen omistuspohjaa (Cressy & Olofson 1997; De Maesenaire & Claves 2012).

Aiemmassa tutkimuksessa pk-yritysten rahoituskäyttäytymistä on kuvattu nokkimisjärjestysteorian mukaiseksi (esim. La Rocca, La Rocca & Cariola 2011; Mac an Bhaird & Lucey 2011; Yazdanfar & Öhman 2016). Edellä mainituissa tutkimuksissa on kuitenkin tutkittu kaikkia pk-yrityksiä niiden kasvunopeudesta riippumatta. Kuten seuraavasta luvusta käy ilmi, myös nopeasti kasvavien pk-yritysten rahoitus on nokkimisjärjestysteorian mukaista.

2.3 Kasvuyritysten rahoitus

Seuraavassa luvussa käydään läpi nopeasti kasvavien yritysten rahoitusta. Ensimmäisessä alaluvussa perehdytään kasvuyritysten rahoituslähteisiin. Jälkimmäisessä alaluvussa tuodaan esiin näkemyksiä joukkorahoituksesta. Aiemmassa kirjallisuudessa joukkorahoitusta on pidetty keinona, jolla rahoituksen allokointumista kasvuyrityksille voitaisiin parantaa (Brown & Lee 2014).

2.3.1 Käytetyt rahoituslähteet

Vanacker ja Manigart (2010) tutkivat nopeasti kasvavien belgialaisten yritysten rahoituskäyttäytymistä kahdeksan vuoden ajalta. Nopeasti kasvavien yritysten rahoituskäyttäytyminen mukailee nokkimisjärjestysteoriaa, sisäisen rahoituksen asteittain korvaten ulkoiset rahoituslähteet. Kannattavat yritykset suosivat sisäistä rahoitusta, vaikka ne kykenisivät hyödyntämään velkavipua. Ulkoista omaa pääomaa puolestaan käyttävät kannattamattomat yritykset, joilla on vähän kassavaroja ja paljon velkaa. Vanacker ja Manigart (2010) esittivät edellä mainitun saattavan johtua siitä, että velkaantuneilla ja vähäisillä kassavaroilla toimivilla yrityksillä ei ole varaa ottaa uutta velkaa, minkä vuoksi ne joutuvat hakemaan rahoitusta ulkoisen oman pääoman muodossa. Ulkoista omaa pääomaa hyödyntävät lisäksi yritykset, jotka ovat riskisempiä tai investoivat enemmän aineettomaan omaisuuteen.

Brown ja Lee (2014) tutkivat nopeasti kasvavien pk-yritysten rahoitusta Yhdistyneissä Kuningaskunnissa. Vanackerin ja Manigartin (2010) tutkimuksen tapaan Brownin ja Leen (2014) aineiston yritykset suosivat nokkimisjärjestysteorian mukaisesti sisäistä rahoitusta ennen ulkoisia rahanlähteitä. Tähän vaikutti laajalti yritysten halu säilyä itsenäisenä ulkoisten rahoittajien vaikutusvallasta. Nopeasti kasvavat pk-yritykset kuitenkin rahoittavat toimintaansa yhdistelemällä sekä sisäistä että ulkoista rahoitusta. Edellä mainitussa rahoitusyhdistelmässä ulkoinen rahoitus muodostui useimmiten velkarahoituksesta, pankkien ollessa yleisin ulkoisen rahoituksen lähde. (Brown & Lee 2014) Toisin sanoen nopeasti kasvavat pk-yritykset suosivat rahoituksessaan omia varojaan, mutta kasvu vaatii myös ulkoisen rahoituksen käyttämistä, jolloin tulorahoitusta täydennetään ensisijaisesti velkarahoituksella.

2.3.2 Vaihtoehtoiset rahoituslähteet

Vaihtoehtoisten rahoituslähteiden, kuten joukkorahoituksen, suosion kasvu on yksi positiivinen kehityssuunta, josta voi olla apua kasvuhakuisten pk-yritysten rahoituksen saatavuuden parantamisessa (Brown & Lee 2014). Vaikka joukkorahoitusmarkkinat edelleen muodostavat vain pienen osan pienten ja keskisuurten yritysten rahoitusmarkkinoista, on esimerkiksi Yhdistyneissä Kuningaskunnissa vertaislainauksen (eng. peer-to-peer lending) ja pääomitusperusteisen joukkorahoituksen (eng. equity-based crowdfunding) suosio kasvanut (Zhang, Baeck, Ziegler, Bone & Garvey 2016). Tässä työssä joukkorahoitus ymmärretään pääkäsitteeksi, jonka alle kuuluvat edellä mainitut vertaislainaus ja pääomitusperusteinen joukkorahoitus.

Vertaislainaus perustuu ideaan, jossa erilaiset verkkoalustat (eng. online platforms) toimivat pankkien tavoin lainanantajien ja lainansaajien välikätenä. Zhangin et al. (2016) tutkimus viittaisi siihen, että vertaislainaus on etenkin pienten yritysten suosiossa. Kysyntäpuolella yrityksiä vertaislainoissa kiinnostaa etenkin lainojen kilpailukykyiset korot sekä lainarahoituksen saamisen nopeus. Lisäksi tietyille

yriyksille vertaislaina-alustat ovat ainoa paikka, josta ne voivat saada rahoitusta toiminnalleen. (Hatfield 2017) Vaikka sekä vertaislainauksen että pääomitusperusteisen joukkorahoituksen suosio on kasvanut, on näistä kahdesta vertaislainaus huomattavasti suositumpi (Zhang et al. 2016).

Pääomitusperusteinen joukkorahoitus tarjoaa sijoittajille mahdollisuuden sijoittaa listaamattomiin yrityksiin oman pääoman ehtoisesti. Isossa-Britanniassa monet pääomitusperusteisista joukkorahoituksista ovat kohdistuneet siemenvaiheen yrityksiin, kyseisen markkinan kattaessa myös muut alkuvaiheessa olevat yritykset, minkä vuoksi kyseinen rahoitusmuoto saattaa sopia erityisesti suuren kasvupotentiaalin omaaville innovatiivisille yrityksille. Pääomitusperusteisessa joukkorahoituksessa kyetään lieventämään yhtä ulkoisen oman pääoman ehtoisen rahoituksen esteistä, sillä siinä sijoitukset kerätään nimensä mukaisesti joukolta, minkä ansiosta yksittäisen sijoittajan määräysvalta yrityksestä ei kasva liian suureksi. (Hatfield 2017) Pk-yrityksiä tässä rahoitusmuodossa kiinnostaakin nopean saatavuuden ohella juuri se, että omistuksesta taikka autonomiasta ei tarvitse merkittävästi luopua (Brown, Mawson, Rowe & Mason 2015).

2.4 Rahoitukselliset haasteet

Aiemmassa kirjallisuudessa on viitteitä siitä, että pk-yritykset saattavat kärsiä rahoituksen saatavuuteen liittyvistä ongelmista (esim. Berger & Udell 1998; Beck & Demirguc-Kunt 2006; North et al. 2010). Kyseiselle ilmiölle ei ole vakiintunutta käsitettä, mutta siitä on puhuttu niin sanottuna rahoituskuiluna (eng. financing gap). OECD:n (2006) määritelmän mukaan rahoituskuilulla tarkoitetaan sitä, että huomattava osa taloudellisesti merkittävistä pk-yrityksistä ei kykene saamaan rahoitusta toiminnalleen pankeista, pääomamarkkinoilta taikka muilta rahoittajilta. Rahoituskuilun yhteydessä on myös esitetty, että pk-yritykset kykenisivät käyttämään saatavilla olevan rahoituksen tuottavasti, mutta muodollinen rahoitusjärjestelmä ei kykene rahoittamaan näitä yrityksiä johtuen rakenteellisista tekijöistä.

Rahoituskuilu voi liittyä niin tarjonta- kuin kysyntäpuolen ongelmiin. Tarjontapuolella viitataan rahoittajiin (kuten pankit ja pääomasijoittajat) ja kysyntäpuolella rahansaajiin, eli tässä työssä pieniin kasvuyrityksiin. Northin et al. (2010) velkarahoitusta koskevasta tutkimuksesta tarjontapuolen ongelmista esimerkkinä mainittakoon epäoptimaaliset lainauskäytännöt ja kysyntäpuolen ongelmista hakijayrityksen kestämaton liiketoimintamalli.

Kirjallisuudessa on esitetty väitteitä pk-yritysten rahoituskuilua vastaan (esim. Vos et al. 2007; Mina et al. 2013). Esimerkiksi Minan et al. (2013) tutkimuksen isobritannialaisista ja yhdysvaltalaisista pk-yrityksistä useimmat eivät edes hakeneet ulkoista rahoitusta, ja monet rahoitusta hakeneista saivat lopulta rahoitusta. Vastaavasti Vos et al. (2007) esittivät, että rahoitus ei ole pk-yrityksille ongelma, sillä suurin osa pk-yrityksistä ei edes tavoittele kasvua. Huomionarvoista on kuitenkin se, että rahoituskuilua ”vähättelemissä” tutkimuksissa on saatettu käyttää aineistoa, joka on kerätty yleisen taloudellisen tilanteen ollessa suotuisa (Mina et al. 2013).

Vaikka suurella osalla pk-yrityksistä ei ole rahoituksellisia haasteita, rahoituksen kanssa kamppailevien tapauksissa ongelmakohtia on havaittavissa (North et al. 2010). Leen (2014) tutkimuksessa niin nopeaa kasvua kokevat kuin potentiaaliset nopean kasvun yritykset mainitsivat rahoituksen saatavuuden yhdeksi kasvua rajoittavaksi tekijäksi. Nopeasti kasvavat yritykset joutuvat usein tekemään uusia investointeja henkilöstöön, toimitiloihin, laitteisiin, prosesseihin, prototyyppeihin sekä tuotteisiin, minkä vuoksi näillä yrityksillä on suuri tarve rahoitukselle (Brown & Lee 2014). Ongelman kohdistuminen nopeasti kasvaviin yrityksiin on haitallista siksi, että nämä yritykset ovat tärkeitä muun muassa yleiselle työllisyydelle sekä innovaatioiden leviämiseksi (Lee 2014). Kirjoitushetkellä tuoreimman pk-yritysbarometrin (syksy 2018) mukaan suomalaisilla pk-yrityksillä on haasteita rahoituksensa kanssa (Kuismanen, Malinen & Seppänen 2018), joten voisi olettaa, että haasteita on havaittavissa varsinkin kasvuyrityksissä. Toisaalta Vanacker ja

Manigart (2010) sekä Brown ja Lee (2014) esittivät, että vaikka nopeasti kasvavat pk-yritykset hakevat toiminnalleen enemmän ulkoista rahoitusta kuin muut pk-yritykset, ei nopeasti kasvavilla pk-yrityksillä ole keskimääräistä pk-yritystä enemmän rahoituksellisia haasteita. Onkin siis mielenkiintoista tutkia, kokevatko suomalaiset pienet kasvuyritykset rahoituksensa haasteelliseksi.

Brown ja Lee (2014) tutkivat nimenomaan nopeasti kasvavien yritysten kohtaamia rahoituksellisia haasteita. Tutkimuksessa haastateltavien yritysten ongelmat eivät niinkään liittyneet rahoituksen saatavuuteen, vaan enemmin rahoituksen, tarkemmin ottaen velkarahoituksen, ehtoihin, jotka yritykset kokivat itselleen epäedullisiksi. Epäedulliset ehdot näyttävät tutkijoiden mukaan olevan päällimmäinen syy, miksi yritykset haluavat enenevässä määrin käyttää tulorahoitusta kasvun rahoittamiseen. Tutkimuksessa haastateltavat yritykset kokivat, että pankit eivät olleet riittävän kiinnostuneita yritysten liiketoiminnan ymmärtämisestä, minkä vuoksi pankit eivät kykene haastateltavien mukaan tarpeeksi hyvin auttamaan heitä. Lisäksi haastateltavien mielestä pankit yrittävät enemmin myydä heille standardoituja rahoitustuotteitaan kuin asiakkaidensa tarpeisiin räätälöityjä rahoitusratkaisuja. Haastateltavat myös kokivat, että pankit olivat rahoituspäätöksiä tehdessään liian hitaita ja konservatiivisia.

2.5 Pk-yritysten rahoituksen erityispiirteitä

Seuraavassa luvussa käydään läpi kirjallisuudesta esiin nousseita pienten ja keskisuurten yritysten rahoitukseen liittyviä erityispiirteitä. Vaikka tässä työssä keskitytään pienten kasvuyritysten rahoitukseen, on pk-yritysten rahoitusta koskevasta kirjallisuudesta löydettävissä näkökulmia, jotka ovat relevantteja myös kasvuyritysten kontekstissa. Tässä kirjallisuuskatsauksessa tarkasteltavat pk-yritysten rahoituksen erityispiirteet ovat tiedon läpinäkymättömyys sekä vakuuksien tärkeä merkitys.

2.5.1 Tiedon läpinäkymättömyys

Berger ja Udell (1998) nostivat pk-yrityksiin liittyvän tiedon läpinäkymättömyyden (eng. informational opacity) merkittävämmäksi pk-yritysten rahoitusta kuvaavaksi tekijäksi. Myös muutkin tutkimukset (esim. La Rocca et al. 2011; Mac an Bhaird & Lucey 2011) korostivat tiedon läpinäkymättömyyttä merkittävimpänä pk-yritysten rahoitusta kuvaavana piirteenä. Pk-yrityksistä ei ole suuryritysten tapaan saatavilla tietoa, koska pk-yritykset eivät usein julkista itseään koskevia tiedotteita, ja kaikista pienimmillä yrityksillä ei välttämättä ole edes tilintarkastettuja tilinpäätöksiä. Pk-yritysten rahoituslähteet on myös useimmiten rajattu yksityisiin pääoma- ja velkamarkkinoihin, siinä missä suuryritykset kykenevät todennäköisemmin hyödyntämään julkisia kauppapaikkoja, kuten pörssiä. (Berger & Udell 1998) Lisäksi nuorimmilta pk-yrityksiltä usein puuttuu niin sanottu ”track record”, minkä vuoksi rahoittajat eivät pysty yrityksiä arvioidessaan käyttämään arvioinnin tukena yrityksen aiempaa suoriutumista (North et al. 2010).

2.5.2 Vakuuksien merkitys

Vakuudet ja takaukset ovat tehokkaita työkaluja, joiden avulla pienyritykset kykenevät saamaan rahoitusta rahoituslaitoksilta itselleen edullisimmin ehdoin. Ilman vakuuksia ja takauksia pienyrityksiin liittyvän tiedon läpinäkymättömyyden vuoksi ne saattaisivat jäädä kokonaan ilman lainarahoitusta taikka saisivat sitä kehnoin ehdoin. (Berger & Udell 1998) Koska pk-yritykset ovat vahvasti pankkirahoitteisia (North et al. 2010; Van der Schans 2015), vakuuksien merkitys korostuu.

Blazy ja Laurent (2013) jakoivat vakuudet sisäisiin ja ulkoisiin. Sisäisellä vakuudella tarkoitetaan lainaavan yrityksen omaa omaisuutta, jonka se antaa lainansa vakuudeksi. Lainan vakuudeksi annettavaa yrityksen omaisuutta ovat esimerkiksi myyntisaamiset, varastot ja käyttöomaisuus. Ulkoisella vakuudella tarkoitetaan

puolestaan omaisuutta, jonka omistavat itse yrityksen omistajat taikka lainaavan yrityksen taustalla toimiva yritysryhmittymä. Steijvers, Voordeckers ja Vanhoof (2010) tutkivat yhdysvaltalaisella pk-yritysaineistolla sitä, mitkä tekijät vaikuttavat sisäisten tai ulkoisten vakuuksien käyttöön yritysten lainoissa. Steijversin et al. (2010) mukaan henkilökohtaisten takauksien käyttö on todennäköisempää silloin, kun yritys aikoo nostaa huomattavasti lainaa ja sillä on vain vähän vakuutettavaa omaisuutta. Henkilökohtaisten takausten merkitys korostuu nuorissa, 1-5 vuotta vanhoissa, pk-yrityksissä (Mac an Bhaird & Lucey 2011).

