



SAVONIA

OPINNÄYTETYÖ - YLEMPI AMMATTIKORKEAKOULUTUTKINTO
YHTEISKUNTATIETEIDEN, LIIKETALOUDEN JA HALLINNON ALA

JULKISEN PÄÄOMA- SIJOITUSTOIMINNAN VAIKUTTAVUUDEN ARVIOINTIA AIKAISEN VAIHEEN KASVUYRITYKSIIN

Case Finnvera Oyj

TEKIJÄ: Minna Vanninen
LY16SY

Koulutusala Yhteiskuntatieteiden, liiketalouden ja hallinnon ala	
Koulutusohjelma/Tutkinto-ohjelma Yrittäjyyden ja liiketoimintaosaamisen tutkinto-ohjelma	
Työn tekijä Minna Vanninen	
Työn nimi Julkisen pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuuden arviointia aikaisen vaiheen kasvuyrityksiin, Case Finnvera Oyj	
Päiväys	24.3.2019
Sivumäärä/Liitteet	74 + 1
Ohjaaja(t) Risto Kiuru ja Esa Viklund	
Toimeksiantaja/Yhteistyökumppani(t) Finnvera Oyj/ Veraventure Oy	
<p>Tiivistelmä</p> <p>Tutkimuksen tavoitteena oli arvioida Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuutta aikaisen vaiheen kasvuyrityksiin. Vaikuttavuus määriteltiin Finnveran pääomasijoitustoiminnalle asetettujen tavoitteiden kautta. Julkisesti tuettujen tai rahoitettujen toimien tarkoituksenmukaisen käytön todentaminen on tärkeää. Julkisella pääomasijoittamisella pyritään tukemaan aluepoliittisten työllisyys- ja talouskasvutavoitteiden saavuttamista. Aikaisen vaiheen kasvuyritysten rahoitusmarkkinassa on todettu olevan puutteita, joita pyritään paikkaamaan muun muassa julkisen pääomasijoittamisen avulla. Kasvuyritysten on havaittu olevan merkittävässä roolissa yhteiskunnan pitkän aikajänteen hyvinvoinnin lisäämisessä ja niiden katsotaan synnyttävän suhteessa enemmän työpaikkoja kuin suurten yritysten.</p> <p>Tutkimuksessa perehdyttiin aikaisempiin valtiollisten toimijoiden vaikuttavuudesta tehtyihin tutkimuksiin sekä yksityisen ja julkisen pääomasijoittamisen vaikuttavuustutkimuksiin. Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuutta selvitettiin Finnveran pääomasijoitusta vuosina 2011-2013 saaneilta yrityksiltä. Vaikuttavuutta pyrittiin arvioimaan vertaamalla pääomasijoitusta saaneiden yritysten liikevaihdon ja henkilöstön kasvua verrokkiryhmän kehitykseen. Verrokkiryhmä muodostui 36 yrityksestä, jotka pääomasijoituksen sijaan ovat saaneet Finnveralta jotain muuta rahoitusta. Lisäksi vaikuttavuutta tutkittiin sähköpostilla toteutetun avoimen kyselyn avulla. Kyselyn kohteena oli 32 Finnveran pääomasijoituksen saaneen yrityksen toimitusjohtajaa, vastauksia saatiin 15. Kyselyjen tulokset analysoitiin käyttäen teoriasidonnaista sisällönanalyysiä.</p> <p>Tulokset osoittavat, että Finnveran pääomasijoitustoiminnalle asetetut tavoitteet on saavutettu. Verrokkiryhmään verrattuna Finnveran pääomasijoitustoiminnalla näyttäisi olevan vaikutusta yritysten henkilöstön määrään, mutta ei liikevaihtoon. Sähköpostikyselyn vastausten perusteella yhtä lukuun ottamatta, kaikki vastaajat olivat sitä mieltä, että ilman julkisen pääomasijoittajan mukaan tuloa yritys ei olisi enää toiminnassa tai sen toiminnan käynnistäminen olisi vähintään hidastunut tai vaikeutunut. Vastaajat kokivat Finnveran pääomasijoitustoiminnan tuoneen yritykseen lisäarvoa. Lisäarvotekijät ovat luokiteltavissa neljään eri kategoriaan; 1) Yrityksen käynnistämisen ja voimassaolon mahdollistaminen 2) Aineeton hyöty; verkostojen laajeneminen, yrityksen uskottavuuden lisääminen ja osaamisen jakaminen 3) Kansainvälistymisen ja kasvun mahdollistaminen ja 4) Taloudellinen tuki.</p> <p>Tutkimus toi esille uutta tietoa Finnveran pääomasijoitustoiminnasta. Tutkimuksen kohteena olevien yritysten voidaan nähdä hyötyneen Finnveran pääomasijoituksista. Samalla Finnveran pääomasijoitustoiminnan voidaan katsoa tavoitteidensa mukaisesti täydentäneen pääomasijoitustoiminnan todettua markkinapuutetta. Tulokset vahvistavat aikaisempia kansainvälisesti tehtyjä tutkimuksia valtiollisten toimijoiden vaikuttavuudesta.</p>	
Avainsanat Julkinen pääomasijoittaminen, vaikuttavuuden arviointi, aikaisen vaiheen kasvuyritys	

Field of Study Social Sciences, Business and Administration			
Degree Programme Master's Degree Programme in Business Administration			
Author Minna Vanninen			
Title of Thesis The Evaluation of the Impact of Public Venture Capital on Early Growth Companies, Case Finnvera Plc			
Date	24.3.2019	Pages/Appendices	74 + 1
Supervisor(s) Risto Kiuru and Esa Viklund			
Client Organisation /Partners Finnvera Oyj/Veraventure Oy			
<p>Abstract</p> <p>The aim of this study was to evaluate the impact of Finnvera's venture capital activity. The impact was defined through the targets set for Finnvera's venture capital operations. It is important to verify the appropriate use of publicly supported or funded activities. The aim of public venture capital is to enable meeting regional employment and economic growth objectives. The financial market of early-stage growth companies has been found to be inadequate, which public venture capital aims to address. Growth companies have been found to play an important role in increasing the long-term well-being of the society and are considered to generate more jobs than large companies.</p> <p>The study explored earlier studies on the impact of government-supported programs and studies on the impact of private and public venture capital. The impact of Finnvera's venture capital activity was studied among companies that had received Finnvera's private equity investment in 2011-2013. Efforts were made to assess the impact by comparing the growth in turnover and personnel of companies that had received venture capital to the corresponding indicators of the control group. The control group consisted of 36 companies having received some other funding from Finnvera instead of a venture capital investment. The impact was studied also through an open survey conducted by email. The survey was sent to 32 CEOs of Finnvera's venture capital investment companies, and 15 responses were received. The results of the survey were analyzed using a theoretical content analysis.</p> <p>The results show that the targets set for Finnvera's venture capital activities have been achieved. Compared to the control group, Finnvera's venture capital activity seem to have an impact on the number of employees in companies, but not on turnover. With the exception of one respondent of the survey sent by email, all respondents felt that without a public venture capitalist, the company would not be in business anymore or its start-up would have been at least slowed down or made more difficult. Teh respondents felt that Finnvera had added value to the company through venture capital investment. Value-added factors can be classified into four different categories: 1) enabling start-ups and sustaining viability 2) intangible benefits: network expansion, business credibility and knowledge sharing 3) enabling internationalization and growth; and 4) financial support.</p> <p>The study highlighted new information on Finnvera's venture capital activity. The companies under this study can be seen to have benefited from Finnvera's venture capital activity. At the same time, Finnvera's venture capital activity can be seen to have managed to respond to the current market failure through the targets set. The results confirm earlier international studies on the impact of government-supported programs.</p>			
<p>Keywords Public venture capital, impact assessment, early stage growth company</p>			

SISÄLTÖ

1	JOHDANTO	7
1.1	Johdatus tutkimukseen.....	7
1.2	Tutkimusongelma ja tutkimuksen tavoitteet	10
1.3	Tutkimuksen lähestymistapa	13
1.4	Tutkimuksen kohteena olevien yritysten luokittelu	14
1.5	Tutkimuksen rakenne.....	15
2	JULKINEN PÄÄOMASIOITUSTOIMINTA MARKKINAN TÄYDENTÄJÄNÄ	16
2.1	Julkinen pääomasijoittaminen	16
2.2	Riskisijoituksen tarve.....	18
2.3	Valtiontuki - tuensaajana yritys	19
2.4	Euroopan aluekehitysrahasto (EAKR).....	20
2.5	Finnvera -pääomasijoittajan roolissa	21
3	FINNVERAN PÄÄOMASIOITUSTOIMINNAN VAIKUTTAVUUDEN MÄÄRITTELYÄ.....	24
3.1	Vaikuttavuuden määritelmä	24
3.2	Mitä vaikuttavuus tarkoittaa Finnveran pääomasijoitustoiminnalle?.....	24
3.2.1	Tavoitteet vaikuttavuuden määrittelyn pohjana	24
3.2.2	Aikaisen vaiheen ja startup -yritysten kasvun käynnistäminen.....	26
3.2.3	Yrityksen kehittäminen	26
3.2.4	Yksityisen pääoman aktivointi	27
3.2.5	Työllisyysvaikutukset.....	28
3.3	Vaikuttavuuden arviointi	29
3.4	Katsaus aikaisempiin tutkimuksiin.....	30
4	TUTKIMUKSEN TOTEUTUS	34
4.1	Tutkimusaineisto.....	34
4.2	Tutkimusmenetelmät ja tutkimuksen vaiheet.....	34
4.3	Määrällinen tutkimusote	38
4.3.1	Kvantitatiivisen tutkimuksen piirteitä	38
4.3.2	Hypoteesin määrittely.....	39
4.3.3	Mann-Whitneyn-Wilcoxonin testi, aineisto ja analysointi.....	39
4.3.4	Humen näkemys kausaalisuhteesta	40

4.4	Laadullinen tutkimusote.....	41
4.4.1	Kvalitatiivisen tutkimuksen piirteitä.....	41
4.4.2	Sisällönanalyysi, tutkimusaineisto ja tulosten analysointi.....	42
5	TUTKIMUKSEN TULOKSET	45
5.1	Tutkimuskohteena olevien yritysten taustatiedot.....	45
5.2	Finnveran sijoitustoiminnan vaikutus yritysten kasvuun	47
5.3	Pääomasijoittajan mukaantulon tuoma lisäarvo aikaisen vaiheen kasvuyrityksiin.....	50
5.4	Tutkimuksen reliabiliteetti ja validiteetti	54
6	JOHTOPÄÄTÖKSET JA POHDINTAA.....	57
6.1	Finnveran pääomasijoitustoiminnalla aikaisen vaiheen yritykset kohti kasvua	57
6.2	Finnveran pääomasijoitustoiminnan tuomat hyödyt yrityksen toimintaan.....	58
6.3	Yhteenveto ja keskeisimmät johtopäätelmät.....	63
6.4	Jatkotutkimusaiheet	66
	LÄHTEET	68
	LIITE 1	75

KUVIOT, KAAVIOT JA TAULUKOT

KAAVIOT

KAAVIO 1 Suomalaisten aikaisen vaiheen yritysten saama rahoitus ulkomaisilta - ja kotimaisilta enkelisijoittajilta vuosien 2010-2016 aikana.....	9
KAAVIO 2. Henkilöstön määrien luottamusvälit.....	48
KAAVIO 3. Liikevaihtojen luottamusvälit.....	49
KAAVIO 4. Finnveran pääomasijoitustoiminnan EAKR-varoilla sijoitettujen kohdeyritysten yksityisen pääoman määrän kasvu vuosina 2013-2015.....	60
KAAVIO 5. Finnveran pääomasijoitustoiminnan EAKR-varoilla rahoitettujen kohdeyritysten käyvän arvon kehitys vuosina 2013-2015.	62

KUVIOT

KUVIO 1. Pääomasijoitustoimialan kiertokulku.....	17
KUVIO 2. EAKR-varojen hallinnointimalli ja roolit	22
KUVIO 3. Finnveran EAKR-varoilla rahoitetulle pääomasijoitustoiminnalle asetetut tavoitteet.....	25
KUVIO 4. Tutkimuksen vaiheet.....	37
KUVIO 5. Perinteinen sisällönanalyysin prosessi.....	43
KUVIO 6. Kyselyn vastausten vertaaminen analyysirunkoon.	51

TAULUKOT

TAULUKKO 1. Finnveran pääomasijoitustoiminnalle asetetut tavoitteet ja tutkimuksen viitekehys ...	12
TAULUKKO 2. EAKR-varoilla maksetut sijoitukset vuoden 2015 loppuun mennessä	45
TAULUKKO 3. Maksettu sijoitusmuoto (EAKR-varat).....	45
TAULUKKO 4. Kolmogrov-Smirnov testin riskitaso.....	47
TAULUKKO 5. Mann-Whitney-Wilcoxonin testin tulokset SPSS ohjelmalla laskettuna.	49

KUVAT

KUVA 1. Valtiontuen tunnusmerkit.....	19
---------------------------------------	----

1 JOHDANTO

1.1 Johdatus tutkimukseen

”Toiminta ja arviointi ovat saman kolikon vastakkaiset puolet. Toiminta tuottaa arvioitavan kohteen, jota arvioinnin avulla tarkastellaan. Arviointi tuottaa viisauden siitä, että ymmärrämme mitä oikein on tapahtumassa.”

Pressman & Wildavsky, 1984 (Virtanen, 2007, 12.)

Euroopan Unioni (EU) asettaa jäsenmailleen tavoitteita mm. työllisyyden lisäämiselle, ilmastomuutoksen pysäyttämiseksi sekä talouden kasvulle. Työllisyyden kasvattamista ja uusien innovaatioiden syntyä EU tukee erilaisilla ohjelmilla, joiden kautta jäsenvaltiot voivat hakea tukea helpottamaan niille asetettujen tavoitteiden saavuttamista. Uutena aluepoliittisena interventiona Euroopan Unioni on päättänyt ohjaamaan Euroopan aluekehitysrahaston (EAKR) varoja käytettäväksi myös pääomasijoittamiseen. Julkisella sijoitustoiminnalla pyritään tukemaan aluepoliittisten työllisyys- ja talouskasvutavoitteiden saavuttamista. Myös Suomessa yritystoiminnan tukeminen alueellisesti on tärkeää, jotta voidaan tukea hallituksen aluepoliittisia tavoitteita työn ja talouskasvun takaamisesta alueellisesti. (VTV, 2016.) Niukkuuden jakamisen aikakaudella on tärkeää pystyä arvioimaan, että varoja kohdentamalla on saatu juurikin sitä mitä haluttiin ja että toiminnalle asetetut tavoitteet on saavutettu.

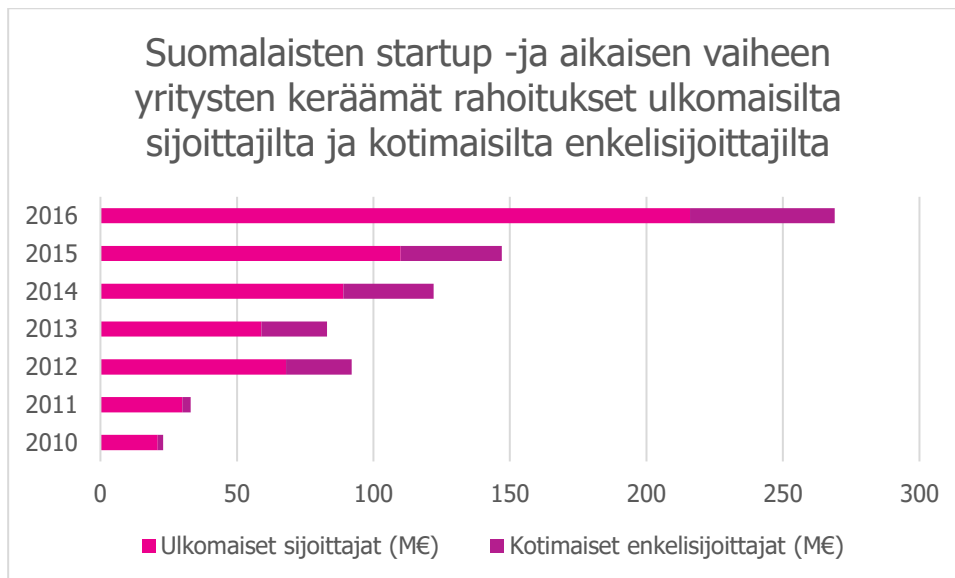
Pääomasijoittamisella on Suomessa suhteellisen lyhyt historia ja kyseessä on melko tuore toimiala. Vasta 1990-luvun lopussa kunnolla käynnistynyt toimiala on noussut viimeisten kahden vuosikymmenen aikana merkittäväksi osaksi elinkaarensa aikaisessa vaiheessa olevien yritysten rahoittamista. Yhteiskunnallisessa mittakaavassa vaikutus on vielä laajempi. Uusien yritysten synnyn ja niistä parhaimpien kasvamisen on tutkittu olevan merkittävä tekijä yhteiskunnan pitkän aikavälin hyvinvoinnin kasvattamisessa. Aikaisen kasvuvaiheen yritysten on havaittu olevan tehokkaimpia uusien työpaikkojen luojia, joka on tutkitusti yksi talouskasvun merkittävistä tekijöistä. (Maliranta, Pajarinen ja Rouvinen, 2018, 10, 47; Pajarinen, Rouvinen ja Ylhäinen, 2016, 7, 9.) Aikaisen vaiheen kasvuyritys sekä startup yritys määritellään tarkemmin luvussa 1.4.

Pääomasijoittamisen on katsottu saaneen alkunsa Yhdysvalloissa 1800-luvun lopussa ja 1900-luvun alussa, kun varakkaat suvut alkoivat siirtää sijoituksiaan pikkuhiljaa ulkopuolisten hoidettavaksi. Riskirahoittamisen tarpeen ensimmäisenä esille toi Harvardin professori, Geroge Doriot, vuonna 1946. Samana vuonna ensimmäinen pääomasijoitusyhtiö aloitti toimintansa. Merkittävin kasvu alkoi 1970-luvun lopulla ja 1980-luvun alussa. Oletettavasti silloinen lakimuutos, joka salli eläkeyhtiöiden sijoittamisen pääomarahastoihin, vaikutti pääomasijoittamisen toimialan räjähdysmäiseen kasvuun. (Hidén ja Tähtinen, 2005, 17-18; MIT MUSEUM, 2018-02-23; Gompers ja Lerner, 2004, 9; Metrick ja Yasuda, 2010, 10-11.) Suomessa toimiala on noussut Euroopan tasolle vasta viimeisen vuosikymmenen aikana. Vuonna 2014 suomalaisiin yrityksiin tehdyt pääomasijoitukset ylsivät Euroopan tasolla kuudenneksi,

kun sijoitettu pääoma suhteutettiin bruttokansantuotteeseen. Aikaisen vaiheen pääomasijoituksia Euroopan tasolla tehtiin vain Ruotsissa enemmän kuin Suomessa. Valtio on ollut merkittävässä roolissa Suomen pääomasijoituskentässä. (VTV, 2016.)

Julkinen pääomasijoitustoiminta on saanut Suomessa alkunsa vallitsevan markkinapuutteen vuoksi; sen tarkoitus on parantaa pääomasijoitusmarkkinoita ja samalla lisätä sen tuottavuutta. Lisäksi julkisen toimijan uskotaan houkuttelevan sekä kotimaisia että ulkomaisia yksityissijoittajia mukaan. Suomen valtio on myöntänyt pääomasijoitustoimintaan vuosien 2009-2016 aikana yhteensä 540 miljoonaa euroa, joista Tesi Oy:lle (ent. Suomen Teollisuussijoitus Oy) on myönnetty 415 miljoonaa euroa ja Finnvera Oyj:lle (myöh. Finnvera) 55 miljoonaa euroa. Suomessa toimii tällä hetkellä kolme työ- ja elinkeinoministeriön hallinnon alaista pääomasijoitustoimijaa: Tesi Oy, Finnvera Oyj ja Business Finland Venture Capital Oy (Tekes). Näistä jälkimmäisen sijoitustoiminta on alkanut vasta vuonna 2014. Samaan aikaan työ- ja elinkeinoministeriö teki linjauksen Finnveran sijoitustoiminnan asteittaisesta lopettamisesta ja aikaisen vaiheen sijoitustoiminnan ja sen kehittämisen vastuu siirrettiin Tekesille. Tällä hetkellä Finnvera ei tee enää ensisijoituksia, vaan keskittyy nykyisten sijoituskohteiden jatkokehittämiseen tarkoituksenaan löytää tie positiiviseen irtaantumiseen. (VTV, 2016; Finnvera Oyj, 2015; Tähtinen ja Hidén, 2005.)