2.6 Pk-yritysten rahoitus ja pankit

Tässä luvussa tarkastellaan pk-yrityksen suhdetta sen merkittävämpään ulkoiseen rahoittajaan, eli pankkiin. Ensin selvitetään pk-yrityksen pankkisuhteen vaikutusta pk-yrityksen saamaan velkarahoitukseen. Lopuksi käydään läpi niin sanottua ”lannistuneen lainaajan” teoriaa.

2.6.1 Pankkisuhte

Pk-yrityksen lainansaannin sujuvuuteen sekä lainan hintaan vaikuttaa yrityksen suhde rahoittajanaan toimivaan pankkiin. Ajallisesti pitkä suhde pankkiin helpottaa yrityksen lainansaantia, mutta toisaalta pitkässä pankkisuhteessa yritys maksaa lainastaan korkeampaa korkoa (Hernandez-Canovas & Martinez-Solano 2010). Pankin vaihtaminen on yritykselle kallista, minkä vuoksi pankin ei tarvitse kompensoida pitkäaikaisia asiakkaitaan antamalla näille lainaa normaalia alemmalla hinnalla (Nitani & Riding 2013). Hernandez-Canovas ja Martinez-Solano (2010) esittivätkin, että pitkät ja keskittyneet pankkisuhteet eivät aina ole paras ratkaisu pk-yrityksille. Hernandez-Canovasin ja Martinez-Solanon (2010) nuoria espanjalaisia pk-yrityksiä koskevassa aineistossa halvin korko saavutettiin, kun yritys ylläpiti suhteitaan kahteen eri pankkiin.

Pienet ja keskisuuret kasvuyritykset ja tuotekehitysintensiiviset pk-yritykset maksavat muita pk-yrityksiä enemmän korkoa lainastaan (Nitani & Riding 2013; Rostamkalaei & Freel 2016). Tulokset ovat kyllä siinä mielessä ymmärrettäviä, että pankit eivät ole riskirahoittajia. Pankkeja lainarahoittajina kiinnostaa vain se, että lainaava yritys kykenee luomaan tarpeeksi kassavirtaa lainan takaisinmaksua varten. Pankit eivät siis hyödy yrityksen normaalia suuremmista kassavirroista. Siispä niille on kannattavampaa rahoittaa matalamman riskin strategioita, kuten saman tuotteen lisäämyntiä olemassa olevilla markkinoille, kuin suuremman riskin strategioita, jotka saattavat esimerkiksi sisältää uusien tuotteiden tai palveluiden tuomista markkinoille. (Rostamkalaei & Freel 2016)

2.6.2 ”Lannistunut lainaaja”

On myös esitetty, että pk-yritykset jättävät pankkirahoituksen kokonaan hakematta. Kon ja Storey (2003) esittivät niin sanotun ”lannistuneen lainaajan” (eng. discouraged borrower) teorian, jonka mukaan luottokelpoiset pk-yritykset eivät edes hae pankilta lainaa, koska ne jo etukäteen pelkäävät saavansa pankilta hylätyn rahoituspäätöksen. Kyseiseen ilmiöön vaikuttavat niin lainanhakijalle aiheutuvat rahoitushakemuksen tekoon liittyvät kustannukset kuin pankkien epätäydellinen asiakasseulonta. Epätäydellisellä asiakasseulonnalla tarkoitetaan sitä, että pankit eivät kykene erottamaan hyvää asiakasta huonosta.

Mac an Bhaird, Sanchez-Vidal ja Lucey (2016) tutkivat ”lannistuneen lainaajan” teoriaa hyödyntäen pk-yrityksaineistoa yhdeksästä eri Euroopan maasta. Mac an Bhairdin et al. (2016) mukaan kyseistä ilmiötä esiintyy merkittävästi, ja sitä selittävät niin yrityskohtaiset, makrotaloudelliset kuin pankkisektoriin liittyvät tekijät. Nuoret ja pienet yritykset, joiden liikevaihto on laskussa ja velkaantuneisuus kasvamassa, jättävät lainahakemuksen muita pk-yrityksiä todennäköisemmin tekemättä. Talouden yleistilanteen heikentyminen, mikä leviää etenkin pankkisektorin kautta pk-yritysten rahoitusympäristöön, kasvattaa yritysten ”lannistuneisuutta”. Tämä luo osaltaan voimakkaamman mielikuvan rahoituskuilusta, mutta tällöin mielikuvan

voimistuminen on itseaiheutettua, sillä pk-yritykset itse jättävät rahoituksen hakematta. Toisin sanoen tässä tapauksessa rahoituksen saatavuuteen liittyvät ongelmat eivät johdu rahoittajista, vaan yrityksistä itsestään.

Mac an Bhaird et al. (2016) ehdottivat, että keskittyneimmillä pankkimarkkinoilla yritysten lainahakeminen tehostuu. Keskittyneimmillä markkinoilla pankeilla on suurempi motivaatio panostaa pehmeään tietoon, mikä vähentää epätäydellistä asiakasseulontaa. Tarjontapuolen keskittyessä yrityksillä on puolestaan kannustin ylläpitää pankkisuhteitaan, mikä parantaa rahoituksen saatavuutta ja tekee yrityksistä luottavaisempia lainahakemusten suhteen. Tämä havainto tukee informaatiohypoteesia (eng. information hypothesis), jonka mukaan yritysten lainarahoituksen saatavuus parantuu keskittyneillä pankkimarkkinoilla. Päinvastaisen pankkien markkinavoimahypoteesin (eng. bank market power hypothesis) mukaan keskittyneet pankkimarkkinat puolestaan heikentävät yritysten lainarahoituksen saatavuutta.

Brown ja Lee (2014) ehdottivat, että nopeasti kasvavissa pk-yrityksissä on enemmän kyse siitä, että nämä yritykset pyrkivät välttämään lainarahoituksen käyttöä. Brown ja Lee (2014) käyttivätkin näistä yrityksistä termiä ”vastahakoinen lainaaja” (eng. reluctant borrower). ”Vastahakoinen lainaaja” on yritys, joka kykenee saamaan ja ajoittain hyödyntääkin velkarahoitusta, mutta pyrkii välttämään liiallista turvautumista ulkoiseen rahoitukseen tiedostaen siitä mahdollisesti aiheutuvat ongelmat. Esimerkiksi yksi vastahakoisuuden merkittävimmin vaikuttavista tekijöistä on pelko siitä, että pankit ja muut rahoittajat saisivat myöntämänsä rahoituksen myötä merkittävästi valtaa yrityksessä. Tämä valta saattaisi puolestaan näkyä esimerkiksi lainanantajan mahdollisuutena muuttaa lainan ehtoja.

2.7 Pk-yritysten rahoitus ja ulkoinen oma pääoma

Velkarahoituskuilun ohella voidaan puhua myös ulkoisen oman pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuuteen liittyvistä ongelmista (North, Baldock & Ullah 2013; Van der Schans 2015). Tällöin puhutaan niin sanotusta pääomakuilusta (eng. equity gap), joka koskee etenkin pk-yrityksiin tehtäviä kooltaan pienempiä pääomasijoituksia. Cowling ja Harding (2006) arvioivat pääomakuilun vuoksi toteuttamattomien sijoitusten olevan suuruudeltaan 500 000 – 1 500 000 miljoonaa puntaa, mutta esimerkiksi Van der Schansin vuonna 2013 rahastonhoitajille teettämän kyselyn mukaan kuilun yläraja on noussut jo päälle kolmen miljoonan punnan. Northin et al. (2013) mukaan finanssikriisin jälkeen pääomakuilu on kärjistynyt entisestään, sillä venture-rahastot ovat enenevässä määrin keskittyneet tekemään suurempia sijoituksia vakiintuneimpiin yrityksiin.

Kaikkia pk-yrityksiä tarkasteltaessa ulkoinen oma pääoma muodostaa vain marginaalisen osuuden kaikesta rahoituksesta. Pääomarahoituksella on kuitenkin erityisen keskeinen merkitys suuren kasvupotentiaalin omaavien innovatiivisten yritysten tapauksessa. Alkuvaiheen innovatiivisille yrityksille pääomasijoitukset ovat usein lähes ainoa keino saada toiminnalle rahoitusta, sillä näillä yrityksillä ei ole vielä tarpeeksi kassavirtaa taikka vakuuksia pankkilainan saamiseksi. (Van der Schans 2015)

Alkuvaiheen yrityksiin tehtäviä sijoituksia vaikeuttavat sekä asymmetrinen että epätäydellinen informaatio. Sijoittajan ja yrityksen välillä vallitsevasta epäsymmetrisestä informaatiosta johtuen sijoittajat suorittavat niin sanottuja due diligence –tarkastuksia. Näistä tarkastuksista aiheutuu kustannuksia, jotka ovat yleisesti samansuuruisia sijoituksen koosta riippumatta. Näin ollen nämä kustannukset ovat suhteellisesti suurempia pienempien sijoitusten yhteydessä, minkä vuoksi suuremmat sijoitukset vakiintuneimpiin yrityksiin ovat sijoittajien kannalta parempi vaihtoehto. Lisäksi siemen ja alkuvaiheen sijoitusten ongelma on

se, että aloittavista yrityksistä ei ole juurikaan informaatiota saatavilla, minkä vuoksi näiden yritysten arvonmäärittäminen on hankalaa. (Van der Schans 2015)

Rahoituksen saatavuuden ohella ongelmaksi muodostuu sen hinta. Esimerkiksi Northin et al. (2013) tutkimuksen yritykset kertoivat, että sijoittajat vaativat yrityksistä sijoituksen vastineeksi suurempia osuuksia kuin joista yrittäjät ovat valmiita luopumaan. Vastaavasti De Maesenairen ja Clayesin (2012) tutkimuksen vientiyritykset kertoivat, että venture-sijoittajat tarjosivat epäedullisia rahoitusehtoja. Toisaalta ongelman esitettyyn laajuuteen saattaa vaikuttaa se, että yrittäjät eivät ole itse valmiita luopumaan omistusosuuksistaan (Cressy & Olofson 1997; De Maesenaire & Clayes 2012). Toisin sanoen ulkoisen oman pääoman saatavuuden ongelmat eivät välttämättä ainoastaan johdu tarjontapuolen tekijöistä.

Oman pääoman ehtoisen rahoituksen pullonkaulat ovat ongelmallisia siksi, että pääomasijoittajat saattavat olla pankkeja parempi vaihtoehto kasvun rahoittamiseksi. Aiemmassa tutkimuksessa on esimerkiksi tuotu esille, että venture-rahoitteiset yritykset kasvattavat liikevaihtoaan nopeammin (Puri & Zarutskie 2012) ja kansainvälistyvät todennäköisemmin (George, Wiklund & Zahra 2015) kuin muut yritykset. Tähän vaikuttaa osaltaan se, että venture-sijoittajat eivät pankkien tavoin vain monitoroi velallista, vaan ne tarjoavat sijoittamilleen yrityksille kokemusta ja osaamista, josta voi olla hyötyä yritysten kasvupolulla (Fraser, Bhaumik & Wright 2015). Lisäksi pääomarahoitus on joustavampaa kuin velkarahoitus, josta täytyy suorittaa korkoa ja pääoman takaisinmaksua ennalta määrittelyn aikataulun mukaisesti. Pääomarahoitus ei ole myöskään yhtä altis talouden taantumille kuin velkarahoitus, jonka saatavuus saattaa taantumien aikana heikentyä luottopoliittikan kiristyessä. (Hatfield 2017)

3 PIENTEN KASVUYRITYSTEN RAHOITUS JA RAHOITUKSELLISET HAASTEET

3.1 Tutkimusmenetelmä

Tämä tutkimus tehtiin laadullisena tutkimuksena. Laadullinen, eli kvalitatiivinen, tutkimus on induktiivista, eli siinä lähtökohtana on aineiston yksityiskohtainen ja monitahoinen tarkastelu hypoteesien testaamisen sijaan (Hirsjärvi et al. 2009, 164). Laadullisessa tutkimuksessa painottuu kokonaisvaltainen tiedonhankinta todellisista tilanteista. Laadullisen tutkimuksen tutkimusmenetelmiä ovat muun muassa erilaiset haastattelut, kuten teemahaastattelut. (Hirsjärvi et al. 2009, 164) Tässä työssä perehdytään rahoituksellisten haasteiden syvällisempään tutkimiseen enemmän kuin ainoastaan rahoituksellisten haasteiden olemassaolon todentamiseen, minkä vuoksi tutkimus suoritettiin laadullisena.

Tutkimuksen aineisto kerättiin puolistrukturoitujen haastatteluiden avulla. Puolistrukturoidussa haastattelussa tutkija on asettanut kysymyksiä, jotka on tarkoitus käydä läpi, mutta haastateltava saa vastata näihin kysymyksiin haluamallaan tavalla ja haluamassaan järjestyksessä (Koskinen et al. 2005, 101). Puolistrukturoitu haastattelu valikoitui haastattelumenetelmäksi juurikin siksi, että haastateltavilta haluttiin saada vastaukset tiettyihin asioihin, mutta toisaalta haastateltavien vastausmahdollisuuksia ei haluttu rajata. Haastattelukysymysten muodostamisessa käytettiin apuna tutkimuksen teoriaosaa, jotta haastateltavilta kyettiin kysymään tutkimuksen aiheen kannalta relevantteja kysymyksiä. Haastatteluja suoritettiin yhteensä seitsemän kappaletta. Haastattelurunko lähetettiin haastateltaville ennen haastattelua, jolloin haastateltavilla oli aikaa perehtyä kysymyksiin etukäteen. Kaikki haastattelut suoritettiin puhelimitse. Haastattelut nauhoitettiin ja litteroitiin, jotta niiden analysointi jälkikäteen oli mahdollista. Aineistonkeruusta ja aineistosta kerrotaan lisää seuraavassa kahdessa alaluvussa. Haastattelurunko löytyy liitteestä 1.

3.2 Tutkimusaineiston keruu

Aineistonkeruu alkoi hakemalla toimeksiantajan järjestelmästä löytyviä pieniä ja keskisuuria yrityksiä. Kyseiset yritykset ovat toimeksiantajan asiakkaita. Näiden yritysten y-tunnuksia hyödyntäen haettiin yrityksille Vainu.io -yritystietokannasta liikevaihtoluvut vuosille 2014-2017. Tätä aineistoa rajattiin usealla eri tavalla, jotta lopuksi saatiin haluttu joukko kasvuyrityksiä. Ensinäkin aineistosta poistettiin yrityksiä, joilta puuttuu liikevaihtolukuja tilikausien 2014 – 2017 ajalta. Kyseinen rajausta tehtiin, jotta jokaiselle yritykselle kasvu tulee laskettua samanpituiselta ajanjaksolta. Lisäksi joukkoa rajattiin poistamalla tutkimuksen kannalta liian pienet ja suuret yritykset; yrityksen alkuliikevaihdon (v. 2014 liikevaihto) tuli olla vähintään miljoona euroa, ja loppuliikevaihdon (v. 2017 liikevaihto) enintään 15 miljoonaa euroa. Tässä työssä ei myöskään oteta huomioon yrityksen omistusrakenteen vaikutusta sen kokoluokitukseen aineistonkeruuseen liittyvien rajoitteiden vuoksi. Tutkimuksen fokuksena on siis keskittyä pieniin yrityksiin, vaikkakin edellä mainittu rajausta ei itsessään noudata mitään virallista määritelmää pienistä yrityksistä.