Kaaviossa 1 on kuvattu ulkomaisten sijoittajien ja kotimaisten enkelisijoittajien sijoittamat varat suomalaisiin startup – ja aikaisen vaiheen kasvuyrityksiin vuosien 2010-2016 aikana. Rahoitusten määrä suomalaisiin startup – ja aikaisen vaiheen kasvuyrityksiin oli vuonna 2016 yhteensä 383 miljoonaa euroa. Vuodesta 2010 tämä summa on kolminkertaistunut. Kotimaisten enkelisijoittajien ja ulkomaisten sijoittajien osuus on noussut kaikkein eniten tänä aikana. Suuri kotimaisten enkelisijoittajien määrän kasvu kertoo FIBANin (Finnish Business Angels Network) puheenjohtajan mukaan siitä, että riskisijoittamisen kulttuuri on muuttunut uskaliaammaksi. Vuonna 2016 suomalaiset enkelisijoittajat sijoittivat 53 miljoonalla eurolla, ulkomaisten sijoittajien osuus oli 216 miljoonaa euroa ja kotimaisten pääomasijoittajien osuus oli 80 miljoonaa euroa. Loppuosa sijoitetuista rahoista koostui mm. joukkorahoituksista. (Suomen Pääomasijoittajayhdistys Ry, 2017.)



KAAVIO 1 Suomalaisten aikaisen vaiheen yritysten saama rahoitus ulkomaisilta - ja kotimaisilta enkelisijoittajilta vuosien 2010-2016 aikana.

LÄHDE: Suomen Pääomasijoittajyhdistys Ry, 2017

Eri toimenpiteiden arviointi on yleistynyt viimeisen vuosikymmenen aikana, etenkin poliittisen päätöksenteon keskuudessa. Ruotsissa ja Britanniassa on perustettu tutkimuslaitokset, joiden tehtävänä on arvioida säännöllisesti talouspoliittisten toimenpiteiden vaikutuksia. Yleisimpänä arvioinnin kohteena näistä on työvoimapolitiittisten ohjelmien vaikutukset. (Pekkarinen, 2006, 308.) Tämä tutkimus myös sivuaa Euroopan aluekehitysrahaston rakennerahastokauden työllistämisaikutuksia. Julkisin varoin rahoitettuja ohjelmia on jonkin verran tutkittu kansainvälisellä kentällä, mutta pääosin nämä tutkimukset keskittyvät vähävaraisiin maihin (kts. esim Chudnovsky, López, Rossi and Ubfal, 2006 ja Copstake, Bhalotra and Johnson, 2000; Stucchi, Rojo, Maffioli and Castillo, 2014.). Euroopan aluekehitysrahaston ohjelmakausista ei ole juurikaan tehty tieteellisiä vaikuttavuusarvioita tai -tutkimuksia. Suomessa politiikka ja julkiset toimet ovat vasta viime vuosina alkaneet olla arvioinnin kiinnostuksen kohteena. Suomessa julkisesti rahoitettujen ohjelmien vaikutusten arvioinnista ei näyttäisi olevan kuin vähäistä näyttöä.

Kansainvälisellä tasolla valtion tukemien ohjelmien vaikutuksia on sittemmin alettu tutkimaan ja niistä on tullut suosittu kohde tutkijoiden keskuudessa. Näissä tutkimuksissa on lähes poikkeuksetta käytetty ekonometrisiä tutkimusmenetelmiä. Niiden tarkoituksena on arvioida taloustieteellisten väittämien todellista merkitystä määrällisesti. Kuinka paljon työllisyys kohenee, kun valtio käyttää x-määrän verran euroja työllisyyden tukemiseen? Menetelmät mahdollistavat monimutkaisten vuorovaikutusten analysoinnin kvantitatiivisesti ja ovat tästä syystä suosittuja taloudellisten ilmiöiden empiirisessä tutkimuksessa. Näillä ekonometrisilla menetelmillä ei kuitenkaan pystytä osoittamaan ei-näkyviä vaikutuksia, jotka saattavat olla hyvinkin merkittäviä. Laadullisten menetelmien käyttö saattaisi siis tuoda monipuolisemmin vaikuttavuuden arvioinnin eri näkökulmat esiin. Kvalitatiivinen tutkimusote mahdollistaa

aineiston monitahoisemman ja yksityiskohtaisemman tarkastelun kvantitatiiviseen tutkimukseen verrattuna. (Virtanen, 2007, 12; Pekkarinen, 2006, 308; Kauppi, 2009, 51; Hirsijärvi, Remes ja Sajavaara, 2015; Venetoklis, 2004.)

Aina, kun on kyse julkisesti tuetusta tai rahoitetusta toiminnasta, olisi tärkeä pystyä osoittamaan näiden tukien tarkoituksenmukainen käyttö. Valtion taloudellinen tutkimuskeskus onkin nostanut esille vaikuttavuustutkimuksen tärkeyden. Tukien vaikuttavuudesta loppulisen tuensaajaan ei ole Suomessa tutkittu juuri ollenkaan. On herännyt myös epäilyksiä siitä, jakautuvatko tuet todellisuudessa niille tahoille, jotka niistä eniten hyötyvät eli joille ne on alun perin tarkoitettu. (Byckling, 2017, 127-128; Aistrich, 2018-01-26.) Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuudesta ei ole aikaisempia tutkimuksia tehty. Aineistoa ja tietoa sijoitetuista varoista on kerätty ja niitä on raportoitu aina Euroopan komissiolle saakka. Olemassa olevaa dataa ei ole analysoitu. Tämän tutkimuksen tavoitteena on arvioida Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuutta sijoituksen saaneisiin startup – ja aikaisen vaiheen yrityksiin. Tarkoituksena on selvittää pääomasijoituksen vaikutuksia EAKR-varoilla rahoitettujen kohdeyritysten henkilöstön määrään sekä liikevaihtoon. Tutkimuksessa tarkastellaan myös pääomasijoituksen vaikutusta kohdeyrityksien arvoon sekä yksityisen rahan määrään kohdeyrityksissä. Tavoitteena on myös selvittää yrityksen toimintaan vaikuttavat julkisen pääomasijoittajan tuomat lisäarvotekijät. Vaikuttavuus määritellään Finnveran pääomasijoitustoiminnalle asetettujen tavoitteiden kautta. Tämän tutkimuksen aihealue on ajankohtainen, tarpeellinen ja voitaisiin jopa sanoa, että kysytty. Suomen Pääomasijoittajat Ry on käynnistänyt Pro gradu –kilpailun, jonka tarkoituksena on pyrkiä löytämään pääomasijoitusalaista merkittävää ja vaikuttavaa tietoa. (Suomen Pääomasijoitusyhdistys Ry, 2019.)

1.2 Tutkimusongelma ja tutkimuksen tavoitteet

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on arvioida Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuutta EAKR-varoilla rahoitettuihin kohdeyrityksiin. Vaikuttavuuden arviointia tarkastellaan Finnveran pääomasijoitustoiminnalle asetettujen tavoitteiden kautta. Vaikuttavuuden käsite johdetaan asetetuista tavoitteista. Tavoitteena on saada aikaan uutta tietoa Finnveran pääomasijoittamisesta ja luoda pohjaa jatkotutkimusaiheille. Tutkimuksen kvantitatiivinen empiirinen aineisto koostuu Finnveran pääomasijoitustoiminnan kohdeyritysten taustatiedoista, kuten vuosittain lähetetyistä kohdeyrityskyselyistä, kohdeyritysten omistustaulukoista ja arvostuspalaverien dokumentaatioista. Tutkimuksen kvalitatiivinen aineisto kerättiin kyselylomakkeella, joka lähetettiin kohdeyritysten toimitusjohtajille. Aineistojen analysoinnin tarkoituksena on luoda kattava ja mahdollisimman monipuolinen käsitys Finnveran pääomasijoitustoiminnalle asetettujen tavoitteiden saavuttamisesta. Aineistoa analysoidaan sekä määrällisellä että laadullisella tutkimusmenetelmällä. Tämän tutkimuksen kannalta erilaisten analysointimenetelmien käyttö on välttämätöntä, koska aineisto koostuu sekä laadullisesta että määrällisestä datasta. Pawson ja Tilley (1997) korostavat, että julkisen sektorin toiminnat ovat harvoin pelkästään fyysisiä suureita; ne sisältävät aineettomia hyödykkeitä, kuten mielipiteitä, voimavaroja ja mahdollisuuksia. Tästä syystä on tarkoituksenmukaista lähestyä vaikuttavuuden analysointia laadullisesta ja määrällisestä näkökulmasta. Syyn ja vaikutuksen suhdetta tietyssä toiminnassa ja sitä arvioi-

taessa on ymmärrettävä päättelyn erilaisia näkökulmia. Toiminnan arviointi on osa toiminnan kehittämistä ja usein se kytketään strategiatyöhön ja laatuajatteluun. (Virtanen, 2007, 139; Dahler-Larsen, 2004; Pawson and Tilley, 1997.)

Tavoiteperusteisen arvioinnin tarkoituksena on pyrkiä vastaamaan kahteen peruskysymykseen (Dahler-Larsen, 2004, 18.):

- 1) Onko jollekin tietylle toiminnolle sille ennalta asetetut tavoitteet saavutettu?
- 2) Onko kyseiset tavoitteet saavutettu kyseisen toiminnon avulla?

Finnveran pääomasijoitustoiminnalle asetetut tavoitteet on kuvattu Taulukossa 1. Sijoitustoiminnalle asetettujen omistajapolittisten tavoitteiden lisäksi EAKR-varojen käytölle on tiettyjä reunaehtoja. Nämä tavoitteet on johdettu Euroopan aluekehitysrahaston ohjelmakauden strategisista tavoitteista ja ne on implementoitu osaksi Finnveran pääomasijoitustoiminnan strategista päämäärää. Varsinaiset tavoitteet on koottu EAKR-varoille määritetyistä ehdoista ja aikaisemmin mainituista Finnveran pääomasijoitustoiminnalle suunnatuista omistajapolittisista tavoitteista. Taulukko kuvastaa myös tämän tutkimuksen viitekehystä. Vaikuttavuuden arvioinnilla pyritään selvittämään millä edellytyksillä ja millä tavalla jokin tietty tekijä vaikuttaa johonkin tiettyyn kohteeseen (Dahler-Larsen, 2004, 20). Tässä tutkimuksessa testataan, onko Finnveran pääomasijoituksella ollut vaikutusta yritysten henkilöstön määrään ja liikevaihtoon. Tutkimuksessa pyritään arvioimaan, onko julkisen sijoittajan mukaan tulo tuonut aineettomia hyötyjä, eli muutakin kuin taloudellista tukea. Jos on, selvitetään minkälaisesta hyödystä on kyse. Tutkimuksessa pohditaan myös Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuutta yksityisen rahan määrään kohdeyrityksessä sekä kohdeyrityksen käypään arvoon.

TAULUKKO 1. Finnveran pääomasijoitustoiminnalle asetetut tavoitteet ja tutkimuksen viitekehys

Finnveran strateginen päämäärä	Pääomasijoitustoiminnan tavoitteet	Tavoitteiden seuranta ja mittaaminen	Konkreettiset keinot tavoitteeseen pääsemiseksi
Aloittavan yritystoiminnan lisääminen	Kohdeyrityksen arvon kasvattaminen	Sijoitusten dokumentointi ja seuranta, Irtaantumisten määrä ja laatu, sijoituskierrokset, yritysten omistusrakenteet, kohdeyrityskyselyt 2 kertaa vuodessa, säännöllinen yhteydenotto yritykseen, edustaja kohdeyrityksen hallituksessa, yrityksen arvonmääritys IPEV:n ohjeistuksen perusteella, sijoituspolitiikka	Bisnesenkeliverkoston luominen, verkostojen laajentaminen ja yhteistyö, osaamisen jakaminen
Aloittavien innovatiivisten yritysten lisääminen tekemällä pääomasijoituksia	Yksityisen pääoman aktivointi markkinassa		Sijoitusprosessien luominen vastaamaan tavoitteita
Alueelliselle kehityksille ja pk-yrityksille tärkeiden investointien ja muutostilanteiden rahoitus	Aikaisen vaiheen kasvuyritysten ja start-up yritysten kasvun mahdollistaminen ja käynnistäminen		Kohdeyrityksen hallituksessa mukana olo
	Uusien työpaikkojen luominen ja niiden osaamisen lisääminen		Rahaston sijoituspolitiikan noudattaminen
Olla osana Suomen talouskasvua	Sijoituskohteiden kehittäminen yksityisille pääomasijoittajille, jatkorahoituskierroksen mahdollistaminen		Sijoituskohteen ja markkinan perusteellinen analysointi
			Aktiivinen yhteydenpito kohdeyritykseen, tavoitettavuus

LÄHDE: Finnvera Oyj, 2008, 2012

Tutkimusongelman ratkaisemiseksi on selvitettävä tutkittavan kohteen taustat, tavoitteet ja ehdot. Taustat, ehdot ja tavoitteet johtavat tiettyyn prosessiin (Finnveran pääomasijoitustoiminta), jonka tuloksena syntyy jotain toivottua tai ei toivottua. Toivottu tulos voisi olla tässä tutkimuksessa esimerkiksi yksityisten sijoittajien lisääntyminen startup kentällä sekä yritysten kasvu ja kansainvälistyminen ja tätä kautta yrityksen arvon nousu ja sijoittajalle positiivinen irtaantuminen. Vaikuttavuuden arvioinnin ehdoton edellytys on, että siinä käytetään vain realistisia arviointikriteereitä sekä tavoitteita ja ne on pystyttävä perustelevaan suhteutettuna kyseiseen interventioon (Dahler-Larsen, 2004, 7, 9). Vaikuttavuuden arvioinnin kohteena on Finnveran pääomasijoitustoiminta, jolle on asetettu tiettyjä tavoitteita (Kuvio 3). Muun muassa toteutuneiden tavoitteiden avulla on mahdollista tarkastella, että onko tällä tietyllä toiminnalla ollut haluttu vaikutus.

Edellä kuvatun pohjalta tutkimusongelma voidaan kiteyttää kysymyksen muotoon seuraavasti:

- Miten Finnveran pääomasijoitustoiminnalla on saavutettu sille asetetut tavoitteet?

Tutkimusongelma voidaan tarkentaa seuraavilla alakysymyksillä:

- Onko Finnveran pääomasijoitustoiminta tuonut kohdeyritykseen lisäarvoa?
- Onko Finnveran pääomasijoitustoiminta saanut yksityisiä sijoittajia aktivoitumaan?
- Onko Finnveran pääomasijoitustoiminnalla ollut vaikutusta kohdeyrityksen kasvuun?

1.3 Tutkimuksen lähestymistapa

Tätä tutkimusta lähestytään tapaustutkimuksena. Tutkimuksessa ei pyritä hakemaan yleistyksiä vaan tarkoituksena on luoda uutta ja mahdollisimman yksityiskohtaista tietoa toiminnasta, joka on poikkeava ja Suomessa ainoa laatuaan. Tutkittava joukko on kooltaan pieni, mikä mahdollistaa kohteen tutkimisen ”yhtenä tapauksena”.

Tutkimus on rajattu Finnvera Oyj:n pääomasijoitustoimintayksikön hallinnoiman EAKR-Aloitusrahasto Oy:n, EAKR-varoilla rahoitettuihin kohdeyrityksiin, joita rajoitusten jälkeen jäi jäljelle 33 kappaletta. Tutkimusote on sekä määrällinen että laadullinen. Menetelmävalinta perustuu tutkittavana olevan kohdejoukon koon pienuuteen ja aineiston monipuolisuuteen. Tutkimuksen aineistona on käytetty kohdeyrityskyselyitä, yksityisestä pääomasta kerättyjä aineistoja, kohdeyritysten arvostuspalavereiden materiaaleja sekä Finnveran pääomasijoitusyksikön tämän hetkisten kohdeyritysten toimitusjohtajille lähetettyjä avoimia kyselyitä. Aineistosta on poimittu yritysten henkilöstön määrää sekä liikevaihtoa koskevat tiedot ja niitä on analysoitu Mann-Whitney-Wilcoxonin testillä. Testiä varten vertailuryhmä on kerätty yrityksistä, jotka hakivat Finnveran pääomasijoitusta vuosina 2011-2012, mutta eivät sitä saaneet. Vertailuryhmän yrityksiä tähän kohdeyritykseen valikoitui 36 kappaletta. Toimitusjohtajille lähetettyjen kyselyjen analysointi on toteutettu teoriaohjaavan sisällönanalyysin keinoin.

1.4 Tutkimuksen kohteena olevien yritysten luokittelu

Seuraavaksi on avattu tutkimuksen kannalta tärkeitä käsitteitä, keskeisimmät käsitteet avataan tarkemmin raportissa.

Aikaisen vaiheen kasvuyritys

OECD:n (Organisation for Economic Co-operation and Development) ja Euroopan Unionin määritelmän mukaan kyseessä on yritys, joka työllistää vähintään 10 henkilöä ja työllisyyden vuosikasvu ylittää 20 % seuraavan 3 vuoden aikana. Kuitenkin puhekielessä kasvuyrityksellä tarkoitetaan paljon laajempaa joukkoa, kuin EU:n ja OECD:n määrittelemät. Työ- ja elinkeinoministeriön (2012) mukaan kasvuyrityksille ei ole yhtä tiettyä määritelmää, vaan ne sisältävät joukon kaikenkokoisia ja –näköisiä yrityksiä. Se listaa kuitenkin 6 yleistystä, jotka voidaan tehdä aikaisen vaiheen kasvuyrityksiin:

- Yli puolet kasvuyrityksistä on alle 10-vuotiaita
- Niistä noin 70 % toimii palveluilla
- Lähtökohtaisesti 60 %:ssa kasvuyrityksissä on alle 20 työntekijää
- Aikaisen vaiheen kasvuyritysten henkilöstö on yleensä pitkälle koulututtuneita
- Toimialoista tietointensiivissä palveluissa on suhteessa enemmän kasvuyrityksiä, kuin muiden toimialojen keskuudessa
- Alhaisin suhteutettu osuus kasvuyrityksistä löytyy korkean teknologian teollisuuden toimialalta

Uudenmaan ELY-keskuksen alueelta löytyy suurin osa kasvuyrityksistä (47 %), mutta suhteutettuna paikalliseen yrityskantaan, kasvuintensivisyyttä löytyy myös Etelä-Savosta, Keski-Suomesta sekä Pirkanmaalta. Vain 14 % kasvuyrityksistä harjoittaa vientiä, kun muiden yritysten massasta 23 % harjoittaa vientiä. Tämä osittain saattaa selittyä sillä, että kasvuyritys on muita yrityksiä todennäköisemmin ulkomaalaisomisteinen. (Työ- ja elinkeinoministeriö, 2012)

Startup yritys

Startup yrityksestä ei myöskään ole olemassa tiettyä vakiintunutta määritelmää ja ne ovat rinnastettavissa aikaisen vaiheen kasvuyrityksiin. Tässä tutkimuksessa startup yrityksellä tarkoitetaan nuoria, alkavia yrityksiä, joilla ei ole toiminta vielä välttämättä siinä vaiheessa, että se tuottaisi liikevaihtoa, mutta pyrkivät aktiivisesti kehittämään tuotteitaan ja palveluitaan. Laajasti käytetty Steve Blankin määritelmä startup yrityksestä on seuraava: "Startup on tilapäinen organisaatio, jonka tarkoituksena on etsiä toistettavissa olevaa ja skaalautuvaa liiketoimintamallia." Kotiranta, Pajarinen ja Rouvinen (2016) määrittelevät startup yrityksen täyttävän viisi kriteeriä:

- Yrityksen ikä; se katsotaan yrityksen vanhimman toimipaikan iän mukaan- koska on mahdollista, että joku vanha yritys jatkaa uudella toiminimellä. Startupeissa on kyse uudesta yritystoiminnasta.
- Yrityksen koko; sen on työllistettävä 1-49 henkilöä.

- Yrityksen kasvun edellytykset; Tämä edellytys sisältää yrityksen työnantajareksiterissä olemisen.
- Yrityksen on oltava itsenäinen ja yksityinen firma. Yritys ei saa olla kuntien tai valtioiden omistama.
- Yritys voi esiintyä maksimissaan viiden vuoden ajan ”startup tittelin” alla. Käytännössä siis yritys ei voi olla startup yritys pidempään kuin 5 vuotta.

Startup yrityksellä sekä aikaisen vaiheen kasvuyrityksellä on yhteistä niiden työpaikkojen tuottavuusaste. Sen on todettu olevan korkea ja vuosien 2008-2011 aikana jopa 28 % uusista työpaikoista syntyi näihin yrityksiin. (Maliranta, Pajarinen ja Rouvinen, 2018, 4; Kotiranta, Pajarinen ja Rouvinen, 2016, 3-4.)