Edellä mainittujen toimenpiteiden jälkeen yritysjoukkoa rajattiin yritysten kasvunopeuden perusteella. Tässä työssä kasvuyritys ymmärretään yritykseksi, jonka liikevaihto on kasvanut vähintään 20 prosenttia keskimäärin vuodessa neljän vuoden ajan, ensimmäisen vuoden liikevaihdon ollessa vähintään miljoona euroa. Tässä työssä keskimääräisellä kasvulla tarkoitetaan CAGR-tunnusluvulla (Compound Annual Growth Rate) laskettua kasvua. CAGR-tunnusluku edustaa kasvuvauhtia, jolla investoinnin alkuarvo kasvaa investoinnin loppuarvoksi olettaen, että joka vuosi kasvu on samansuuruista (Investopedia). Toisin sanoen tämän tutkielman kontekstissa CAGR on kasvuvauhti, jolla yrityksen alkuliikevaihto kasvaa yrityksen loppuliikevaihdoksi neljässä vuodessa. Todellisuudessa on epätodennäköistä, että kasvu on joka vuosi samansuuruista, mutta CAGR-tunnusluku kuvaa hyvin kasvua koko tarkasteltavalle aikajaksolle, koska se ei ota huomioon vuosittaista vaihtelua kasvunopeudessa (Investopedia). Tässä työssä ollaan nimenomaan kiinnostuneita siitä, kuinka paljon yritys on kasvanut neljässä

vuodessa. Tästä syystä CAGR valittiin kasvua mittaavaksi tunnusluvuksi. CAGR-tunnusluvun kaava on esitetty alla (mukaillen Investopedia):

$$CAGR = \left(\frac{Loppuarvo}{Alkuarvo} \right)^{\frac{1}{vuosien\ lkm}} - 1 \quad (1)$$

Daunfeldtin et al. (2014) mukaan tutkijoiden tulee huomioida neljä eri näkökulmaa kasvuyrityksen määritelmää laadittaessa: kasvun mittari (mitä mitataan), kasvun mittaaminen (miten mitataan), tarkasteltava ajanjakso sekä kasvun luonne (tapahtuuko kasvu yritysostoin vai orgaanisesti). Tässä työssä kasvun mittarina on liikevaihto ja kasvua mitataan suhteellisesti. Tarkasteltava ajanjakso on tilikaudet 2014 – 2017. Tutkimuksen kasvuyrityksen määritelmässä ei kuitenkaan huomioida kasvun luonnetta aineistonkeruuseen liittyvien rajoitteiden vuoksi. Mitattavaksi muuttujaksi valittiin liikevaihto, koska sen koettiin olevan selkein käytettävissä oleva kasvun mittari.

Edellä kuvattujen rajoitusten jälkeen jäljelle jäi 192 yritystä, joista poimittiin 55 yritystä, joille lähetettiin haastattelupyyntö. Haastatteluun kutsuttavien yritysten valinnassa pyrittiin toimimaan siten, että lopulliseen joukkoon kuuluisi yrityksiä, jotka ovat eri maakunnista, eri toimialoilta ja liikevaihdoltaan erikokoisia. Haastattelujen sopiminen osoittautui hankalaksi, mikä näkyy myös tämän työn haastattelujen määrässä (seitsemän haastattelua). Alkuun tutkija pyrki itse sopimaan haastattelun joko lähettämällä sähköpostin tai soittamalla yrityksille, mutta tämä osoittautui tehottomaksi tavaksi toimia. Lopulta tutkimuksen aineistonkeruussa päätettiin hyödyntää toimeksiantajan kontakteja yrityksiin, sillä tutkija pyysi toimeksiantajalle työskenteleviä asiantuntijoita kontaktoimaan potentiaalisia yrityksiä puolestaan. Kyseiset asiantuntijat ovat henkilöitä, jotka ovat tehneet tai tekevät töitä kyseisten yritysten parissa, minkä vuoksi he tuntevat yrityksen ja yritys heidät. Asiantuntijoiden kautta kontaktoiminen osoittautui huomattavasti tehokkaammaksi tavaksi kontaktoida yrityksiä. Tämä myös pitkälti vaikutti lopullisen yritysjoukon

muodostumiseen, sillä lopulliseen joukkoon tuli valita yrityksiä, joilla on edellä kuvatun kaltainen yhteyshenkilö toimeksiantajan puolella.

Tämän tutkimuksen tapaan poimia yrityksiä lukeutuu myös joitakin rajoituksia. Ensinäkin se ei huomioi mahdollista konsernitason kasvua, koska järjestelmästä haetut liikevaihtoluvut ovat ”y-tunnuskohtaisia”. Toisin sanoen esimerkiksi konsernitason yhtiön CAGR saattaa olla yli 20 prosenttia, jolloin se olisi tämän tutkimuksen mukaan kasvuyritys, mutta tarkasteltavalle listalle päätyneen emoyhtiön CAGR saattaa olla alle 20 prosenttia, minkä vuoksi yhtiö ei ole tarkasteltavalla listalla. Lisäksi käytetty menetelmä ei ota huomioon tilikausien pituuksissa tapahtuvien muutosten vaikutusta. Tilikauden päättymisajankohtana tarkasteltiin vuosilukua, joten jos yksi tilikausi on venytetty kalenterivuotta pidemmälle, saattaa tältä kalenterivuodelta puuttua liikevaihtoluku. Jos yritykseltä puuttui liikevaihtoluku joltain vuodelta, poistettiin se tarkastelusta. Tilikauden pituudessa tapahtuneet muutokset ovat voineet myös johtaa siihen, että yksi tarkasteltavista tilikausista on muita lyhyempi. Tämä saattaa johtaa siihen, että yksi tarkasteltavista tilikausista näyttää tilikaudelta, jolloin yrityksen liikevaihto on laskenut, vaikka todellisuudessa liikevaihdon laskun taustalla on lyhennetty tilikausi.

3.3 Tutkimusaineiston kuvaus

Haastatteluja toteutettiin yhteensä seitsemän kappaletta. Haastattelut käsiteltiin anonymisti, minkä vuoksi haastateltujen henkilöiden tai heidän yrityksensä nimen sijaan käytetään kirjaimia. Jatkossa yrityksiin ja yritysten haastateltaviin viitataan termeillä ”yritys” tai ”yrityksen haastateltava”, eli esimerkiksi ”yritys A” tai ”yrityksen A haastateltava”.

Taulukko 1. Haastatellut yritykset, haastateltavan positio sekä haastattelun pituus

Yritys	Toimiala	Maakunta	Ikä	Haastateltavan positio	Haastattelun pituus
A	Tukku- ja vähittäiskauppa	Uusimaa	5-10	Talousjohtaja	19:24
B	Teollisuus	Uusimaa	15-20	Hallituksen jäsen	54:32
C	Informaatio ja viestintä	Uusimaa	5-10	Toimitusjohtaja	33:43
D	Teollisuus	Pohjois-Pohjanmaa	5-10	Toimitusjohtaja	18:58
E	Teollisuus	Pohjois-Pohjanmaa	10-15	Talousjohtaja	46:52
F	Informaatio ja viestintä	Uusimaa	5-10	Toimitusjohtaja	19:10
G	Ammatillinen, tieteellinen ja tekninen toiminta	Uusimaa	10-15	Toimitusjohtaja	33:56

Taulukkoon 1 on kerätty tietoja haastatelluista yrityksistä, haastateltavan positio yrityksessä sekä haastattelun pituus. Anonymiteetin säilyminen huomioiden yrityksistä ei paljasteta tarkkoja tietoja. Yrityksiä kuvaillaan kolmella muuttujalla, jotka ovat toimiala, maakunta ja ikäluokka. Toimiala- ja ikätieto on poimittu YTJ-yritystietokannasta, yrityksen maakunta perustuu yrityksen kotisivuillaan ilmoittamaan kotipaikkaansa. Tässä yhteydessä toimialalla viitataan Tilastokeskuksen TOL2008 mukaiseen toimialaluokituksen päätoimialaluokkaan. Lisäksi tässä yhteydessä ikä perustuu päivään, jolloin yritys on rekisteröity Kaupparekisteriin, joten ikä ei ota huomioon mahdollista aiempaa yritystoimintaa eri y-tunnuksella. Ikä ilmoitetaan ikäluokkana tarkan iän sijaan.

Yrityksistä viisi on Uudeltamaalta ja kaksi on Pohjois-Pohjanmaalta. Yrityksistä neljä on 5-10 vuotta vanhoja, kaksi on 10-15 vuotta vanhoja sekä yksi on 15-20 vuotta vanha. Haastateltavista henkilöistä neljä toimii yrityksensä toimitusjohtajana, kaksi työskentelee talousjohtajana sekä yksi on yrityksensä hallituksen jäsen.

Haastattelut olivat pituudeltaan erimittaisia, vaihdellen noin 20 minuutista vajaaseen 55 minuuttiin. Kaikki haastattelut suoritettiin puhelimitse marras- ja joulukuun aikana vuonna 2018. Haastatteluiden tarkat ajankohdat löytyvät aineistoluettelosta.

Huomionarvoista on se, että kaikki tutkimuksen yritykset eivät ole kohdanneet rahoituksellisia haasteita. Tähän tutkimukseen valittiin kaikki haastattelukutsuun vastanneet yritykset riippumatta siitä, onko niillä ollut haasteita rahoituksensa kanssa, koska tällöin saadaan laajempi kuva nopeasti kasvavien pienten yritysten rahoituksesta. Alun perin tarkoitus oli keskittyä vain rahoituksellisia haasteita kohdanneisiin yrityksiin, mutta tämä osoittautui vaikeaksi tehtäväksi johtuen haastatteluiden sopimiseen liittyvistä hankaluuksista.

3.4 Haastatteluiden tulokset

Seuraavissa kolmessa alaluvussa käydään läpi yritysten kanssa tehdyt haastattelut. Alaluvut on jaettu siten, että ne kutakuinkin vastaavat haastattelurungon eri teemoja. Ensimmäisessä alaluvussa tutkitaan yritysten käyttämiä rahoituslähteitä. Seuraavassa alaluvussa käydään läpi yritysten kohtaamia rahoituksellisia haasteita. Kolmannessa ja viimeisessä alaluvussa käsitellään yleisemmin yritysten rahoituksen saatavuutta ja sen ehtoja. Toisin sanoen viimeisessä alaluvussa tuodaan esille esimerkiksi yritysten näkemyksiä niiden pankkisuhteesta sekä keinoista, joilla rahoituksen allokoitumista kasvuyrityksille voisi parantaa.

3.4.1 Rahoituslähteet

Alkuun haastateltavilta kysyttiin, mitä rahoituslähteitä heidän yrityksessään on käytetty toiminnan rahoittamiseksi viimeisen viiden vuoden aikana. Tämän kysymyksen apuna käytettiin taulukkoa, joka löytyy haastattelurungosta (liite 1). Taulukossa rahoituslähteet on ensinäkin jaettu sisäiseen sekä ulkoiseen rahoitukseen. Sisäisen rahoituksen lähteeksi on merkitty ”yrittäjien sekä heidän

lähipiirinsä varat”, ”tulorahoitus” sekä vaihtoehto ”muu rahoitus”. Ulkoisen rahoituksen lähteiksi on puolestaan merkitty ”julkinen rahoitus”, ”ulkoisen oma pääomaa”, ”velkarahoitus” ja vaihtoehto ”muu rahoitus”. Taulukon tarkoituksena on yksinkertaistaa vastausta tähän kysymykseen, sillä kysymys itsessään saattaa olla laaja ja monimutkainen.

Kaikki haastateltavat nostivat esille sekä tulorahoituksen että velkarahoituksen käytettyinä rahoituslähteinä, velkarahoituksen ollessa usein pankkilainaa. Yrityksen C haastateltava korosti velkarahoituksen yhteydessä myös leasing-rahoituksen merkitystä yrityksensä toiminnalleen erittäin tärkeäksi. Suurin osa yrityksistä on myös kerännyt pääomasijoituksia, eli ulkoista omaa pääomaa. Yrityksessä E henkilöomistajat ovat sijoittaneet yritykseensä viimevuotisissa rahoituskierroksissa ja yrityksessä B on suoritettu työntekijöille suunnattu osakeanti, mutta muutoin yrittäjien tai heidän lähipiirinsä varojen sijoittaminen yritykseen ei ole ollut merkittävässä roolissa yrityksissä viime vuosina. Tämä selittyy sillä, että yritykset ovat jo vakiintuneempia toimijoita, minkä vuoksi ne saavat rahoitusta muista lähteistä. Lisäksi kaikissa yrityksissä on hyödynnetty julkista rahoitusta, mikä selittyy yksinkertaisesti sillä, että kaikki yritykset ovat tämän tutkimuksen toimeksiantajan, Business Finlandin (julkinen rahoittaja), asiakkaita.

Tutkimuksen yrityksistä yhdellä on suoria henkilökohtaisia takauksia yrityksen lainoissa. Yrityksessä B rahoitus järjestetään yrityksen emoyhtiön kautta, joten yrityksen haastateltavan mukaan hän on tosiasiallisesti takaamassa yrityksen rahoitusta, mutta ei välttämättä suoraan takaamassa yrityksellä B olevia lainoja. Muilla tutkimuksen yrityksillä ei ole lainoissaan yrityksen sisäpiirin henkilökohtaisia takauksia. Lisäksi yrityksistä kolmella on Finnveran takauksia lainoissaan, mutta millään yrityksellä ei ole Euroopan investointipankin takauksia.

Tutkimuksen yritysten rahoituskäyttäytymisessä näkyy pyrkimys suosia tulorahoitusta ja velkarahoitusta ennen ulkoista omaa pääomaa. Vaikka suurin osa yrityksistä on hyödyntänyt ulkoista omaa pääomaa, yritykset pyrkivät välttämään

sen käyttöä. Tämän taustalla vaikuttaa halu välttää diluutio, eli omistussosuuden laimentuminen. Yritysten F ja G haastateltavat muotoilivat asian seuraavasti:

”Meillä omistusstrategia lähtee tällä hetkellä siitä, että pyrimme minimoimaan diluution. Koitetaan pääosin löytää ja hakee kaikkee muuta paitsi ulkoista pääomaa, kuten pääomasijoituksia.” (Haastattelu F)

”Mä oon ainakin onnistunut luomaan semmoisen uskon, että tämmöisen yrityksen arvo globaaleilla markkinoilla on jotain aivan muuta, niin sen takia dilutoiminen ja uusien antien järjestäminen ei ole järkevää. Nyt ei kukaan halua dilutoida omaa omistustaan...” (Haastattelu G)

Haastatteluista kävi myös ilmi, että yritykset suosivat tulorahoitusta ennen velkarahoitusta. Yritykset siis mieluummin käyttävät ensin sisäistä rahoituksen lähdettä, kuten tulorahoitusta, ja vasta lopuksi ulkoisia rahoituksen lähteitä, kuten velkarahoitusta ja ulkoista omaa pääomaa. Velkaa suositaan ennen pääomasijoituksia, koska yrityksissä pyritään välttämään omistuksen laimentuminen. Vaikka rahoituslähteitä pyritään pitkälti käyttämään tässä järjestyksessä, tämä järjestys ei kerro sitä, mitä rahoituslähde yrityksessä ollaan eniten käytetty. Esimerkiksi yrityksissä E ja D ulkoinen oma pääoma on ollut suurin yksittäinen käytetty rahoituksen lähde viimeisten vuosien aikana johtuen seuraavassa kahdessa tekstikappaleessa esitetyistä syistä.

Joissakin tapauksissa ulkoinen oma pääoma on ainut keino rahoittaa yrityksen toimintaa. Esimerkiksi yrityksen E haastateltava kertoi yrityksen aiemmin käyttävän pitkälti velkarahoitusta, mutta kasvavan velan myötä yrityksen velkaantumisaste nousi liian korkeaksi lisävelkarahoituksen saamiseksi pieniä pankkilainoja lukuun ottamatta. Siispä yritys E on joutunut keräämään viimeisten vuosien ajan ulkopuolisen rahoituksensa pääomakerroksin. Yritys on ollut viime vuodet myös

tappiollinen, joten rahoituksen on täytynyt tulla ulkopuolelta. Kuten yrityksen haastateltava sanoi: *"Rahoituksen on pakko ollut olla pääomapanoiteista."*

Ulkoinen oma pääoma saattaa olla myös ainoa keino rahoittaa yritystä alkuvaiheessa. Yrityksen D haastateltava toi esille, että kun yritys oli vasta perustettu ja sillä ei vielä ollut liiketoimintaa, tarvitsi se silloin riskirahoitusta toimintansa rahoittamiseksi. Pankilta saatava lainaraha ei ole kuitenkaan riskirahoitusta, minkä vuoksi rahoitus tuli riskisijoittajilta, jos se oli tullakseen. Yrityksen D haastateltavan mukaan yrityksessä ei kuitenkaan haluta dilutoida omistusosuuksia enemmän kuin on pakko, minkä vuoksi yrityksen tullessa kannattavammaksi siirryttiin rahoitusmuotoihin, joissa omistusosuudet eivät dilutoidu. Yrityksessä D ulkoisen oman pääoman ehtoisen rahoituksen käyttöä on vähennetty ja lainarahan käyttöä on puolestaan lisätty viimeisten vuosien aikana.