1.5 Tutkimuksen rakenne

Tämän tutkimuksen rakenne koostuu kuudesta luvusta, joista ensimmäinen sisältää johdatuksen tutkimukseen. Johdannossa käydään läpi tutkimuksen taustat, avataan tutkimusongelma ja kerrotaan tutkimuksen tavoitteet. Tutkimuksen teoriaosuus alkaa tutkimuksen kannalta tärkeiden käsitteiden määrittelyllä luvussa kaksi. Luvussa kerrotaan julkisesta pääomasijoittamisesta, sen taustoista sekä tarpeesta. Lisäksi siinä käydään läpi tutkimuksen kohteena oleva julkinen toimija. Kolmannessa luvussa määritellään ja avataan tämän tutkimuksen vaikuttavuuskäsite. Siinä tuodaan myös esille aikaisempia aiheeseen viittavia tutkimuksia.

Empiirisen tutkimuksen osuus koostuu käytettyjen tutkimusmenetelmien kuvaamisesta luvussa neljä. Siinä avataan myös sekä laadullisen- että määrällisen tutkimuksen ominaisuuksia. Lisäksi luku neljä pitää sisällään tämän tutkimuksen validiteetin ja reliabiliteetin pohdinnan. Tutkimusten tulosten kertominen aloitetaan kuvailemalla tutkimuksen kohteena olevien yritysten taustatiedot luvussa viisi. Tämän jälkeen käydään ensiksi läpi määrällisen tutkimuksen tulokset ja niiden analysointitapa. Sen jälkeen kerrotaan laadullisen menetelmän tulokset ja analysointitapa.

Viimeinen, eli kuudes luku pitää sisällään Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuuden perinpohjaisen analysoinnin ja pohdinnan. Analysointi aloitetaan tilastollisen testin tuloksista, joita peilataan aikaisempaan muodostettuun teoriaan sekä laadullisen aineiston tuloksiin. Tämän jälkeen pohditaan ja analysoidaan tarkemmin kvalitatiivisen menetelmän tulokset, joita myös peilataan aikaisempaan teoriaan aiheesta. Tässä luvussa otetaan mukaan myös kohdeyritysten käyvän arvon kehitys sekä yksityisen pääoman määrä ja pohditaan Finnveran pääomasijoituksen vaikutusta niihin. Lopuksi tehdään yhteenveto tutkimuksen keskeisimmistä tuloksista. Yhteenvedossa käydään läpi tutkimuskysymyksen sekä sen alakysymyksiin saadut vastaukset. Luku päättyy mahdollisten jatkotutkimusaiheiden pohdintaan.

2 JULKINEN PÄÄOMASIOITUSTOIMINTA MARKKINAN TÄYDENTÄJÄNÄ

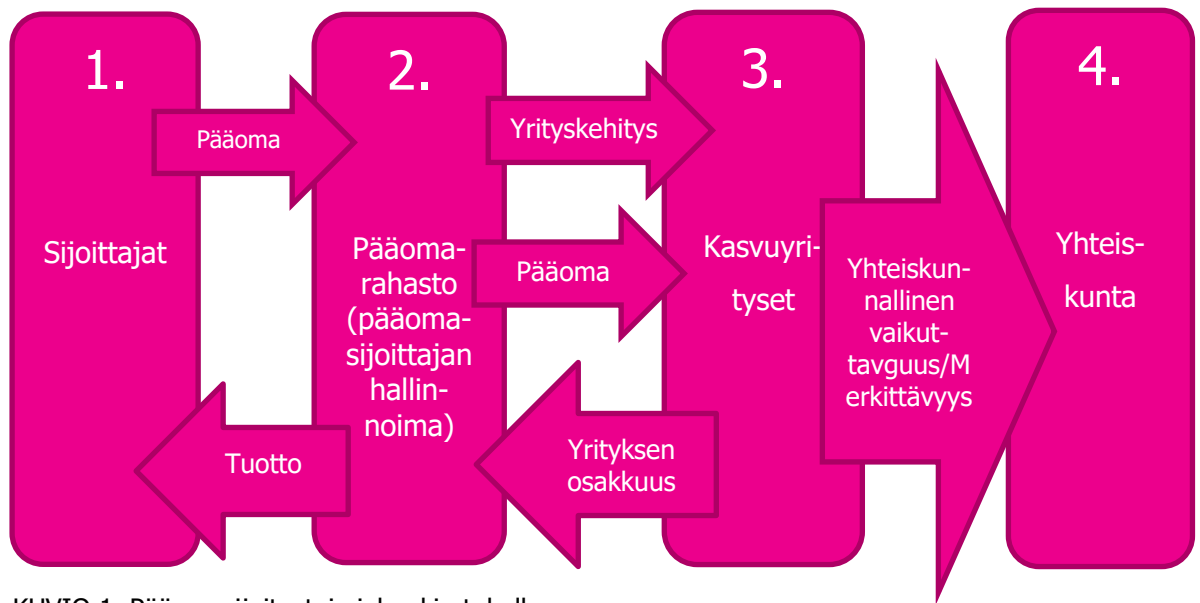
2.1 Julkinen pääomasijoittaminen

Julkisen rahoituksen tehtävä on puuttua epäsuorasti talouteen ja tätä kautta paikata ja tasapainottaa vallitsevaa markkinapuutetta (Tuomala, 2009, 18, 21). Bycklingin (2017) mukaan oikein kohdennettuna julkinen rahoitus tuottaa lisää työpaikkoja, vilkastuttaa yritystoimintaa sekä tuo markkinoille lisää yksityisiä sijoittajia. Suomessa julkisen yritysrahoituksen tehtävänä on markkinapuutteen täydentämisen lisäksi tukea yrityksiä riskinotossa sekä rohkaista ja haastaa yrityksiä kasvamaan, kansainvälistymään ja innovoimaan. (Leppiniemi & Lounasmeri, 2000; Ebersberger, 2011, 520; TEM, 2018-03-09.)

Työ- ja elinkeinoministeriö vastaa siitä, että rahoitusinstrumentit ja –tarjonta kattavat sekä kotimaan rahoituksen että viennin rahoituksen tarpeet yritysten eri elinkaaren vaiheissa. Julkista yritysrahoitusta sääntelevät sekä kansainväliset että kansalliset säännökset. Tukien myöntämiselle on tiettyjä edellytyksiä, jotka yritysten on täytettävä ennen tukien saamista. Suomessa julkista rahoitusta tarjoaa eri julkisyhteisöt, kuten Finnvera Oyj, Business Finland Venture Capital Oy, Tesi Oy, Elinkeino- liikenne ja ympäristökeskukset (ELY-keskukset) ja Suomen Itsenäisyyden Juhlarahasto (SITRA). Näistä työ- ja elinkeinoministeriön hallinnonalalla jatkossa toimivat vain Business Finland Venture Capital Oy ja Tesi Oy. Kullakin julkisyhteisöllä on oma kohdennettu rahoituspolitiikka siten, että ne täydentävät toisiaan. Toisin sanoen näiden toimijoiden kesken ei ole kilpailua tai päällekkäisiä tehtäviä ja niiden tavoitteena on toimia tiivissä yhteistyössä toistensa kanssa, saaden aikaan positiivista vaikutusta Suomen talouden kasvuun julkisen rahoitusmarkkinan kautta. (Leppiniemi & Lounasmeri, 2000; Ebersberger, 2011, 520; TEM, 2018-03-09.)

Pienet ja keskisuuret kasvavat yritykset (PK-yritykset) ovat hallitusten yritystukiohjelmien strategiasuunniteluissa usein keskiössä. Tämä johtuu siitä, että niillä on todettu olevan rajoitetut mahdollisuudet saada rahoitusta yritystoimintaan. (Kersten, Harms, Liket and Maas, 2017, 330.) Samaan aikaan kuitenkin nuoria ja pieniä yrityksiä pidetään keskeisenä tekijänä elinkeinoelämän uudistumisessa. Talouden rakenteellisen uudistumisen ja kilpailukyvyn kehittämisen kannalta uudet innovatiiviset yritykset ovat keskeisessä asemassa. Niitä on kuitenkin hyvin vähän vielä kansallisella tasolla, joka on etenkin yksittäisten pienten kuntien haasteena. (Halme, Salminen, Lamminmäki, Rikama, Barge, Dalziel ja Miller, 2015.)

Kuviossa 1 on kuvattu pääomasijoitustoimialan toimintamalli. Se havainnollistaa hyvin pääomasijoittamisen ekosysteemin ja sen vaikutuksen yhteiskunnassa sekä yrityksen kehittämisessä. (FVCA, 2009.)



KUVIO 1. Pääomasijoitustoimialan kiertokulku.

LÄHDE: FVCA, 2009.

Lernerin (2002) mukaan julkisella pääomasijoittamisella on tarkoitus tuottaa yksityisille sijoittajille signaali toimialoista ja yrityksistä, joilla on todettu olevan kasvupotentiaalia. Toisin sanoen julkiset pääomasijoittajat toimisivat ikään kuin yritysten seulojina yksityisille sijoittajille. Lerner (2002) arvioi, että yksityisten sijoittajien kynnykset rahoittaa korkean riskin omaavia yrityksiä madaltuu, jos julkinen pääomamarkkina toimii niin kuin sen pitäisi. Pääomamarkkinan epätäydellisyyksien paikkaaminen on mahdollista julkisten toimien avulla. Useasti julkisella toimijalla saattaa olla syvällisempi näkemys toimialoista, kuin yksityisillä rahoittajilla. Näin ollen esimerkiksi julkinen sijoittaja voi työstää sijoituskohteitaan eteenpäin, ja tehdä siitä mielenkiintoisemman kohteen yksityiselle rahoittajalle. (Lerner, 2002, F77-F78). Julkisiin toimiin kohdistuneissa tutkimuksissa on kuitenkin todettu olevan riskiä sille, että toimia käytetään väärin, joka lisää vääristymien mahdollisuuksia. Esimerkiksi poliitikot saattavat rahoittaa sellaisia yrityksiä, joihin heillä on kytköksiä muutenkin. Riskinä on myös, että julkisesti rahoitettujen yritysten joukossa saattaa olla sellaisia yrityksiä, jotka olisivat saaneet muutenkin rahoitusta. (Lerner, 2002, F79.)

Colombo, Grilli ja Cinzia (2007) ovat tutkineet Italian nuorten korkean teknologian yritysten samaa julkista pääomarahoitusta ja sen vaikuttavuutta. Tutkimukset tukevat Lernerin (2002) nostattamia mahdollisia vääristymiä aiheesta. Italiassa ei ollut onnistuttu poliittisten toimien avulla helpottamaan ulkopuolisen rahoituksen saamista nuorten korkean teknologian yritysten keskuudessa. Rahoituksen saaneilla yrityksillä näytti yhteisenä ominaisuutena olevan jo ennestään potentiaalia menestyä. Toisin sanoen julkinen sektori ei toteuttanut rooliaan, vaan syyllistyi rahoittamaan sellaisia yrityksiä, jotka olisivat todennäköisesti saaneet rahoitusta yksityisiltä markkinoilta. Julkisen rahoituksen saantiin ei näyttänyt olevan vaikutusta yrityksen ominaisuuksilla tai inhimillisellä pääomalla. Italiassa julkisen pääomasijoittamisen tilanne näyttäisi olevan päinvastainen kuin sen pitäisi – yritykset saavat julkista rahoitusta todennäköisemmin, jos yksityinen rahoittaja on sijoittanut jo yritykseen. (Colombo ym., 2007; Lerner, 2002.)

Malirannan ja Määttäsen (2014) mukaan Suomen taloudellinen menestys riippuu kahdesta tekijästä: maan radikaalien innovaatioiden tasosta sekä siitä kuinka nopeasti nämä innovaatiotekijät ovat yritysten käytössä. Tätä voidaan edesauttaa riskinoton kannustimilla, rahoitusmarkkinoiden tehokkuudella sekä työmarkkinoiden joustavuudella. Samalla täytyy tiedostaa se, että uudet innovaatiot ja niiden luomat uudet, aikaisempaa tuottavammat, työpaikat tuhoavat vanhoja työpaikkoja. Tätä ilmiötä kutsutaan luovaksi tuhoksi. Luova tuho vahvistaa pitkällä aikavälillä tuottavuutta, työvoima kohdistuu uudelleen ja tapahtuu oppimista. (Maliranta ja Määttäsen, 2014, 1-2; Maliranta ym., 2018, 29.) Tästä syystä on tärkeää, että julkinen toimija ei pyri poistamaan yrittäjyyden epäonnistumista.

2.2 Riskisijoituksen tarve

Riskisijoitus (venture capital) on oman pääoman ehtoista alkavien yritysten rahoittamista, jossa nähdään tavallista enemmän kasvupotentiaalia. Korkea tuottopotentiaali luo riskisijoittajalle keskimääräistä korkeammat voitto-odotukset. Samalla se kuitenkin tuo myös suuremmat riskit sijoittajalle. Tätä riskiä pyritään lieventämään mm. luomalla kohdeyritykselle omistusrakenne, jossa riski jakaantuu useamman rahoittajan kesken. (Suomen Pankki, 2012, 4.)

Kansantalouden näkökulmasta voidaan sanoa riskirahoittamisen olevan merkittävä myös taloudellisen kasvun kannalta; innovaatioiden ja uuden teknologian kehittäjinä ja käyttöönottajina startup -yritykset tuovat markkinoille uusia innovaatioita ja työpaikkoja. Vaikka riskirahoitus on vain hyvin pieni osa rahoitusmarkkinoita, on sen suhteellinen taloudellinen merkitys suurempi. Euroopassa kansalliset hallitukset ovat nähneet riskirahoitusmarkkinan yhtenä keinona kehittää talouskasvua lähemmäksi Yhdysvaltojen talouden kehitystasoa. (Suomen Pankki, 2012, 4.)

Vuosien 2004-2007 välisenä aikana tehtyjen tutkimusten perusteella todettiin Suomessa riskipääomarahoiutusmarkkinoilla merkittävä toimintapuute. Yksityiset pääomasijoittajat olivat siirtyneet suurempiin ja pidemmälle kehittyneisiin hankkeisiin, joissa sijoituksen tuotto-odotus suhteessa riskiin oli houkuttelevampi. Toinen selkeä tekijä markkinapuutteelle löytyi pääomasijoitusmarkkinan pienuudesta. Aikaisemmin tehdyissä tutkimuksissa on viitteitä siitä, että korkean riskin omaavien yritysten on hankala saada rahoitusta, etenkin toimintansa elinkaaren alkuvaiheessa. Suomessa alalla on lyhyt historia, jonka vuoksi toimijoita on vähän. Aikaiseen vaiheeseen erikoistuneita pääomasijoitusyhtiöitä oli hyvin vähän ja vain yksi valtakunnallisesti toimiva alkuvaiheen rahasto, Aloituserahasto Vera Oy. Markkinapuutteen katsottiin kohdistuvan etenkin 200.000-1.000.000 euron suuruisiin sijoituksiin. Tutkimusten mukaan vain 2,2 % yrityksistä, jotka hakivat pääomaa kyseisestä kokoluokasta, saivat sitä. (Euroopan komissio, 2009, 3-4.) Myös kansainvälisestä kirjallisuudesta on havaittavissa rahoituksen puutteita ja sen on nähty olevan yrityksen kasvun ja kehityksen tiellä. Esimerkiksi erään englantilaisen tutkimuksen mukaan tärkein ulkoinen este yrityksen kasvulle on ollut rahoituksen saatavuus ja hinta. (Laukkanen, 2007, 338-339.) Bertonin, Martín ja Revertin (2018) tutkimukset osoittavat myös, erityisesti pienten vasta aloittavien yritysten, kohtaavan muita enemmän vaikeuksia rahoituksen saamisessa. (Bertoni, Martín and Reverte, 2018.)

2.3 Valtiontuki - tuensaajana yritys

Euroopan Unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (SEUT) 107-artiklan 1 kohdan mukaan sisämarkkinoille soveltumattoman valtiontuen käsite on:

”Jollei tässä sopimuksessa toisin määrätä, jäsenvaltion myöntämä taikka valtion varoista muodossa tai toisessa myönnetty tuki, joka vääristää tai uhkaa vääristää kilpailua suosimalla jotakin yritystä tai tuotannonalaa ei sovellu sisämarkkinoille, siltä osin kuin se vaikuttaa jäsenvaltioiden väliseen kauppaan.”

Lähtökohtaisesti yritystoiminnalle suunnatut valtiontuet ovat kiellettyjä. Euroopan Unionin (EU) oikeuden mukaan se saattaa vääristää Euroopan Unionin sisämarkkinoiden toimintaa ja kilpailua, koska kyseisestä tuesta yritykset saattavat saada huomattavasti paremman kilpailuedun muihin kilpaileviin yrityksiin nähden. Yrityksiä voidaan kuitenkin tukea EU:n valtiontukisääntöjen puitteissa, jos sillä edistetään yleistä taloudellista kehitystä ja Euroopan unionin toiminnasta tehdyssä sopimuksessa (SEUT) määriteltyjä tavoitteita. (TEM, 2014, 3.)

Valtiontuki voi muodoltaan vaihdella. Se voi olla esimerkiksi avustus, markkinahintaa edullisempi laina, takaus, ei-markkinaehtoinen pääomasijoitus tai pääomitus, verohelpotus tai markkinahintaa alhaisempi kiinteistön tai maa-alueen vuokra tai myyntihinta. EU:n valtiontukisäännöt koskevat vain julkisen sektorin toimenpiteitä, joilla he myöntävät yrityksille esimerkiksi vastikkeetonta, valikoivaa taloudellista etua. (TEM, 2014, 3.)

Valtiontuen tunnusmerkit:

- Julkisia varoja kanavoidaan yrityksiin/taloudelliseen toimintaan
- Etu on valikoivaa, eli tuki kohdistuu vain tiettyyn yritykseen tai tiettyihin yrityksiin (esimerkiksi jollekin alalle tai alueelle)
- Toimenpide vääristää tai uhkaa vääristää kilpailua
- Toimenpide vaikuttaa jäsenvaltioiden väliseen kauppaan.

EU:n valtiontukisääntöjä sovelletaan, jos kaikki nämä tunnusmerkit täyttyvät samanaikaisesti.

KUVA 1. Valtiontuen tunnusmerkit.

LÄHDE: TEM, 2014, 4.

Joissakin tapauksissa valtiontuki on sallittua. Tämä tarkoittaa sellaisia tukiohjelmia ja tukia, jotka kuuluvat ryhmäpoikkeusasetusten piiriin ja joiden hyötyjen koetaan lähtökohtaisesti olevan suuremmat,

kuin mahdolliset kilpailun vääristymät sisämarkkinoilla. Ryhmäpoikkeusasetusten mukaisilla tuilla pyritään edistämään talouskasvua, työllisyyttä sekä muita yhteisiä tavoitteita. Näitä tavoitteita pyritään saavuttamaan soveltamalla ryhmäpoikkeusasetusta mm. tukiin, jotka turvaavat rahoituksensaannin, toiminnan ja investoinnit pk- yrityksille ja tutkimus- ja kehitystyöhön sekä innovaatiotoimintaan. (TEM, 20144, 6-7.)

2.4 Euroopan aluekehitysrahasto (EAKR)

Euroopan unionin alue- ja rakennepolitiikan tavoitteena on tasapainottaa jäsenvaltioiden alueellisia eroja ja lieventää niiden rakenneongelmia. Euroopan Unionin rahastoista myönnetään jäsenvaltioille tukia, joilla on tarkoitus toteuttaa alue- ja rakennepolitiikkaa. Kyseisiin tukiin liitetään aina myös kansallista rahoitusta. (ELY, 2018-03-22.)

EU tukee yrittäjiä ja yrityksiä erilaisilla ohjelmilla, joiden kautta voi saada rahoitusta erilaisissa muodoissa, riippuen rahoitustarpeesta ja -kohteesta. Jäsenvaltiot voivat käyttää rakennerahastojen, Euroopan aluekehitysrahaston sekä Euroopan sosiaalirahaston, toimintaohjelmien määrärahoja parantaakseen rahoitustarjontaansa. (EU publications, 2015.)

Suomessa rakennerahastotoiminta käynnistyi vuonna 1995 Suomen liittyttyä Euroopan unioniin. Tähän mennessä rakennerahastoilla on ollut neljä (4) eri ohjelmakautta, joiden tarkoituksena on kohdentaa rakennerahastojen kautta varoja niitä tarvitseville. Ohjelmakaudet ovat: 1995-1999, 2000-2007, 2007-2013 ja 2014-2020. (Rakennerahastot, 2018-05-24.)

Euroopan aluekehitysrahasto (EAKR) pyrkii toiminnallaan pienentämään alueiden välistä epätasapainoa sekä vankistamaan sosiaalista ja taloudellista yhteenkuuluvuutta. Erilaisten ohjelmien avulla se pyrkii parantamaan ennen kaikkea työllisyyttä heikoimmin työllistävillä alueilla. EAKR myöntää tukia ja määrärahoja, tällä hetkellä painottaen etenkin alla olevia teemoja:

- Innovointi ja tutkimus
- Digitaalistrategia
- Pienten ja keskistuurten yritysten (pk-yritykset) tuki
- Vähähiilinen talous

Teemat ja painopistealueet ovat hieman vaihdelleet ohjelmakausittain, mutta uusien työpaikkojen syntyminen on ollut keskeisenä painopisteenä läpi kaikkien ohjelmakausien. (Euroopan komissio, 2018-05-24; Rakennerahastot, 2018-05-24; Pekkala ja Lamminmäki, 2014, 8.)