Ulkoinen oma pääoma voi rahoituksen ohella tuoda yritykseen osaamista ja kokemusta (Van der Schans 2015). Esimerkiksi yrityksen G haastateltavan mukaan yritykseen tehtyjen pääomasijoitusten myötä yritys on saanut hallitukseensa laajan osaamis pohjan. Yrityksen C haastateltava puolestaan totesi, että pääomasijoittajilta on tullut yleistä liiketoimintaosaamista, mutta ei niinkään yrityksen toimialaan liittyvää osaamista. Tämä on kuitenkin yrityksen C haastateltavan mukaan ymmärrettävää, sillä pääomasijoittajien ei voi olettaakaan tuntevan kaikkia liiketoiminta-alueita yksityiskohtaisesti. Toisaalta yrityksen E haastateltava koki, että pääomasijoitukset eivät ole juurikaan tuoneet yritykseen uutta osaamista.

Pankkirahoitus on "äänetöntä rahaa". Kuten yrityksen C haastateltava totesi: *"Pankilta ei olla saatu tietenkään liiketoimintajohtamiseen liittyvää neuvoa. Se on sitten vaan rahaa."* (Haastattelu C). Haastateltavien vastausten perusteella pankkirahoittajat ovat kiinnostuneita pääomansa takaisinsaamisesta korkoineen riskit minimoiden. Esimerkiksi yrityksen F haastateltava toi esille, että pankki näkee käyttökattteen heikentymisen rahoituksen myöntämisen kannalta huonona asiana, vaikka toisaalta kansainvälinen kasvu juurikin edellyttää investointeja, jotka

puolestaan yleensä heikentävät käyttökatetta. Täten pankin velkarahoitus ei ole kasvun rahoittamiseen joustavin vaihtoehto. Tutkimuksen yrityksille pankit ovat kuitenkin tärkeitä rahoittajia. Esimerkiksi yrityksen B haastateltava käytti pankistaan termiä ”liiketoimintakumppani”, ja kuten jäljempänä käy ilmi, tutkimuksen yritysten haastateltavat pitävät pankkia hyvänä rahoituskumppanina.

Haastateltavilta kysyttiin, mikä on ollut yleisin käyttökohde ulkoiselle rahoitukselle heidän yrityksessään viimeisten vuosien aikana. Jokainen haastateltavista mainitsi laiteinvestoinnit, myynnin tai tuotekehityksen. Ulkoinen rahoitus on siis pitkälti mennyt näissä yrityksissä kasvun rahoittamiseen tai kasvun mahdollistamisen rahoittamiseen (tuotekehitys). Vain yksi haastateltavista mainitsi käyttöpääoman rahoittamisen merkittäväksi ulkoisen rahoituksen käyttökohteeksi. Siispä tutkimuksen yrityksissä operatiivisen toiminnan rahoittaminen ei ole merkittävä käyttökohde ulkoiselle rahoitukselle.

Tutkimuksen yritysten pääomarakenne on enemminkin käytettyjen rahoituslähteiden summa kuin omaa rahaa ja velkaa tasapainottelemalla saavutettu lopputulema. Pääomarakenteen muodostumista sanelee pitkälti halu suosia tiettyjä rahoituslähteitä ennen muita. Yrityksen C haastateltava muotoili asian näin:

”On ehdottomasti (käytettyjen rahoituslähteiden) lopputulema, eli ei ole mitään tietoista tasoa (pääomarakenteelle) tai muuta mihin pyritään. Tietysti vähän sitä omavaraisuusastetta seurataan totta kai, mutta ei ole mitään kriittistä, joka sääntelisi tai sanelisi rahoitusta ... Käytännössä pyritään kaikki muut rahoituslähteet käyttämään ennen sitä oman pääoman ehtoista (rahoitusta). Se oikeastaan sanelee enemmän.” (Haastattelu C)

Kasvuyrityksessä korostuu ylipäätänsä se, että rahoitusta on saatavilla. Yrityksen G haastateltava totesi, että ”... tässä mennään aika luonnollisesti tämän koko luokan yritykselle siinä mielessä kädestä suuhun”. Yrityksen G haastateltava myös lisäsi,

että ”*pitkäjänteinen suunnitelmallinen taloudenpito on aika mahdotonta tämmöisessä tosi nopean tuotekehityksen yrityksessä*”.

Osa haastateltavista kuitenkin toi esille, että yrityksen pääomarakennetta seurataan, koska esimerkiksi velkarahoituksen kovenantit on sidottu yrityksen omavaraisuusasteeseen. Lisäksi yrityksen E haastateltava mainitsi, että omavaraisuusastetta pyritään parantamaan, koska heikko omavaraisuusaste heikentää velkarahoituksen saatavuutta. Yritykset siis pyrkivät huomioimaan rahoituspäätöksiensä vaikutuksen pääomarakenteeseen, mutta mikään optimaaliseksi koettu pääomarakenne ei sanele yritysten rahoituspäätöksiä.

Lopuksi haastateltavilta tiedusteltiin joukkorahoituksesta. Yrityksistä vain yksi, yritys E, on käyttänyt joukkorahoitusta rahoituksen keruussaan. Kyseinen joukkorahoitus järjestettiin pääomitusperusteisena joukkorahoituksena. Yrityksen E kokemus joukkorahoituksesta oli positiivinen, sillä yrityksen haastateltavan mielestä joukkorahoitus toimii hyvänä välivaiheena mahdollista listautumista varten. Yrityksen E haastateltava kuvaili joukkorahoitusta seuraavasti: ”*Tosi hyvä platform ja formaatti sen suhteen, miten julkista yhtiötä tai listautumista varten tarvittavat asiat laitetaan kuntoon.*” (Haastattelu E). Lisäksi haastateltava koki, että yritys E on saanut enemmän näkyvyyttä sijoittajapiireissä joukkorahoituskampanjan myötä.

Yrityksen G haastateltava kertoi yrityksensä aikovan hyödyntää Kickstarterin kaltaista joukkorahoituspalvelua. Yrityksen G haastateltavan mukaan tällaisessa kampanjassa olisi ennemminkin kyse markkinoinnista kuin rahoituksen keräämisestä: ”*... markkinoinnin kannalta tosi merkittävä, mutta rahoituslähteenä meidän kokoluokassa se (Kickstarter) alkaa olemaan jo aika pieni.*” (Haastattelu G). Yrityksen mielestä tällainen joukkorahoituskampanja olisi oiva keino ottaa selvää, kuinka kiinnostavina heidän tuotteitaan pidetään globaalisti.

Muilla yrityksillä ei ole suunnitelmissa käyttää joukkorahoitusta rahoituslähteenä. Muiden yritysten haastateltavilta tuli mielipiteitä sekä joukkorahoituksen puolesta että vastaan. Yrityksen C haastateltava piti yrityksen E haastateltavan tavoin joukkorahoitusta välivaiheena ennen mahdollista listautumista. Lisäksi yrityksen C haastateltavan mukaan joukkorahoituksesta voi saada varsin edullista rahoitusta, sillä haastateltavan mielestä joukkorahoituksessa yritysten valuaatiot ovat korkeita suhteessa yritysten liiketoimintaan. Puolestaan yrityksen D haastateltava totesi, että heidän yritystään on kehoitettu pysymään erossa joukkorahoituksesta. Yrityksen D haastateltava kertoi joukkorahoituksen ongelmaksi sen, että siinä ”...
omistajarakenne pirstaloituu ja sen jälkeen se (joukkorahoitus) käytännössä tuhoaa yrityksen siten, että isoimmat sijoitusyhtiöt kokee, että (yritys) on menetetty tapaus, koska iso omistajien määrä aiheuttaa monenlaista hankaluutta.” (Haastattelu D)

3.4.2 Rahoitukselliset haasteet

Yrityksen C haastateltava toi esille yrityksen leasing-rahoitukseen liittyvät ongelmat. Leasing-rahoitusjärjestelyssä pankki hankkii yrityksen puolesta leasing-rahoituksen kohteena olevan laitteen ja vuokraa sen sitten yritykselle. Yrityksen C toiminta perustuu pitkälti siihen, että se myy leasing-rahoituksella hankkimiensa laitteiden kapasiteettia eteenpäin. Täten yrityksen C liikevaihdon kasvaessa kasvavat myös yrityksen laiteinvestoinnit. Ongelma on kuitenkin siinä, että leasing-rahoittajat ovat valmiita rahoittamaan yritystä vain tiettyyn pisteeseen saakka. Yrityksen C haastateltavan mielestä rahoittajien tapa arvioida yritystä on heille epäedullinen:

”Heidän (leasing-rahoittajat) perinteiset tavat arvottaa meidän kaltaisia toimijoita tai yrityksiä eivät ole meidän eduksi, koska he kattovat siellä hyvin perinteisiä mittareita, ja se tietyllä tapaa asettaa meidät vähän hankalaan asemaan, koska se kasvu on sen verran vahvaa ja ne laiteostot suhteessa liikevaihtoon ovat aika isoja.” (Haastattelu C)

Haastateltava myös mainitsi, että pankit yritystä arvioidessaan katsovat varsin pitkällä aikajänteellä taakse päin. Haastateltava korostaa, että yrityksen C tapauksessa kehitystä olisi mielekkäämpää seurata esimerkiksi kvartaaleittain, eikä niin, että loppuvuodesta tutkitaan vasta edellisen vuoden toteutunutta liikevaihtoa. Haastateltavan mukaan perinteiset toimijat näkevät yrityksen toiminnassa mahdollisuuksia, mutta heidän oma toimintansa ”ei taivu” siinä mielessä, että he pystyisivät jatkamaan yrityksen rahoittamista esteittä. Rahoittajat vaatisivat, että yritys tekisi positiivista tulosta, mutta tämä tarkoittaisi sitä, että yrityksen pitäisi ottaa rahaa pois kasvuinvestoinneistaan:

”Siellä vaadittaisiin positiivista kassavirtaa ja tulosta viivan alle, jotta sitä lainaa voisi lisätä ... Se lisäys ei oo sen arvoinen, että me alettaisiin plussaa sit taas tekemään ja ottaa sitä rahaa muualta pois. Se ei yhtälönä oo kuitenkaan meidän eduksi, vaikka se leasing-limiitti kasvaisi.” (Haastattelu C)

Kun leasing-rahoituksessa on tullut seinä vastaan, on se tarkoittanut sitä, että yrityksessä on siirrytty käyttämään enemmän lainarahoitusta. Leasing-rahoituksen vähentyminen suhteessa yrityksen kasvuun on myös tarkoittanut sitä, että laitteiden osalta on jouduttu menemään kassasta ostoihin. Tämä on johtanut siihen, että yrityksen tulee toimia suuremmilla kassavaroilla, jotta ongelmilta vältyttäisiin. Jos yrityksen C leasing-rahoitus loppuu, tarkoittaa se sitä, että kasvua tulee rajoittaa:

”... jos se leasing-rahoitus katkeaa, meidän pitää jarrutella kasvua, jotta me voidaan rahoittaa firman toimintaa.” (Haastattelu C)

Yrityksen C haastateltava kertoi myös vakuusvajeeseen liittyvästä ongelmasta. Yrityksen haastateltavan mielestä pankki on hyvin varovainen arvottaessaan vakuuksia. Jos yrityksen laitteet pidetään Suomessa, pankki antaa näille jonkinlaisen vakuusarvon, mutta vahvasti kansainvälistyvänä yrityksenä yritys C vie suuren osan laitteistaan ulkomaille, jolloin pankki ei anna laitteille minkäänlaista

vakuusarvoa. Pankki pyrkii välttämään kansainvälistymiseen liittyvää riskiä, vaikkakin yritys C olisi valmis maksamaan yhteistyöstä suurempaa hintaa:

”He (pankki) katsovat liiketoimintaa hyvin suomalaisittain ja he eivät halua minkäänlaista kansainvälistä riskiä ottaa siinä, vaikka me oltaisiin halukkaita vaikka jatkamaan yhteistyötä kalliimmallakin hinnalla. Se kv-riski (kansainvälistymisriski) ei kuitenkaan heille käy.” (Haastattelu C)

Yrityksen E tuotteet ovat hyvin innovatiivisia, mikä on tarkoittanut sitä, että yrityksen alkuaikoina se on käyttänyt suuria rahasummia tuotteidensa kehittämiseen. Tuotteiden kehittämisessä merkittävässä roolissa ovat olleet Business Finlandilta (silloiselta Tekesiltä) saatu rahoitus. Yrityksellä itsellään oli aikoinaan kova usko, että kaksi julkisella rahoituksella kehitettyä tuotetta olivat menossa vahvasti markkinoille, minkä vuoksi yritys pyysi rahoitusta myös kolmannen tuotteen kehittämiseen. Tässä vaiheessa julkinen toimija kuitenkin totesi, että yrityksen ensin tulee näyttää evidenssiä näiden kahden tuotteen myynnistä ennen kuin rahoitusta kolmannella tuotteella voidaan myöntää. Yrityksen E haastateltavan mukaan näitä tuotteita on sittemmin saatu myytyä ja uutta tuotekehitysrahoitusta uusien tuotteiden kehittämiseen on saatu, mutta liikevaihdon kasvu ei ole ollut niin voimakasta kuin he olisivat itse toivoneet. Yrityksen haastateltavan mielestä yrityksen tuoteportfolio on ollut liian kapea, minkä vuoksi yritys ei ole kyennyt tavoittamaan tiettyjä asiakkuuksia. Toisin sanoen yrityksellä olisi ehkä enemmän myyntiä, jos se olisi saanut rahoitusta kolmannen tuotteensa myyntiin. Haastateltava vastasi seuraavasti kysyttäessä, olisiko heidän mielestään ollut parempi, jos rahoitusta olisi myönnetty myös kolmatta tuotetta varten:

”Silloin me oltiin sitä mieltä (että tuotekehitysrahoitusta olisi pitänyt saada lisää), ehkä nyt jälkikäteen katsottuna se oli erittäin viisas neuvo (myydä ensin nykyisiä tuotteita ja rahoittaa myöhemmin uusia). Ei sitä tiedä – jos olisi tullut silloin rahoitusta, tietysti meidän pääomarakenteet olisi ollut eri asennossa. Ehkä silloin

tuota ulkopuolista pääomarahoitusta ei oltaisi niin paljoa tarvittu. Ehkä voisi olla näin, mutta tää kaikki on jälkiviisauden puolella.” (Haastattelu E)

Yritys E on käyttänyt sisäistä rahoitusta nykyisten tuotteiden parantamiseen, mutta uusien tuotteiden kehittämiseksi ulkopuolinen rahoitus on ollut elinehto. Jos ulkopuolista rahoitusta ei ole saatu, uudet tuotteet on jäänyt kehittämättä ja tätä kautta syntyvä myynnin kasvu tulematta:

”... jos ja kun meillä ei oo ollut ulkopuolista tai tämmöstä julkisen toimijan riskituotekehitysrahoitusta, niin kyllä ne tuotteet on jäänyt kehittämättä ... Uudet tuotteet on jääny tulematta ja sitä kautta syntyvä myynnin kasvu.” (Haastattelu E)

Yrityksen E haastateltava mainitsi vakuuksiin ja pankin lainan hinnoitteluun liittyvät haasteet. Ensinäkin pankki vaatii myöntämilleen lainoilleen laajat vakuudet, käytännössä täydet 100 prosentin vakuudet. Yrityksen E tapauksessa tämä on tarkoittanut sitä, että Finnveralta saatujen takauksien lisäksi pankki on pyytänyt vakuuksia yrittäjien henkilökohtaisten takauksien ja yritysikiinnitysten muodossa. Täysistä vakuuksista huolimatta pankki antaa yritykselle huonoihin taloudellisiin lukuihin vedoten kehnon arvion (rating), mikä nostaa lainan hintaa, eli korkoa.