Euroopan aluekehitysrahasto määrittelee tarkasti miten varat on kohdennettava. Määrittelyt riippuvat esimerkiksi alueen luokasta, kuten onko kyseessä kehittynyt alue vai vähemmän kehittynyt alue. Esimerkiksi vähemmän kehittyneillä alueilla kyseisistä määrärahoista on kohdennettava 50 % yllä oleville painopistealoille, kun taas kehittyneimmillä alueilla on kohdennettava vähintään 80 % vähintään kahteen yllä olevista painopistealoista. Lisäksi osa EAKR-varoista on kohdennettava vähähiilisen

talouden hankkeisiin. Tässäkin kohdennuksessa on määräykset suhteutettu alueen kehitymisasteen mukaisiksi. (Euroopan komissio, 2018-05-24; Rakennerahastot, 2018-05-24.)

Suomessa Euroopan aluekehitysrahaston varoilla pyritään tukemaan työllistymisen lisäksi mm. innovaatiotoiminnan ja verkottumisen edistämistä, uusien ympäristöteknologioiden kehittämistä, alueiden saavutettavuuden parantamista, palvelualojen uusia ja luovia hankkeita, yritysten sukupolvenvaihdoksen helpottamista, pk-yritysten kasvua ja kilpailukykyä sekä työllisyyttä edistävien toimintaympäristöjen ja palvelujen kehittämistä. (Rakennerahastot, 2018-05-24.)

2.5 Finnvera -pääomasijoittajan roolissa

Finnvera on valtion omistama erityisrahoittaja ja Suomen virallinen vientitakuulaitos, Export Credit Agency (ECA). Finnvera jakaa rahoitukseen sisältyvää riskiä muiden rahoittajien kanssa tarjoamalla rahoitusta yritystoiminnan alkuun, kasvuun ja kansainvälistymiseen sekä viennin riskeiltä suojautumiseen. Finnvera on organisoinut pääomasijoitustoiminnan kolmelle tytäryhtiölleen, Veraventure Oy:lle, EAKR-Aloitusrahasto Oy:lle sekä Aloitusrahasto Vera Oy:lle. Valtion pääomasijoitustoimintaa koskevien linjausten mukaan näistä jälkimmäisen, eli Aloitusrahasto Vera Oy:n, omistusosuudesta Finnvera on myynyt suurimman osan yksityisille sijoittajille vuonna 2016.

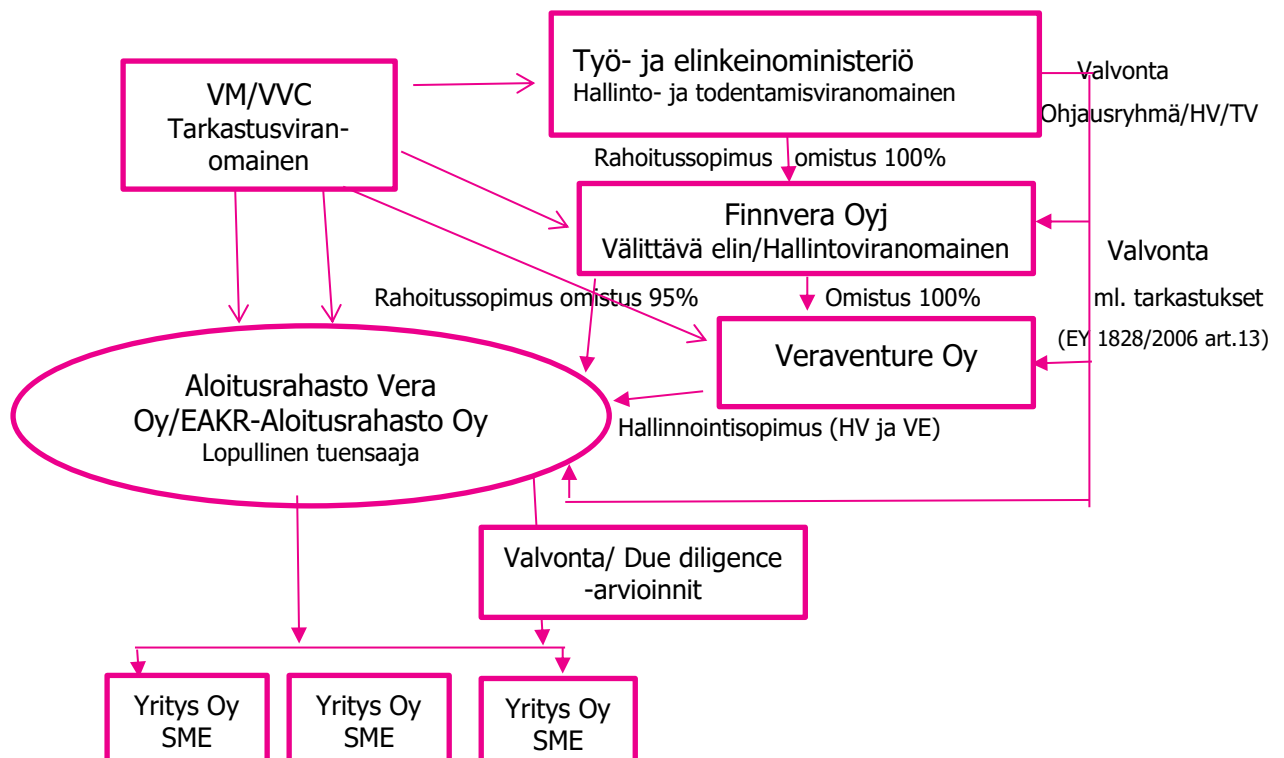
Finnveran aikaiseen vaiheeseen kohdistuva pääomasijoitustoiminta alkoi työ- ja elinkeinoministeriön (ent. kauppa- ja teollisuusministeriö) asettaman selvitysmiehen tekemän esityksen ja ministeriön toimeksiannon myötä vuonna 2005. Julkista pääomasijoitustoimintaa koskevat valtioneuvoston päätökset, jotka lähtökohtaisesti kieltävät kilpailua vääristävän yritystuen myöntämisen. Yritystukia on kuitenkin mahdollista myöntää erilaisten EU:n sallimien tukimuotojen ja –tapojen avulla. Tällaista sääntelyä ovat mm. Pääomasijoitustoiminnan suuntaviivat, de minimis –sääntely (vähämerkityksinen tuki) ja notifiointimenettely. Aloitusrahasto Vera Oy:n toiminta notifiointiin Euroopan komissiossa vuodesta 2009 alkaen aina 30.6.2014 saakka, jonka jälkeen 1.7.2014 lähtien toiminta on perustunut markkinasijoittajaperiaatteeseen. Notifiointi on toimintaa ohjaava normisto, joka perustuu EY:n perustamissopimuksen 87 ja 88 artiklan mukaisen valtioneuvoston hyväksymiseen, tukeen nro N 395/07. Notifiointi asettaa Finnveran pääomasijoitustoiminnan sijoituspolitiikalle niin sanotut vähimmäisvaatimukset, joita sen on noudatettava. Alla on listattuna notifiointin tuomia määritelmiä, jotka vaikuttavat Finnveran pääomasijoitustoimintaan:

- Kohdeyritysten elinkaarivaiheiden määrittely
 - Yksityisen pääoman osuuden sijoituskierroksiin
 - Sijoituserien enimmäismäärän kohdeyritystä kohden
 - Ensisijoituksen enimmäismäärä
 - Rahaston hallinnointi
- (Euroopan komissio, 2009-01-28.)

Markkinasijoittajaperiaattella toimittaessa:

- Valtio sijoittaa yritykseen samoilla ehdoilla kuin markkinoilla toimiva sijoittaja
- Suorien sijoitusten osalta edellyttää käytännössä, että julkinen taho sijoittaa samoilla ehdoilla kuin yksityinen ja yksityisen osuus sijoituksista on vähintään 50 %

Vuosittain työ- ja elinkeinoministeriö asettaa osana omistajaohjaustaan Finnvera-konsernille omistajapolitiittiset tavoitteet. Tähän kuuluu myös Finnveran pääomasijoitustoimintaan liittyvät tavoitteet, jotka heijastuvat osaltaan sijoituspolitiikkaan. Sijoittamisesta ja sijoituspäätösten tekemisestä päättävät, rahastojen hallitukset – omistajaohjaus ei yllä hallitusten päätöksentekoon. (Työ- ja elinkeinoministeriö, 2008-01-29.)



KUVIO 2. EAKR-varojen hallinnointimalli ja roolit

LÄHDE: Finnvera, 2015

Finnvera haki työ- ja elinkeinoministeriöltä Euroopan aluekehitysrahaston rakennerahasto-ohjelmakauden varoja (myöh. EAKR-varat) käytettäväkseen pääomasijoitustoiminnassaan. Tämän jälkeen se sijoitti ne edelleen osakepääomasijoituksena pääomasijoitustoimintaa harjoittavalle tytäryhtiölleen Aloitusrahasto Vera Oy:lle. Rahastoa on pääomitettu yhteensä 32,9 miljoonalla eurolla. EAKR-varoilla tehtävä sijoitustoiminta aloitettiin vuonna 2011. Kuvio 3 kertoo kyseisten varojen hallinnoinnista ja osapuolten rooleista. Finnvera on välittävä elin sekä hallintoviranomaisena, ja Veraventure vastaa EAKR-varojen hallinnoinnista ja Finnveran pääomasijoitustoiminnasta. Lopullisena tuensaajana rahastojen hallinnointiyhtiö Veraventuren on tullut organisoida ja luoda toimintansa sekä sijoitusprosessinsa sellaisiksi, että sille asetetut tavoitteet saavutetaan. (Työ- ja elinkeinoministeriö, 2008-01-29; Finnvera, 2015.)