Yrityksen E haastateltava toi myös esille Finnveran kalliin hinnoittelutavan. Finnvera ei saa kilpailla pankkien kanssa, minkä vuoksi sen hintojen, eli korkojen, tulee olla hieman pankkeja korkeammalla. Yrityksen E haastateltava siis sanoo yrityksen maksavan Finnveralle korkeampaa korkoa kuin mitä se maksaa pankeille. Myös yrityksen B haastateltava mainitsi Finnveran kalliin hinnoittelutavan. Yrityksen E haastateltava kuvasi Finnveran hinnanmuodostumista seuraavasti:

”... he (Finnvera) eivät saa kilpailla pankkien kanssa, niin ne benchmarkkaa koko ajan näitä pankkien antamia korkotasoja, jotka on siis ratingilla (reittaukseen

perustuen) korkeat, ja heillä (Finnveralla) pitää olla aina pikkaisen korkeammat (korot) kuin pankeilla ... Me maksetaan siis heille (Finnveralle) suurempaa korkoa kuin pankille.” (Haastattelu E)

Kuten pankkirahoittajilla yrityksen C haastateltavan mukaan, yrityksen B mielestä julkisilla rahoittajilla katsotaan liikaa menneisyyteen eikä oteta huomioon sitä, jos yritys on viime vuosina onnistunut kääntämään kurssinsa. Yritys jää tällöin ikään kuin historiansa vangiksi, jos se ei saa rahoitusta johtuen aiemmasta kehnosta menestyksestä. Yrityksen B haastateltavan mukaan tämä on hieman paradoksaalista, sillä tuotekehityshankkeissa pyritään juurikin tekemään asioita tulevaisuutta varten, jotta yrityksessä asiat saataisiin käännettyä parempaan suuntaan. Yrityksessä B tämä historian vangiksi jääminen on osaltaan johtanut siihen, että yritys takaa lainansa omasta takaa, sen sijaan, että se käyttäisi Finnveran takauksia. Haastateltavan mielestä julkisella rahoituksella mieluummin rahoitetaan uusia yrityksiä uusilla ideoilla kuin virheistään oppineita yrityksiä:

”Mä luulen, että toi on todella huono tällainen korrelaatio (eli, että jos kerran epäonnistuu, epäonnistuu aina) itse asiassa, koska aika usein on niin, että yrittäjät varsinkin oppii siitä, mikä on mennyt pieleen aikaisemmin. Nyt tavallaan mieluummin ehkä rahoitetaan startuppia tuoreella ja puhtaalla historialla kuin yritystä, joka on mahdollisesti oppinut jotain historiasta ja tekee nyt toisin.”

(Haastattelu B)

Yrityksen F haastateltava mainitsi yrityksen rahoitukselliseksi haasteeksi sen, että yritys on ajoittain liian tiukalla aikataululla hakenut pankista lisärahoitusta, mikä on heikentänyt yrityksen neuvotteluasemaa. Eli tällöin on yrityksen haastateltavan mukaan oltu *”... liikaa yhden kortin varassa.”* (Haastattelu F). Toisin sanoen rahoittajalla on ollut tällöin paljon neuvotteluvoimaa suhteessa yritykseen. Toisaalta haastateltava toi esille, että *”... vaikka jollain rahoittajalla on iso neuvotteluvoima tämmöiseen pieneen kasvuyritykseen nähden niin ollaan mekin kuitenkin yleensä saatu omia ehtojamme läpi sitten lopullisiin rahoitussopimuksiin.”* (Haastattelu F).

Haastateltavan mukaan Suomessa vain yksittäiset pankit toimivat kasvuyritysten velkarahoittajina. Koska vaihtoehtoja rahoittajaksi on vähän, kilpailuttamisesta ei olisi välttämättä juurikaan hyötyä. Lisäksi kuten haastateltavan vastauksesta näkyy, pankki huomioi myös asiakkaansa näkökulman, eli selvästi panostaa asiakassuhteeseen. Näistä kahdesta havainnosta kirjoitetaan lisää seuraavassa alaluvussa.

Yrityksen D haastateltava toi esille haasteen koskien sitä, että velkarahoituksen käyttö heikentää yrityksen tunnuslukuja, kuten omavaraisuusastetta, ja puolestaan heikentynyt omavaraisuusaste hankaloittaa uuden velkarahoituksen saamista. Toisin sanoen käyttämällä suotuisaa rahoitusmuotoa, kuten velkarahoitusta, yritys saattaa asettaa itseään samalla rahoituksellisesti heikompaan asemaan. Toisaalta, kuten aiemmin kävi ilmi, yritykset suosivat velkarahoitusta ennen ulkopuolista omaa pääomaa, joten rahoituksellisen aseman heikentyminen nähtäneen hyväksyttävänä seurauksena siitä, että rahoitus saadaan itselle edullisemmasta lähteestä.

3.4.3 Yleisemmin rahoituksen saatavuudesta ja sen ehdoista

Rahoituksen saatavuudesta ja sen ehdoista

Haastateltavilta kysyttiin, ovatko heidän yrityksensä koskaan päättäneet olla hakematta rahoitusta jostakin rahoituslähteestä perustuen esimerkiksi heidän käsityksiinsä tai muiden yrittäjien kokemuksiin rahoittajien toimintatavoista. Yksi osa haastateltavista kertoi, että rahoittajien maine, toimintatavat tai käsitykset rahoittajista eivät ole vaikuttaneet heidän päätöksiinsä hakea rahoitusta jostakin lähteestä. Toinen osa haastateltavista toi esille, että rahoitusta ei ole haettu jostakin lähteestä, koska esimerkiksi rahoittajaa ei koettu yritykselle sopivaksi rahoittajaksi taikka rahoittajan ei koettu tuovan tarpeeksi lisäarvoa yritykseen. Yrityksen E haastateltava kertoi, että yritys oli päättänyt olla hakematta rahoitusta eräästä lähteestä, koska rahoituksen hakeminen olisi ollut liian työlästä verrattuna siihen

varmuuteen, joka rahoituspäätöksen lopputuloksesta yrityksellä oli. Toisin sanoen yritys E ei halunnut laittaa suurta työpanosta rahoitushakemukseen, jonka lopputulos on epävarma.

Yrityksen B haastateltava kertoi julkisen rahoituksen reunaehtojen jäykästä tulkinnallisuudesta. Hänen mukaansa julkisen rahoituksen reunaehdot ovat ikään kuin veteen piirretty viiva sen suhteen, että mitä julkista rahoitusta koskevassa hankkeessa voi tehdä ja mitä ei voi tehdä. Toisin sanoen rahoituksen hakijalle ei ole aina selvää, minkälaiseen toimintaan voi hakea ja minkälaiseen toimintaan vastaavasti ei voi hakea julkista rahoitusta. Haastateltavan mukaan näitä reunaehtoja tulisi tulkita joustavammin. Hän muotoili asian seuraavasti:

”Jos me saatais tähän tämmönen oikealla tavalla sääntöjä tulkitseva joustava näkökulma, niin mä uskoisin, että se kilpailukyky, jota julkisen rahoituksen kautta voitaisiin pk-sektorille, erityisesti vientiyrityksille, tarjota, olisi erittäin merkittävä. Mutta tässä on semmonen epäselvyys siinä, että mihin rahoitusta voi saada ja mihin sitä ei voi saada, niin se on pikkasen häiritsevää.” (Haastattelu B)

Yrityksen B haastateltava totesi, että jos Suomessa tulkitaan yleiseurooppalaisia julkista rahoitusta koskevia säännöksiä tiukemmin kuin muualla Euroopassa, menettävät suomalaiset pk-yritykset kilpailukykyä suhteessa muissa Euroopan maissa toimiviin yrityksiin. Haastateltavan mielestä Suomessa toimivat julkiset rahoittajat ovat muuhun Eurooppaan verrattuna huomattavan paljon lähempänä rahoitusta tarvitsevia yrityksiä. Toisin sanoen Suomessa julkisilla toimijoilla on paremmat edellytykset rahoittaa yrityksiä kuin muiden maiden julkisilla toimijoilla, mutta kilpailukykyä menetetään, jos Suomessa tulkitaan rahoituksen reunaehtoja tiukemmin kuin muualla.

Haastateltavilta kysyttiin, onko rahoituksen saatavuudessa tai sen ehdoissa tapahtunut muutoksia viimeisten viiden vuoden aikana. Yksi puoli haastateltavista

oli sitä mieltä, että tilanne rahoituksen suhteen on parantunut viimeisten vuosien aikana. Toinen puolisko haastateltavista ei joko oikein osannut kommentoida asiaa taikka oli sitä mieltä, että tilanteessa ei ole tapahtunut muutoksia. Yrityksen F haastateltavan mukaan viimeisten vuosien aikana markkinoille on tullut enemmän toimijoita ja erilaisia rahoitusinstrumentteja.

Haastateltavat selvästi suosivat pankkiasiodensa keskittämistä yhteen pankkiin. Osa haastateltavista kertoi yrityksensä aiemmin kilpailuttaneen ja vaihtaneen pankkeja, mutta pankkiasiat on sittemmin keskitetty yhteen pankkiin. Tutkimuksen yritykset kokivat pankkiasioden keskittämisen hyväksi asiaksi, sillä yritysten käyttämä pankki koettiin hyväksi rahoittajakumppaniksi. Yrityksen A haastateltava kuvaili asiaa näin:

”Kyllähän se silleen on sitten helpompaa, kun siellä on se yhteyshenkilö, joka tuntee ja tietää... ja vaikka ei olisi mitään (rahoitus)tarpeitakaan, niin kuitenkin hän soittelee ja kyselee, että mikä on se tilanne. Se sikäli sitten helpottaa, kun saadaan semmoinen yhteistyö kulkemaan.” (Haastattelu A)

Muutkin haastateltavat kehuivat pankkinsa asiantuntevuutta ja panostusta hyvään asiakassuhteeseen. Eräs haastateltava toi esille, että heillä on pankkinsa kanssa tehdyssä sopimuksessa ehto, jonka mukaan yhteistyön edellytys on se, että yritys keskittää pankkiasiansa kyseiseen pankkiin. Toisaalta tämän yrityksen haastateltava antoi pankille kiitosta siitä, että se ottaa myös yrityksen näkökulman huomioon ja täten panostaa pitkään asiakassuhteeseen. Siispä tällaista keskittämispakkoon johtavaa sopimusehtoa ei välttämättä nähdä niin huonona asiana.

Pankkiasioden keskittäminen yhteen pankkiin voi olla järkevää myös siksi, että pankkien kilpailuttamisesta ei olisi välttämättä edes hyötyä pienelle yritykselle. Kuten yritys F aiemmin totesi, Suomessa vain yksittäiset pankit toimivat

kasvuyritysten velkarahoittajina, joten tarjontapuolella ei ole paljoakaan vaihtoehtoja. Yrityksen G mukaan pankkien kilpailuttamisesta voi olla enemmän haittaa kuin hyötyä, koska pankin vaihtamisesta saattaa syntyä enemmän kustannuksia kuin pankin vaihtamisesta olisi hyötyä tarjolla:

”Ei oo mitään semmosta etua meidän kokoluokassa, että siinä (kilpailuttamalla) tapahtuis mitään. Jos siel vois muutaman tuhatlappusen säästää jossain ihmeellisissä asioissa, pelkkä vaihtamisen kulu on varmaan ajallisesti suurempi kuin mitä kilpailuttamisella voisi saavuttaa. Sen takia tän kokoiselle yritykselle toi pankkialan kilpailutilanne on vähän niin ku vitsi.” (Haastattelu G)

Haastateltavat ovat kokonaisuudessaan tyytyväisiä rahoittajiensa toimintatapoihin. Yrityksen A haastateltava tosin kertoi, että pankkien rahoituspäätöksien teko on hieman hidasta. Lisäksi yritys E mainitsi, että viime vuosien aikana yleistyneet rahoittajien KYC-prosessit (Know Your Customer) ovat lisänneet työmäärää jonkin verran. Haastateltava sanoi, että rahoittajista jokaiselle tulee toimittaa pitkälti samoja tietoja hieman eri tavalla sen sijaan, että kaikki tähän liittyvät tiedot olisivat samassa rekisterissä. Toisin sanoen KYC-prosesseja varten toimitettaviin tietoihin toivottaisiin johdonmukaisuutta.

Ideota, joilla rahoituksen allokoitumista kasvuyrityksille voisi parantaa

Yksi esitetty rahoituksen allokoitumista parantava keino olisi kehittää tapoja, joilla vakiintuneemmat pienet ja keskisuuret yritykset pääsisivät paremmin potentiaalisten rahoittajien tietoisuuteen. Tämän ehdotuksen esittäjä mainitsi, että vastaavanlaisia kohtaamispaikkoja on jo olemassa startup-yrityksille ja rahoittajille, mutta vakiintuneimmille pienille ja keskisuurille yrityksille näitä ei juurikaan ole.

Erään ehdotuksen mukaan voisi olla syytä miettiä keinoja, joilla kehitettäisiin kasvuyrityksille velka- tai rahoitusinstrumentteja, joiden avulla voitaisiin lykätä kontrollin ottavan pääomasijoittajan mukaantuloa. Tämän idean esittäjä viittasi yhteiskunnalliseen keskusteluun, jonka mukaan suomalaisilla yrityksillä tapahtuu liian aikaisessa vaiheessa "exitit" ja omistukset lupaavista kasvuyrityksistä päätyvät ulkomaille. Idean esittäjän mukaan osa yrityksistä toki tähtää "exittiin", mutta toisaalta osa yrityksistä haluaisi rakentaa yritystä pidemmällä tähtäimellä ilman ajatusta exit-polusta. Idean esittäjä ehdotti, että esimerkiksi Finnvera voisi olla vielä enemmän takaamassa yritysten lainoja, jotta yritykset voisivat turvautua velkarahoitukseen ja täten lykätä määräysvallan ottavan sijoittavan tuloa yritykseen liian aikaisessa vaiheessa.

Erään kehitysidean mukaan Business Finlandin myöntämät tuotekehityslainat olisi järkevämpää myöntää oman pääoman ehtoisena lainana. Business Finlandin myöntämät tuotekehityslainat ovat lainoiksi joustavia, ja esimerkiksi hankkeessa kehitetyn liiketoiminnan epäonnistuessa lainat voidaan jättää osittain perimättä. Haastateltavan mukaan lainojen myöntäminen suoraan oman pääoman ehtoisina lainoina parantaisi yritysten rahoitusedellytyksiä suhteessa muihin rahoittajiin. Tämän kehitysidean esittäjän mukaan tuotekehityslainoja on aiemmin myönnettykin oman pääoman ehtoisina lainoina, mutta tästä on ilmeisesti riskeihin vedoten luovuttu. Tuotekehityslainojen muuttamista oman pääoman ehtoiseksi olisi idean esittäjän mukaan syytä pohtia uudelleen.

Julkista rahoitusta koski myös kaksi muuta kehitysideaa. Ensimmäisen näkemyksen mukaan julkisen rahoituksen kohdentamista tulisi muuttaa siten, että rahoitusta myönnettäisiin harvemmille yrityksille, mutta nämä harvemmat yritykset saisivat enemmän rahoitusta. Jälkimmäinen kehitysidea koski aiemmin mainittua julkisen rahoituksen tulkinnallisuuteen liittyvien epävarmuustekijöiden poistamista. Toisin sanoen julkisen rahoituksen ehtojen tulkitsemista tulisi muuttaa joustavammaksi ja siten selkeämmäksi, että hakijalle on täysin selvää, että tiettyjen kriteerien täytyessä se tulee saamaan rahoitusta.

4 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

4.1 Yhteenveto

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli tutkia, mitä ovat pienten kasvuyritysten rahoitukselliset haasteet. Rahoituksellisten haasteiden ohella tutkimuksessa tutkittiin pienten kasvuyritysten käyttämiä rahoituslähteitä. Aiempaan tutkimukseen nähden tämän tutkimuksen pääasiallisena tarkoituksena oli lisätä ymmärrystä pienten kasvuyritysten rahoituksellisista haasteista. Tarkoituksena oli kuitenkin myös lisätä tietämystä pienten kasvuyritysten käyttämistä rahoituslähteistä.

Johdantoa seurasi tutkimuksen teoriaosa, jossa käytiin läpi tämän tutkimuksen kannalta oleellista aiempaa kirjallisuutta. Teoriaosa jakautui sisällöllisesti kahteen osaan. Ensimmäinen osa koski kasvuyritysten käyttämiä rahoituslähteitä, ja jälkimmäisessä osassa käsiteltiin rahoituksellisia haasteita sekä niiden syitä.

Kolmas pääluku oli työn empiriaosa. Empiirisessä osassa alkuun kuvailtiin käytetty tutkimusmenetelmä, aineistonkeruuprosessi ja tutkimusaineisto. Tämä tutkimus suoritettiin laadullisena tutkimuksena. Tutkimusta varten suoritettiin puolistrukturoituja haastatteluja seitsemän suomalaisen kasvuyrityksen kanssa. Tutkimusmenetelmän, aineistonkeruuprosessin ja tutkimusaineiston kuvailun jälkeen empiriaosassa lopuksi käytiin läpi tehtyjen haastatteluiden tuloksia. Haastatteluiden tuloksia käsittelevä luku oli jaettu alalukuihin haastattelurungon teemojen mukaisesti.

Tässä viimeisessä alaluvussa ensin verrataan tämän tutkimuksen vastauksia aiempaan kirjallisuuteen. Tämän jälkeen annetaan vastaukset tutkimuskysymyksiin. Lopuksi pohditaan tutkimuksen rajoituksia ja mahdollisia aiheita jatkotutkimuksille.

4.2 Tulosten pohdinta

Tämän tutkimuksen yritysten rahoituskäyttäytyminen on linjassa aiempien nopeasti kasvavien yritysten rahoitusta koskevien tutkimusten kanssa (esim. Vanacker & Manigart 2010; Brown & Lee 2014). Edellä mainittujen tutkimusten tapaan tämän tutkimuksen yritysten rahoituskäyttäytymistä kuvaa Myersin ja Majlufin (1984) nokkimisjärjestysteoria. Nokkimisjärjestysteorian mukaan yritykset suosivat rahoituksessaan ensisijaisesti sisäistä rahoitusta, kuten tulorahoitusta, ja vasta tulorahoituksen loputtua rahoituksessa käytetään ulkoista rahoitusta. Ulkoisessa rahoituksessa suositaan velkarahoitusta ennen ulkoista omaa pääomaa. (Myers & Majluf 1984) Aiemman tutkimuksen tapaan (Cressy & Olofson 1997; De Maesenaire & Clayes 2012) tämän tutkimuksen yritykset pyrkivät välttämään pääomasijoituksista seuraavan omistuksen diluution, minkä vuoksi velkarahoitusta suositaan ennen ulkoista oman pääoman ehtoista rahoitusta. Nokkimisjärjestysteorian mukaisesti tämän tutkimuksen yrityksillä ei ole mitään tiettyä optimaalista pääomarakennetta, vaan yritysten pääomarakenne on enemminkin käytettyjen rahoituslähteiden lopputulema.

Vanacker ja Manigart (2010) esittivät, että ulkoista oman pääoman ehtoista rahoitusta käyttävät kasvuyritykset, jotka ovat velkaantuneita, kannattamattomia ja investoivat enemmän aineettomaan omaisuuteen. Tämän aineiston perusteella edellä mainittu pitänee paikkaansa. Esimerkiksi yritys A, joka kuvaili toimintaansa kannattavaksi, ei ole käyttänyt rahoituksessaan ulkoista omaa pääomaa. Yrityksen A toimintaa on tähän asti rahoitettu tulo- ja velkarahoituksella. Toisaalta yrityksessä E on jouduttu käyttämään ulkoista omaa pääomaa, koska yritys on tappiollinen ja sen taloudellinen tilanne on heikko. Lisäksi yritys on panostanut vahvasti tuotekehitykseen, eli se on investoinut paljon aineettomaan pääomaan. Toisin sanoen ulkoinen oman pääoma on riskirahoitusta.

Tämän tutkimuksen pienet kasvuyritykset eivät kärsi niin sanotusta pääomakuilusta. Minkään yrityksen rahoitukselliset haasteet eivät liittyneet ulkoiseen omaan

pääomaan. Tutkimuksen tulokset viittaavat siihen, että pääomasijoitusten puuttuminen joistakin yrityksistä johtui siitä, että yritykset itse eivät ole halunneet käyttää ulkoista oman pääoman ehtoista rahoitusta.

Haastateltavien näkemykset pääomasijoituksista ja velkarahoituksesta ovat varsin yhteneväisiä aiemman kirjallisuuden kanssa. Pääomasijoituksiin liittyen kolmelta haastateltavalta saatiin kommentteja pääomasijoitusten hyödyistä pelkän rahoituksen ohella. Näistä haastateltavista kaksi kertoi, että Fraserin et al. (2015) mainitsemmalla tavalla pääomasijoittajat tuovat sijoittamaansa yritykseen osaamista, josta voi olla hyötyä yritysten kasvupolulla. Toisaalta yksi haastateltavista koki, että pääomasijoittajat eivät ole rahoituksen ohella tuoneet muuta lisäarvoa. Rostamkalaein ja Freelin (2016) esiin tuomalla tavalla haastateltavat kokivat, että pankit ovat kiinnostuneita vain pääomansa takaisinsaamisesta korkeineen riskit minimoiden. Riskien minimointi näkyi etenkin yrityksen E esimerkissä, sillä yritys joutui täysistä vakuuksista huolimatta maksamaan lainastaan korkeampaa korkoa johtuen yrityksen huonoista taloudellisista luvuista. Pankit ovat kuitenkin kasvuyrityksille tärkeä rahoituksen lähde. Brownin ja Leen (2014) aineiston tapaan tässä tutkimuksessa pankki oli yritysten tärkein yksittäinen velkarahoittaja. Taulukkoon 2 on koottu tämän tutkimuksen ja aiemman kirjallisuuden pohjalta ulkoisiin rahoituslähteisiin liittyviä hyötyjä ja haittoja.

Taulukko 2. Ulkoisten rahoituslähteiden hyödyt ja haitat

Ulkoinen rahoituslähde	Hyödyt	Haitat
Pankin velkarahoitus	Omistus ei dilutoidu, päätösvalta säilyy yrittäjillä	Riskiä minimoiva rahoittaja, minkä vuoksi ei ole joustavin vaihtoehto kasvun rahoittamiseksi
Ulkoinen oma pääoma	Tuo osaamista yritykseen, josta voi olla hyötyä yritykselle Alkuvaiheen yrityksille riskirahoitusta	Omistuksen diluutio Päätösvallan mahdollinen siirtyminen sijoittajille

Brownin ja Leen (2014) tutkimuksen kasvuyritysten mukaan pankit ovat rahoituspäätöksissään jäykkiä. Myös tässä tutkimuksessa on viitteitä edellä mainitusta. Esimerkiksi yritys A mainitsi, että pankkien rahoituspäätösten teko on hidasta. Lisäksi kuten yrityksen C esimerkistä selvisi, pankkien tapa arvottaa nopeasti kasvavaa yritystä on kasvuyritykselle epäedullinen. Brownin ja Leen (2014) tutkimuksessa pankkeja kritisoitiin siitä, että ne eivät ole kiinnostuneita asiakasyritystensä liiketoiminnasta tai asiakassuhteeseen panostamisesta, mutta tästä ei ole viitteitä tässä tutkimuksessa. Tämän tutkimuksen yritykset antoivat päinvastoin pankillensa kiitosta asiakassuhteeseen panostamisesta.

Hernandez-Canovas ja Martinez-Solano (2010) esittivät, että pankkiasioiden keskittäminen yhteen pankkiin ei ole paras ratkaisu pk-yrityksille. Tämän tutkimuksen yrityksissä päinvastoin pankkiasioiden keskittäminen yhteen pankkiin oli yleinen ratkaisu. Tutkimuksen yritykset kokivat keskittämisen hyväksi asiaksi, sillä yritysten käyttämä pankki koetaan hyväksi rahoittajakumppaniksi. Kuten yritysten F ja G vastauksista selvisi, Suomessa velkarahoittajien markkinat ovat varsin keskittyneet, minkä vuoksi pankin vaihtamisesta saattaisi syntyä yrityksille enemmän kustannuksia kuin kilpailuttamisesta hyötyä. Tutkimustulosten eroavaisuus voi tietenkin johtua siitä, että Espanjan ja Suomen velkarahoittajien markkinat saattavat olla erilaiset.

Mac an Bhaird et al. (2016) ehdottivat, että keskittyneillä pankkimarkkinoilla yritysten lainahakeminen tehostuu, koska tällöin sekä tarjonta- että kysyntäpuolella on suurempaa motivaatiota panostaa pankki-asiakas-suhteeseen. Tässä tutkimuksessa ei verrattu keskittyneitä markkinoita kilpailtuihin markkinoihin, mutta haastateltavien vastausten perusteella Mac an Bhairdin et al. (2016) johtopäätös pitäneee paikkaansa. Vaikka Suomessa pankkimarkkinat ovat keskittyneitä, tutkimuksen tulosten perusteella pankit näyttävät panostavan pitkään asiakassuhteeseen ja kysyntäpuolella vastaavasti ollaan pitkälti tyytyväisiä pankkiasioiden keskittämiseen.

Kirjallisuuskatsauksessa tuli esille, että pääomitusperusteinen joukkorahoitus voisi sopia kasvuhakuisille pk-yrityksille siksi, että siinä mikään taho ei saa liian suurta kontrollia yrityksestä, koska yrityksestä myytävä osuus jaettaisiin monen eri sijoittajan kesken (Hatfield 2017). Yrityksen D haastateltava näki omistajuuden pirstaloitumisen kuitenkin huonona asiana. Hän mainitsi, että heidän yritystään on kehoitettu pysymään erossa joukkorahoituksesta, koska isommat sijoitusyhtiöt näkevät omistusrakenteen pirstaloitumisen ja siitä seuraavan omistajien suuren määrän huonona asiana, minkä vuoksi yritys koetaan ”menetetyksi tapaukseksi”. Toisaalta yrityksen C haastateltava mainitsi, että omistus pohjan hajauttaminen on ikään kuin yksi välivaihe ennen yrityksen mahdollista listautumista. Haastateltavat eivät kuitenkaan ottaneet Hatfieldin (2017) tapaan kantaa siihen, onko omistus pohjan pirstaloituminen kontrollin säilymisen kannalta hyvä asia. Yrityksen D haastateltavan vastauksen perusteella tämän tutkimuksen tulokset eivät kuitenkaan ole täysin linjassa Hatfieldin (2017) tutkimuksen kanssa joukkorahoituksen hyödyllisyydestä kasvuyrityksille. Ehkä tulevaisuudessa pk-yritysten suhtautumista joukkorahoitukseen tulisi tutkia sen kautta, mikä yrityksen tavoite on; onko esimerkiksi yrityksen tavoitteena listautuminen vai tulla jonkin pääomasijoitusyhtiön ostamaksi.

Pienten ja keskisuurten yritysten rahoituksen erityispiirteitä ovat muun muassa tiedon läpinäkymättömyys (Berger & Udell 1998; Mac an Bhaird & Lucey 2011; La Rocca et al. 2011) sekä vakuuksien tärkeä merkitys (Berger & Udell 1998; Abdulsaleh & Worthington 2013). Tämän tutkimuksen pienet kasvuyritykset eivät tutkimuksen tulosten perusteella kärsi tiedon läpinäkymättömyydestä. Huomionarvoista on kuitenkin se, että tämän tutkimuksen yritykset ovat vakiintuneempia kasvuyrityksiä, sillä ne ovat kasvaneet vähintään 20 prosenttia vuodessa keskimäärin neljän vuoden ajan liikevaihdon ollessa lähtövuonna miljoona euroa. Täten tutkimuksen yrityksistä on jo olemassa tarpeeksi tietoa, joihin rahoittajat voivat perustaa päätöksensä. Toisaalta vakuuksien puute nousi yhdellä haastateltavista ongelmaksi. Yrityksen C haastateltava mainitsi, että pankki ei anna minkäänlaista vakuusarvoa yrityksen laitteille, jos se vie ne ulkomaille.

Kansainvälistyvänä yrityksenä yritys C vie erittäin suuren osan laitteistaan ulkomaille, minkä vuoksi tästä muodostuu ongelma yritykselle.

Blazy ja Laurent (2013) jakoivat vakuudet sisäisiin (yrityksen omaisuus) sekä ulkoisiin vakuuksiin (yrityksen sisäpiirin omaisuus). Tämän tutkimuksen yrityksistä vain yksi kertoi käyttävänsä henkilökohtaisia takauksia lainojensa vakuutena. Mac an Bhairdin ja Luceyn (2011) tutkimuksessa henkilökohtaisten takauksien käyttö oli yleistä 1-5 vuotta vanhoissa pk-yrityksissä. Kuten aiemmin tuotiin esille, tämän tutkimuksen yritykset ovat vakiintuneemmassa vaiheessa olevia kasvuyrityksiä, minkä vuoksi ne kykenevät käyttämään yrityksen omaa omaisuutta lainojensa vakuutena. Lisäksi henkilökohtaisten vakuuksien käyttöön vaikuttanee Steijversin et al. (2010) esiin tuomalla tavalla se, kuinka paljon yrityksellä on lainaa suhteessa sen vakuuskelpoiseen omaisuuteen.

Tämän tutkimuksen perusteella nopeasti kasvavat yritykset eivät ole "lannistuneita lainaajia". Kon ja Storey (2003) tarkoittivat tällä termillä yritystä, joka ei edes hae pankilta lainaa, koska yritys jo etukäteen pelkää saavansa pankilta kieltävän rahoituspäätöksen. Tämän tutkimuksen empiirisessä osassa edellä mainittu teoria laajennettiin koskemaan muitakin rahoitusmuotoja. Kuten haastatteluista kävi ilmi, yritykset eivät ole jättäneet hakematta rahoitusta perustuen rahoittajien maineeseen, toimintatapoihin tai käsityksiin rahoittajista. Jos rahoitusta on jätetty hakematta, se johtui ennemminkin yrityksen omasta päätöksestä olla hakematta rahoitusta tietystä lähteestä, jos esimerkiksi rahoittajaa ei koettu yritykselle sopivaksi. Toisaalta yhden yrityksen vastaus tuki "lannistuneen lainaajan" teoriaa, sillä yrityksen haastateltava kertoi, että rahoitusta ei edes haettu eräästä lähteestä, koska rahoituspäätöksen lopputulokseen liittyi liikaa epävarmuutta. Lisäksi yksi haastateltavista esitti, että julkisen rahoituksen reunaehtojen tulkinnallisuus johtaa siihen, että osa yrityksistä jättää julkisen rahoituksen kokonaan hakematta. Jälkimmäistä toteamusta pitäisi kuitenkin tutkia tarkemmin esimerkiksi laajemmalla yritysotannalla, jotta sen pohjalta voi tehdä johtopäätöksiä.

Brown ja Lee (2014) käyttivät kasvuyrityksistä ”lannistuneen lainaajan” sijaan termiä ”vastahakoinen lainaaja”. ”Vastahakoinen lainaaja” on yritys, joka kykenee ja ajoittain käyttääkin ulkoista velkarahoitusta, mutta pyrkii välttämään liiallista ulkoiseen rahoitukseen turvautumista tiedostaen siitä mahdollisesti aiheutuvat ongelmat (Brown & Lee 2014). Kuten edellisessä kappaleessa mainittiin, tässä tutkimuksessa tutkittiin laajemmin eri rahoitusmuotoja. Tämän tutkimuksen yritykset ovat toki käyttäneet ja käyttävät edelleenkin ulkoista rahoitusta toimintansa rahoittamiseen, mutta yrityksillä on halu suosia sisäistä rahoitusta rahoituksen lähteenä. Esimerkiksi ulkoista oman pääoman ehtoista rahoitusta halutaan välttää, jotta vältetään omistuksen diluutiolta. Mitä kannattavampi yritys on kyseessä, sen enemmän toimintaa pyritään rahoittamaan sisäisellä rahoituksella, kuten tulorahoituksella. Esimerkiksi velkaa ei oteta vain ”velkavivun” takia, vaan siksi, että tulorahoitus ei kokonaan riitä liiketoiminnan rahoittamiseen. Huomionarvoista on kuitenkin se, että haastateltavat eivät esittäneet pelkoja velkarahoittajien kontrollin kasvamisesta yrityksessä velkarahoituksen kasvaessa kuten Brownin ja Leen (2014) tutkimuksen yritykset tekivät. Tulorahoitusta siis suositaan ennen velkarahoitusta ehkä yksinkertaisesti vain sen takia, että rahoitusmuotona se on kaikista halvinta. Tämän tutkimuksen yritykset eivät kuitenkaan ole ”vastahakoisia lainaajia” siinä mielessä, että yritykset välttelisivät ulkoisen rahoituksen käyttöä, vaikka se tarkoittaisi kasvun rajoittamista (Brown & Lee 2014). Tämä eroavaisuus johtunee siitä, että Brownin ja Leen (2014) tutkimuksen yritykset ovat keskisuuria, siinä missä tämän tutkimuksen yritykset ovat pieniä. Voi olla, että yritysten kasvaessa ne haluavat enenevässä määrin välttää ulkoisia rahoituksen lähteitä, mutta tämän tutkimuksen yritykset ovat vielä sen verran pieniä, että ulkoisen rahoituksen käyttö on eilinehto niiden kasvulle.

4.3 Tutkimuskysymyksiin vastaaminen

Tässä luvussa vastataan tälle tutkimukselle asetettuihin tutkimuskysymyksiin. Tutkimuksen tavoitteesta tutkia pienten kasvuyritysten rahoituksellisia haasteita johdettiin päätutkimuskysymys, joka on:

”Mitä ovat pienten kasvuyritysten rahoitukselliset haasteet?”

Päätutkimuskysymyksestä johdettiin kaksi alatutkimuskysymystä, jotka ovat:

”1. Mitä rahoituslähteitä pienissä kasvuyrityksissä käytetään, ja miksi?”

”2. Minkälaisia rahoituksellisia haasteita pienet kasvuyritykset ovat kohdanneet?”

Seuraavassa annetaan ensin vastaukset alatutkimuskysymyksiin ja lopuksi päätutkimuskysymykseen. Ensimmäisen alatutkimuskysymyksen tarkoitus oli selvittää pienten kasvuyritysten käyttämiä rahoituslähteitä, jotta niiden rahoituskäyttäytymisestä saatiin käsitys. Jälkimmäinen alatutkimuskysymyksen avulla tutkittiin pienten kasvuyrityksen kohtaamia rahoituksellisia haasteita. Ensimmäinen alatutkimuskysymys tuki jälkimmäistä alatutkimuskysymystä siten, että eri rahoituslähteisiin liittyvien haasteiden merkitystä kasvuyritysten kannalta voidaan arvioida paremmin silloin, kun ymmärretään, mitkä ovat yritysten käyttämät ja suosimat rahoituslähteet.

1. Mitä rahoituslähteitä pienissä kasvuyrityksissä käytetään, ja miksi?

Pienten kasvuyritysten rahoituskäyttäytyminen on niin sanotun nokkimisjärjestysteorian mukaista. Yritykset suosivat ensisijaisesti sisäistä rahoitusta, kuten tulorahoitusta, ja vasta tämän jälkeen ulkoista rahoitusta, eli velkarahoitusta ja ulkoista omaa pääoman ehtoista rahoitusta. Velkarahoitusta suositaan ennen ulkoista oman pääoman ehtoista rahoitusta, koska yritykset pyrkivät välttämään pääomasijoitusten myötä tapahtuvan omistuksen laimentumisen, eli diluution.

Velkarahoitus on pienten kasvuyritysten yleisin ulkoinen rahoituslähde. Velkarahoituksen yleisin lähde on pankki. Pankkirahoitus on yleensä niin sanottua ”äänetöntä rahaa”, eli pankki antaa vain rahoitusta, eikä pankki pääomasijoittajien tapaan anna rahoitettavalle taholle esimerkiksi liiketoimintajohtamiseen liittyviä neuvoja. Pankkirahoittajien intresseissä on pääoman takaisinsaaminen korkeineen riskit minimoiden. Riskejä karttavasta asenteesta huolimatta pankit ovat kasvuyritykselle tärkeä rahoituskumppani. Pankkiasioiden keskittäminen yhteen pankkiin oli yleistä haastateltavien yritysten joukossa. Tutkimuksen yritykset pystyivät myös pitkälti takaamaan lainansa yrityksen omaisuudella.

Ulkoinen oma pääoma voi puolestaan tullessaan tuoda yritykseen osaamista ja kokemusta, joista voi olla hyötyä yrityksen kasvupolulla. Ulkoinen pääoma on etenkin riskisemmille tai alkuvaiheessa oleville kasvuyrityksille joissain tapauksissa jopa ainoa keino saada rahoitusta toiminnalle.

Haastateltavien yritysten keskuudessa joukkorahoitus ei ollut suosittu rahoitusmuoto, sillä vain yksi haastateltavista yrityksistä oli käyttänyt sitä. Joukkorahoituksen hyödyllisyyttä koskevat vastaukset olivat lisäksi varsin ristiriitaisia, sillä kahden haastateltavan mukaan joukkorahoitus on hyvä välivaihe ennen mahdollista listautumista, kun taas erään haastateltavan mielestä pirstaloitunut omistus pohja ei ole hyvä asia pääomasijoitusyhtiöiden näkökulmasta. Tutkimuksen kaikki yritykset ovat käyttäneet julkista rahoitusta, sillä kaikki yritykset ovat tämän opinnäytetyön toimeksiantajan, Business Finlandin, asiakkaita.

Pienille kasvuyrityksille on tärkeintä, että rahoitusta on ylipäättänsä saatavilla. Nopeasti kasvavissa yrityksissä ulkoista rahoitusta käytetään etenkin laiteinvestointeihin, tuotekehitykseen sekä myynnin edistämiseen. Yritysten pääomarakenne on nokkimisjärjestysteorian mukaisesti ikään kuin käytettyjen rahoituslähteiden lopputulema. Toki yritykset seuraavat pääomarakennettaan, koska yrityksen pääomarakenne vaikuttaa sen rahoituksen saatavuuteen ja

ehtoihin, mutta mikään optimaaliseksi koettu pääomarakenne ei määritä yritysten käyttämiä rahoituslähteitä.

2. Minkälaisia rahoituksellisia haasteita pienet kasvuyritykset ovat kohdanneet?

Kasvuyritysten rahoitukselliset haasteet liittyvät etenkin niiden tärkeimpään ulkoiseen rahoittajaan, eli pankkiin. Haasteet liittyvät niin rahoituksen saatavuuteen kuin sen ehtoihin. Tämän työn empiirisessä osiossa nousivat myös esille julkiseen rahoitukseen liittyvät haasteet. Tutkimuksen perusteella ulkoisen oman pääoman ehtoinen rahoitus ei ole ongelma pienille kasvuyrityksille. Tämän tutkimuksen yrityksissä pääomasijoitusten puuttuminen johtuu enemminkin siitä, että yritykset eivät halua ulkoista omaa pääomaa eikä niinkään siitä, että pääomasijoituksia ei olisi saatavilla. Huomionarvoista on kuitenkin se, että tutkimuksen pienet kasvuyritykset ovat jo vakiintuneempia yrityksiä. Tämän tutkimuksen pohjalta ei voi ottaa kantaa siihen, kärsivätkö esimerkiksi alkavat yritykset pääomakuilusta.

Kasvuyritysten rahoitukselliset haasteet liittyvät pitkälti siihen, että pankkien tapa rahoittaa yrityksiä on hyvin riskiä minimoivaa. Tämä muodostuu haasteeksi etenkin siksi, että pankit ovat kasvuyritysten tärkein ja suosituin ulkoisen rahoituksen lähde. Tutkimuksen empiirisessä osassa esiteltyt tapausesimerkit kuvaavat hyvin pankkien riskiä minimoivaa toimintaa. Esimerkiksi yhtä haastateltavaa yritystä pankki oli valmis leasing-rahoittamaan vain tiettyyn pisteeseen saakka, vaikka tämä kyseinen yritys olisi ollut valmis maksamaan korkeampaa hintaa yhteistyön jatkamisesta. Pankki ei ollut myöskään valmis antamaan kyseisen yrityksen laitteille minkäänlaista vakuusarvoa, jos yritys vei ne ulkomaille. Toisen yrityksen haastateltava toi puolestaan esille, että täysistä lainojen vakuuksista huolimatta pankki pyysi yritykselle myöntämistään lainoista korkeampaa korkoa perustuen kyseisen yrityksen heikkoihin taloudellisiin lukuihin.

Yritykset kertoivat julkiseen rahoitukseen liittyvistä haasteista. Esille nousi etenkin Finnveran kallis hinnoittelutapa. Finnvera ei saa kilpailla pankkien kanssa, minkä vuoksi se joutuu asiakkailtaan perimään pankkeja korkeampaa korkoa. Lisäksi kritiikkiä sai julkisen rahoituksen reunaehtojen tulkinnallisuus, mikä erään haastateltavan mukaan voi johtaa siihen, että osa yrityksistä jättää rahoituksen täysin hakematta, koska rahoituksen myöntämiseen liittyy liikaa epävarmuutta.

Eräs tutkittava näkökulma oli se, ovatko rahoitukselliset haasteet ikään kuin itseaiheutettuja siinä mielessä, että yritykset eivät hae rahoitusta, koska ne jo etukäteen pelkäävät saavansa hylkäävän rahoituspäätöksen. Tämän tutkimuksen yrityksissä ei esiintynyt tätä ”lannistuneen lainaajan” teoriana tunnettua ilmiötä yhtä rahoituksen hakemiseen liittyvää tapausta lukuun ottamatta. Toisaalta kuten erään haastateltavan vastauksesta kävi ilmi, yritykset saattavat aiheuttaa itselleen rahoituksellisia haasteita käyttämällä itselleen edullista rahoitusmuotoa, velkarahoitusta. Käyttäessään liikaa velkarahoitusta yritykset samalla heikentävät velkaantuneisuuden kasvaessa taloudellista tilannettaan, mikä puolestaan saattaa hankaloittaa uuden velkarahoituksen saamista.

Osalle tutkimuksen yrityksistä rahoituksellisilla haasteilla oli seurauksia, osalle ei. Eräs haastateltavista yrityksistä toi esille, että jos heidän leasing-rahoituksensa loppuu, tarkoittaa se sitä, että yrityksen tulee rajoittaa kasvuaan. Lisäksi eräs toinen haastateltavista yrityksistä mainitsi, että ilman ulkoista rahoitusta sen tuotteet ovat jääneet kehittämättä. Siispä rahoituksellisilla haasteilla voi olla seurauksia, jotka näkyvät suoraan yrityksen toiminnassa. Toisaalta osalle yrityksistä rahoitukselliset haasteet eivät aiheuttaneet niiden toiminnalle minkäänlaisia seurauksia. Lisäksi tutkimuksen yrityksistä kahdella ei ollut edes minkäänlaisia haasteita rahoituksensa kanssa. Tämän tutkimuksen pienen otannan perusteella ei kannata tehdä kaikkia kasvuyrityksiä koskevia yleistyksiä, mutta tämä tutkimus viittaisi siihen, että rahoitukselliset haasteet muodostavat ongelmia vain osalle kasvuyrityksistä. Toisin sanoen kaikki kasvuyritykset eivät kohtaa rahoituksellisia haasteita, mutta kasvuyritysten joukosta löytyy niitä, jotka haasteita kohtaavat.

Haastateltavilta kysyttiin myös keinoja, joilla rahoituksen allokoitumista kasvuyrityksille voisi parantaa. Kehitysideoissa toivottiin keinoja, joilla vakiintuneemmat nopeasti kasvavat pk-yritykset pääsisivät paremmin potentiaalisten rahoittajien tietoisuuteen. Esille nousi myös tarve kehittää velka- tai rahoitusinstrumentteja, joilla kasvuyritysten ”exittejä” voitaisiin lykätä. Edelliseen ehdotukseen liittyen ehdotuksen esittäjän mukaan esimerkiksi Finnvera voisi olla vielä enemmän takaamassa yritysten lainoja, jolloin yritykset voisivat turvautua velkarahoitukseen ja lykätä määräysvallan ottavan sijoittajan saapumista yritykseen liian aikaisessa vaiheessa. Lopuksi julkiseen rahoitukseen liittyen toivottiin tuotekehityslainojen myöntämistä oman pääoman ehtoisina lainoina sekä julkisen rahoituksen reunaehtojen tulkinnallisuuteen liittyvää joustavampaa tulkintatapaa.

Mitä ovat pienten kasvuyritysten rahoitukselliset haasteet?

Kasvuyritysten rahoitukselliset haasteet ovat kasvuyritysten ulkoisen rahoituksen saatavuuteen ja sen ehtoihin liittyviä ongelmakohtia. Yritykset käyttävät ensisijaisena rahoituslähteenään tulo-rahoitusta, mutta sisäisen rahoituksen ollessa riittämätöntä yritykset tarvitsevat ulkoista rahoitusta toimintansa rahoittamiseen. Pienten kasvuyritysten rahoitukselliset ongelmat liittyvät pitkälti niiden tärkeimpään ulkoiseen rahoittajaan, eli pankkiin. Yritykset käyttävät ulkoisena rahoituslähteenään ensisijaisesti pankin velkarahoitusta, mutta pankit riskiä minimoivana rahoittajana eivät ole valmiita kantamaan kasvuyritysten toimintaan liittyvää riskiä. Ulkoisen oman pääoman ehtoinen rahoitus olisi kasvun rahoittamiseen joustavampi vaihtoehto, mutta yritykset pyrkivät välttämään pääomasijoituksista johtuvaa omistuksen laimentumista, minkä vuoksi tätä rahoitusmuotoa käytetään useimmiten vain silloin, kun tulo-rahoitusta tai velkarahoitusta ei ole saatavilla. Tutkimuksessa selvisi myös joitain julkiseen rahoitukseen liittyviä epäkohtia, joista voi olla haittaa kasvuyrityksille. Rahoituksellisilla haasteilla voi olla yritysten toimintaan vaikuttavia kielteisiä seurauksia, kuten kasvun rajoittumista. Toisaalta rahoitukselliset haasteet ovat

toisille yrityksille varsin vähämerkityksisiä ja kaikki yritykset eivät edes kohtaa niitä, minkä vuoksi rahoitukselliset haasteet eivät ole kaikkia kasvuyrityksiä koskettava ilmiö.

4.4 Tutkimuksen rajoitukset ja jatkotutkimusaiheet

Tähän tutkimukseen liittyy rajoituksia, mitkä vaikuttavat tutkimuksen tulosten yleistettävyyteen. Ensinäkin tutkimuksessa haastateltiin vain seitsemää yritystä. Tämän seitsemän yrityksen joukosta kaikilla ei edes ollut rahoitukseen liittyviä haasteita, minkä vuoksi vastauksia rahoituksellisiin haasteisiin liittyen saatiin varsin kapealta joukolta. Yrityksiä oli hankalaa saada osallistumaan tutkimukseen, mikä selittää tutkimuksen otoskoon. Toiseksi tutkimuksessa haastateltiin vain kysyntäpuolen toimijoita, eli yrityksiä. Tämän tutkimuksen tulokset perustuvat yritysten omiin kokemuksiin rahoituksellisista haasteista, ja rahoitukselliset haasteet voi olla asiana hyvin subjektiivinen, eli yksi henkilö saattaa kokea haasteeksi asian, jota toinen henkilö ei pidä haasteena. Haastatteleamalla myös tarjontapuolen rahoittajia tutkimukseen olisi saatu näkökulmia ikään kuin yhtälön molemmilta puolilta, jolloin kasvuyritysten rahoitukseen liittyviä haasteita olisi ehkä voitu tutkia riippumattomammin. Tässä tutkimuksessa ollaan tilanteessa, jossa esimerkiksi yritys, jolle ei ole myönnetty rahoitusta, saattaa kokea, että kasvuyritysten rahoituksen saatavuudessa on yleisesti ongelmia, vaikka todellisuudessa yritys ei ole saanut rahoitusta johtuen yrityksestä itsestään (esimerkiksi heikko taloudellinen tilanne tai liiketoimintasuunnitelma). Kolmanneksi tässä tutkimuksessa painottui julkinen rahoitus, sillä kaikki tutkimuksessa haastateltavat yritykset ovat tämän opinnäytetyön toimeksiantajan, Business Finlandin, asiakkaita. Valitsemalla yrityksiä riippumattomammin esimerkiksi jostain yritystietokannasta kasvuyritysten rahoituksellisia haasteita voitaneen tutkia koko kasvuyritysten joukkoa edustavammin. Joidenkin haastateltavien vastauksissa tuli esiin näkökulmia etenkin julkisesta rahoituksesta varmaankin siksi, että tutkimus tehtiin julkisen rahoittajan toimeksiannosta. Toisaalta tässä tutkimuksessa haastateltavilta saatiin näkökulmia koskien laajemmin kasvuyritysten rahoitusta, minkä vuoksi julkisen rahoituksen

painotuksesta huolimatta tämän tutkimuksen pohjalta saatiin vastauksia kasvuyritysten rahoituksesta yleisemmin.

Saman tutkimuksen voisi tehdä uudelleen poistamalla edellä mainitut rajoitukset. Olisi mielenkiintoista tehdä sama tutkimus suuremmalla otannalla, jolloin kasvuyritysten rahoituksesta ja niiden rahoituksellisista haasteista saataisiin edustavammat tulokset. Lisäksi olisi tärkeää tuoda näkökulmia myös tarjontapuolelta, jotta rahoituksellisia haasteita voitaisiin tutkia riippumattomammin. Tärkeää olisi tuoda tarjontapuolen näkökulmia eri rahoittajilta, eli joukossa voisi olla niin pankkirahoittajia, pääomasijoittajia kuin julkisia rahoittajia. Tutkimuksen yritykset olisi syytä valita myös jostakin yleisestä yritystietokannasta tai muuten pitää huoli siitä, että tutkimuksessa ei painottuisi mikään tietty rahoitusmuoto tai lähde.

Tutkimuksen voisi tehdä keskittymällä vain niihin yrityksiin, joissa rahoituksellisia haasteita on esiintynyt. Toisin sanoen tutkimuksessa syvennyttäisiin vain haasteiden tutkimiseen, eikä otettaisi kantaa siihen, kuinka suurta osaa kasvuyrityksistä haasteet koskettavat. Edellä mainittu oli tämän tutkimuksen alkuperäinen tarkoitus, mutta aineistonkeruuseen liittyvien haasteiden vuoksi tutkimukseen valittiin niitäkin yrityksiä, joilla ei ollut ongelmia rahoituksensa kanssa.

LÄHDELUETTELO

Tieteelliset julkaisut

Abdulsaleh, A.M. & Worthington, A.C. (2013) Small and Medium-Sized Enterprises Financing: A Review of Literature, *International Journal of Business and Management*, vol. 8, nro. 4.

Beck, T. & Demirguc-Kunt, A. (2006) Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint, *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, nro. 11, s. 2931-2943.

Blazy, R. & Laurent, W. (2013) Why do banks ask for collateral in SME lending? *Applied Financial Economics*, vol. 23, nro. 13, s. 1109-1122.

Cowling, M. & Harding, R. (2006) Assessing the scale of the equity gap, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, vol. 13, nro. 1, s. 115-132.

Cressy, R. & Olofsson, C. (1997) European SME Financing: An Overview, *Small Business Economics*, vol. 9, nro. 2, s. 87-96.

Daunfeldt, S.O., Johansson, D. & Halvarsson, D. (2015) Using the eurostat-OECD definition of high-growth firms: a cautionary note, *Journal of Entrepreneurship and Public*, vol. 4, nro. 1, s. 50-56.

De Maeseneire, W. & Claeys, T. (2012) SMEs, foreign direct investment and financial constraints: The case of Belgium, *International Business Review*, vol. 21, nro. 3, s. 408-424.

Fraser, S., Bhaumik, S.K. & Wright, M. (2015) What do we know about entrepreneurial finance and its relationship with growth? *International Small Business Journal*, vol. 33, nro. 1, s. 70-88.

- George, G., Wiklund, J. & Zahra, S. (2005) Ownership and the Internationalization of Small Firms, *Journal of Management*, vol. 31, nro. 2, s. 210-233.
- Henrekson, M. & Johansson, D. (2010) Gazelles as job creators – a survey and interpretation of the evidence, *Small Business Economics*, vol. 35, nro. 2, s. 227-244.
- Hernandez-Canovas, G. & Martinez-Solano, P. (2010) Relationship lending and SME financing in the continental European bank-based system, *Small Business Economics*, vol. 34, nro. 4, s. 465-482.
- Kon, Y. & Storey, D.J. (2003) A Theory of Discouraged Borrowers, *Small Business Economics*, vol. 21, nro. 1, s. 37-49.
- La Rocca, M., La Rocca, T. & Cariola, A. (2011) Capital Structure Decisions During A Firm's Life Cycle, *Small Business Economics*, vol. 37, nro. 1, s. 107-130.
- Lee, N. (2014) What holds back high-growth firms? Evidence from UK SMEs, *Small Business Economics*, vol. 43, nro. 1, s. 183-195.
- Mac an Bhaird, C. & Lucey, B. (2011) An empirical investigation of the financial growth lifecycle, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, vol. 18, nro. 4, s. 715-731.
- Mac an Bhaird, C. & Sanchez-Vidal, J. & Lucey, B. (2016) Discouraged borrowers: Evidence for Eurozone SMEs, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 44, s. 46-55.
- Mina, A., Lahr, H. & Hughes, A. (2013) The demand and supply of external finance for innovative firms, *Industrial and Corporate Change*, vol. 22, nro. 4, s. 869-901.

Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, vol. 13, nro. 2, s. 187-221.

Nitani, M. & Riding, A. (2013) Growth, R&D intensity and commercial lender relationships, *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, vol. 26, nro. 2, s. 109-124.

North, D., Baldock, R. & Ekanem, I. (2010) Is there a debt finance gap relating to Scottish SMEs? A demand-side perspective, *Venture Capital*, vol. 12, nro. 3, s. 173-192.

North, D., Baldock, R. & Ullah, F. (2013) Funding the growth of UK technology-based small firms since the financial crash: are there breakages in the finance escalator? *Venture Capital*, vol. 15, nro. 3, s. 237-260.

Puri, M. & Zarutskie, R. (2012) On the Life Cycle Dynamics of Venture-Capital and Non-Venture Capital Financed Firms, *Journal of Finance*, vol. 67, nro. 6, s. 2247-2293.

Rostamkalaei, A. & Freel, M. (2016) The cost of growth: small firms and the pricing of bank loans, *Small Business Economics*, vol. 46, nro. 2, s. 255-272.

Sanchez-Vidal, J., Martin-Ugedo, J.F. (2012) Are the implications of the financial growth cycle confirmed for Spanish SMEs? *Journal of Business Economics and Management*, vol. 13, nro. 4, s. 637-665.

Serrasqueiro, Z. & Nunes, P.M. (2012) Is Age a Determinant of SMEs' Financing Decisions? Empirical Evidence Using Panel Data Models, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 36, nro. 4, s. 627-654.

Serrasqueiro, Z., Nunes, P.M. & da Silva, J.V. (2012) Are financing decisions of family-owned SMEs different? Empirical evidence using panel data, *Journal of Management and Organization*, vol. 18, nro. 3, s. 363-382.

Steijvers, T., Voordeckers, W. & Vanhoof, K. (2010) Collateral, relationship lending and family firms, *Small Business Economics*, vol. 34, nro. 3, s. 243-259.

Vanacker, T.R. & Manigart, S. (2010) Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing, *Small Business Economics*, vol. 35, nro. 1, s. 53-69.

Van der Schans, D. (2015) The British Business Bank's role in facilitating economic growth by addressing imperfections in SME finance markets, *Venture Capital*, vol. 17, nro. 1-2, s. 7-25.

Vos, E., Yeh, A.J-Y., Carter, S. & Tagg, S. (2007) The happy story of small business financing, *Journal of Banking and Finance*, vol. 31, nro. 9., s. 2648-2672.

Yazdanfar, D. & Öhman, P. (2016) Capital structure dynamics among SMEs: Swedish empirical evidence, *The Journal of Risk Finance*, vol. 17, nro. 2, s. 245-260.

Muut julkaisut

Brown, R. and Lee, N. (2014) An Examination of Funding Issues Confronting High Growth SMEs in the UK, Institute for Chartered Accountants in Scotland, Edinburgh. European Commission

Brown, R., Mawson, S., Rowe, A. & Mason, C. (2015) Harnessing the Crowd: The Demand-Side Dynamics of Equity Crowdfunding in Nascent Entrepreneurial Ventures [verkkodokumentti]. [Viitattu 5.6.2018]. Saatavilla https://www.st-andrews.ac.uk/business/rbf/workingpapers/RBF15_009.pdf

Euroopan komissio (2016) Käyttöopas – Pk-yrityksen määritelmä [verkkodokumentti]. [Viitattu 15.1.2019]. Saatavilla <http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/15582/attachments/1/translations>

Hatfield, I. (2017) Equitable equity: Increasing and diversifying finance for high-growth SMEs in the UK's regions [verkkodokumentti]. [Viitattu 5.6.2018]. Saatavilla <https://www.ippr.org/publications/equitable-equity>

Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. (2009) Tutki ja kirjoita. 15. p. Helsinki, Tammi.

Investopedia, Compound Annual Growth Rate - CAGR Definition [verkkodokumentti]. [Viitattu 19.1.2019]. Saatavilla <https://www.investopedia.com/terms/c/cagr.asp>

Koskinen, I., Alasuutari, P. & Peltonen, T. (2005) Laadulliset menetelmät kauppatieteissä. Tampere, Vastapaino.

Kuismanen, M., Malinen, P. & Seppänen, S. (2018) Pk-yritysbarometri syksy 2018 [verkkodokumentti]. [Viitattu 18.1.2019]. Saatavilla https://www.yrittajat.fi/sites/default/files/sy_pk_barometri_syksy2018.pdf

OECD (2006) The SME Financing Gap (Vol. I): Theory and Evidence, OECD Publishing, Paris.

Van der Schans, D. (2013) Capital for Enterprise Ltd: 2013 Survey of Fund Managers [verkkodokumentti]. [Viitattu 12.6.2018]. Saatavilla <https://british-business-bank.co.uk/wp-content/uploads/2013/10/Fund-manager-survey-2013-report-final.pdf>

Zhang, B., Baeck, P., Ziegler, T., Bone, J. & Garvey, K. (2016) Pushing boundaries: The 2015 UK Alternative Finance Industry Report, Cambridge Centre for Alternative

Finance. [Verkkodokumentti]. [Viitattu 5.6.2018]. Saatavilla
https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2015-uk-alternative-finance-industry-report.pdf

AINEISTOLUETTELO

Haastattelut

(yritys, haastateltavan positio yrityksessä, haastattelupäivämäärä, haastattelutapa)

Yritys A, Talousjohtaja, 23.11.2018, puhelimitse

Yritys B, Hallituksen jäsen, 14.12.2018, puhelimitse

Yritys C, Toimitusjohtaja, 27.11.2018, puhelimitse

Yritys D, Toimitusjohtaja, 21.12.2018, puhelimitse

Yritys E, Talousjohtaja, 30.11.2018, puhelimitse

Yritys F, Toimitusjohtaja, 29.11.2018, puhelimitse

Yritys G, Toimitusjohtaja, 27.11.2018, puhelimitse

LIITTEET

Liite 1. Haastattelurunko

Rahoituslähteet

- Mitä rahoituslähteitä olette käyttäneet toimintanne rahoittamiseen viimeisen viiden vuoden aikana? Jos olette käyttäneet joitakin alla olevista vaihtoehtoista (vihreällä maalatut), voisitteko asettaa nämä järjestykseen niiden käytön perusteella (eli mistä lähteestä on eniten rahoitusta, mistä seuraavaksi eniten, jne.). Voitte myös poiketa taulukon luokittelusta, jos taulukko ei tällaisenaan sovi teidän rahoituslähteidenne kuvaamiseen

Sisäinen rahoitus	Tarkempi selite
Yrittäjien sekä heidän lähipiirinsä varat	Sijoitukset omasta varallisuudesta, henkilökohtaisesti otetut yrityksen käyttöön tarkoitetut lainat
Tulorahoitus	
Muu	

Ulkoisen rahoitus	Tarkempi selite
Julkinen rahoitus (rahoitus tulee julkiselta sektorilta)	Esim. Business Finland, Finnvera, ELY, Teollisuussijoitus, Euroopan investointipankki
Ulkoisen oma pääoma (rahoitus tulee yksityiseltä sektorilta)	Esim. pääomasijoitukset (enkeli- tai VC-rahoitus), listautumisanti, pääomitusperusteinen joukkorahoitus
Velkarahoitus	Esim. pankkilainat, luotot, joukkovelkakirjalainat, vertaislainaus, osamaksut
Muu	Esim. myyntisaamisten rahoittaminen, kickstarter- joukkorahoitus, tuloennakot

- Millaisia muutoksia käyttämissänne rahoituslähteissä on tapahtunut viimeisen viiden vuoden aikana? Eli onko esimerkiksi yhden rahoituslähteen käyttöä vähennetty, ja puolestaan toisen rahoituslähteen käyttöä lisätty ajan kuluessa?
- Mikä on ollut yleisin käyttökohde **ulkoiselle rahoitukselle** viimeisen viiden vuoden aikana?
- Pyrittekö rahoituspäätöksillänne saavuttamaan jonkin tietyn optimaalisen pääomarakenteen (esim. tietty omavaraisuus- tai nettovelkaantuneisuusaste)?
- Oletteko tai aiotteko hyödyntää rahoituksen keruussa joukkorahoitusta? Mitä mieltä olette joukkorahoituksesta?

Rahoituksen pullonkaulat

Tapauskohtainen tarkastelu

- Minkälaisia rahoitukseen liittyviä haasteita olette kohdanneet viimeisen viiden vuoden aikana?
 - o Haasteet voivat liittyä esimerkiksi rahoituksen saatavuuteen, sen ehtoihin, rahoituksen hakuprosessiin tai rahoittajien toimintatapoihin
- Minkälaista rahoitusta olitte hakemassa?
 - o Eli esim. pankkilaina tai pääomasijoitus, rahoituksen kokoluokka

- Mihin tarkoitukseen olisitte käyttäneet kyseistä rahoitusta?
- Mihin syihin vedoten rahoittajat kieltäytyivät kokonaan tai osittain olla rahoittamasta teitä, tai mihin syihin vedoten he tarjosivat teille rahoitusta epäedullisin ehdoin?

Rahoituksen saatavuudesta ja sen ehdoista yleisesti

- Mitkä ovat yleisimmät syyt, joiden vuoksi kasvuyritykset eivät saa rahoitusta tai saavat sitä epäedullisin ehdoin?
- Minkälaisia seurauksia rahoituksen pullonkauloilla on ollut teidän toimintaanne?
- Minkälaiseen toimintaan on yleensä helpompaa saada rahoitusta? Minkälaiseen toimintaan on päinvastoin hankalampaa saada rahoitusta?
- Oletteko koskaan päättäneet olla hakematta rahoitusta jostakin rahoituslähteestä perustuen esimerkiksi käsityksiinne tai muiden yrittäjien kokemuksiin rahoittajien toimintatavoista?
- Onko rahoituksen saatavuudessa tai sen ehdoissa tapahtunut muutoksia viimeisten viiden vuoden aikana?
- Mitä mieltä olette rahoittajien toimintatavoista ylipäätänsä?
- Miten mielestänne rahoituksen allokoitumista kasvuyrityksille voisi parantaa?