Finnveran pääomasijoitustoiminnan tarkoituksena on edistää yritystoimintaa sekä monipuolistaa, uudistaa ja vahvistaa elinkeino- ja liiketoimintarakenteita tekemällä oman ja vieraan pääoman ehtoisia sijoituksia pieniin ja keskisuuriin listaamattomiin ja aloittaviin yrityksiin. Tavoitteena on saada myönteistä vaikutusta uusien yritysten ja työpaikkojen syntyyn. Sijoituksissa Finnvera on vähemmistösijoittajana, mikä tarkoittaa sitä, että myös yksityisiä, riippumattomia sijoittajia on jokaisella sijoituskierroksella mukana. Tämä tarkoittaa, että tarkoituksena on lisätä yksityistä pääomaa ja yksityisten sijoittajien määrää. Sijoitustoiminnassa on noudatettava Euroopan yhteisön valtioneuvoston päätöksiä. (Työ- ja elinkeinoministeriö, 2008-01-29.)

3 FINNVERAN PÄÄOMASIOITUSTOIMINNAN VAIKUTTAVUUDEN MÄÄRITTELYÄ

3.1 Vaikuttavuuden määritelmä

Vaikuttavuuden määritelmä on moniulotteinen, eikä sitä voi yksinkertaisesti selittää. Kyseessä on käsite, jota voitaisiin kutsua sopimuksenvaraiseksi. Vaikka vaikutus- ja vaikuttavuus käsitteinä tarkoittavat eri asioita, käytetään niitä suomalaisissa arviointitutkimuksissa osittain päällekkäin, eikä niitä ole eroteltu. Tavallisimmin vaikuttavuus on sitä, miten jollekin tietyille toimelle tai toiminnolle asetetut tavoitteet on saavutettu. Roche (1999, 21) määrittelee vaikuttavuuden arvioinnin tarkoittavan tapahtuneiden, pysyvien tai merkittävien muutosten järjestelmällistä analysointia, oli ne tarkoituksellisia tai tahattomia, positiivisia tai negatiivisia. Nämä tietyt pysyvät tai merkitsevät muutokset ovat seurauksia jostakin tietystä toiminnosta tai toiminnasta. (Niiranen, Stenvall, Lumijärvi, Meklin ja Varila, 2005, 29; Roche, 1999).

Dahler-Larsen (2005, 5-6) määrittelee vaikuttavuuden prosessiajattelun kautta. Hän rakentaa sillan prosessien ja niiden vaikutusten välille. Lähtökohtana tälle ajattelutavalle ovat selvät käsitykset siitä, miten ja miksi jotkin tietyt interventiot, eli toiminnat vaikuttavat. Sekä Dahler-Larsen (2005) ja Roche (1999) jakavat käsityksen, että vaikuttavuutta ei voi arvioida ilman vaikutusten arviointia. Tietyille toiminnalle tai toiminnolle asetettujen tavoitteiden toteutumisen, sekä toiminnan tai toiminnan tuomien vaikutusten arvioinnin kautta päästään analysoimaan vaikuttavuuskysymyksiä.

Toiminnan vaikuttavuus on kyseisen toiminnan kykyä saada aikaan muutoksia tietyssä systeemissä tai kohdejoukossa, siten vaikuttavuudessa on kyse toiminnan ja muutoksen syy-seuraussuhteesta (Paasio, 2006, 101-102). Vaikuttavuus kattaa monta eri tasoa, ja on ongelmallista sekä haasteellista ottaa kaikki tasot huomioon, eikä kaikkia tasoja voi tutkia samoilla menetelmillä. Organisaation ja työn tekemisen näkökulmasta vaikuttavuutta on mm. laatu, hyvät käytännöt, toimivuus, hyödyllisyys ja rajatut interventiot. Taloudellisuuden näkökulmasta katsottuna vaikuttavuutta on tehokkuus, palveluiden oikea taloudellinen kohdentaminen sekä investoiminen vaikuttavuutta tukien. Asiakkaan näkökulmasta tai asiakkaasta puhuttaessa vaikuttavuuden käsite sisältää myös asiakkaan saamat hyvät ja hyödylliset seuraukset sekä koetun tyytyväisyyden. (Pohjola, 2012, 10; Paasio, 2006.)

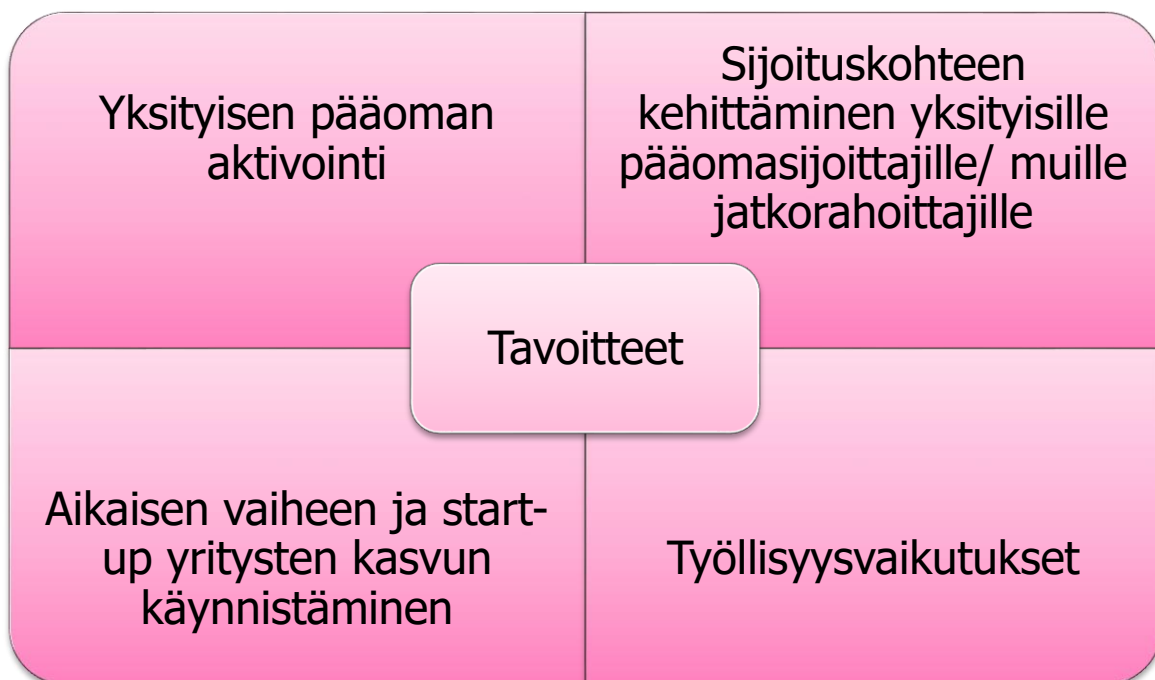
3.2 Mitä vaikuttavuus tarkoittaa Finnveran pääomasijoitustoiminnalle?

3.2.1 Tavoitteet vaikuttavuuden määrittelyn pohjana

Finnveran pääomasijoitustoiminnalle asetettujen tavoitteiden kautta päästään määrittelemään vaikuttavuuskysymys – mitä vaikuttavuus on Finnveran pääomasijoitustoiminnan näkökulmasta? Kuten aikaisemmin jo todettiin, on julkisten toimien tarkoituksena paikata markkinapuutetta. Finnveran pääomasijoitustoiminnalle laadittu sijoituspolitiikka on luotu siten, että se vastaa varojen myöntäjätahon tavoitteita sekä omistajapoliittisten tavoitteiden toteutumista. Osa tavoitteista Finnveran kaltaiselle riskisijoittajalle tulee sille myönnettyjen varojen myöntäjältä. Tässä tutkimuksessa Finnveran pääomasijoitustoiminnalle asetetut tavoitteet on johdettu sille laaditusta sijoituspolitiikasta, mikä sisältää myös omistajapoliittiset tavoitteet sekä EAKR-varojen käyttöehdot.

Tässä tutkimuksessa tarkastelun kohteena on Finnveran pääomasijoitustoimintayksikön kohdeyritykset, joita on rahoitettu EAKR-varoin. Rakennerahaston ohjelmakauden mukaisesti varojen tarkoituksena on nostattaa työllisyysastetta ja mahdollistaa rahoitus tasapuolisesti riippumatta yrityksen sijainnista ja tätä kautta paikata vallitsevaa markkinapuutetta. Koska Finnveran pääomasijoitusyksikkö sijoittaa vain yrityksen ollessa tietyssä elinkaarivaiheessa, käsitellään tässä kappaleessa olevia tavoitteita tiivistetysti, sijoittajan näkökulmasta. Yrityksen kasvun käsite muuttuu esimerkiksi sen mukaan, mistä näkökulmasta asiaa tarkastellaan. Yrittäjät monesti mieltävät kasvu -käsitteen tarkoittavan yhtiön sisäistä kehittämistä, kun taas rahoittajat näkevät yrityksessä arvon nousun yhtenä kasvun mittareina. (Hynynen, 2011, 25.)

Finnveran pääomasijoitustoiminnan keskeiset tavoitteet on kuvattu Kuviossa 3. Tavoitteet muodostavat kokonaisuuden, jolloin niiden toteutumista on myös tarkasteltava kokonaisuutena. Myöhemmin tutkitaan näiden tavoitteiden toteutumista, jolloin saadaan selville, minkälaista vaikuttavuutta Finnveran pääomasijoitustoiminnalla on ollut rahoituksen saaneisiin kohdeyrityksiin.



KUVIO 3. Finnveran EAKR-varoilla rahoitetulle pääomasijoitustoiminnalle asetetut tavoitteet.

Pääomasijoittajana Finnveran tavoitteena on saada kehitettyä kohdeyrityksiä eteenpäin ja saada luotua niistä kiinnostavia sijoituskohteita, jotka poikivat jatkosijoituskierroksia ja myöhemmin positiivisen irtaantumisen. Sekä kotimaisten että ulkomaisten yksityisten sijoittajien mukaan saaminen sijoituskierroksille ja kohdeyrityksen toimintaan on yksi Finnveran pääomasijoitustoiminnan keskeisimmistä tavoitteista. Yrityksen pääomavirrat sekä hallituksen ja yrityksen johdon oikeanlaiset kokoonpanot luovat edellytykset yrityksen kasvulle ja kehittämiselle.

3.2.2 Aikaisen vaiheen ja startup -yritysten kasvun käynnistäminen

Yrityksen toiminnan perusedellytys on sen rahoituksen riittävyys. Pääomasijoitus kasvattaa yrityksen tasetta, jonka tarkoituksena on pitkällä aikajänteellä saada aikaan yrityksessä kasvua. Tase-erien kautta saadaan yritykselle ostettua hyödykkeitä ja palveluita. Nämä hyödykkeet ja ostetut palvelut aktivoituvat ajan kuluessa yrityksen tuloslaskelmaan kuluina ja pidemmällä aikavälillä niiden tulisi näkyä yrityksen liikevaihdossa tulona.

Yritys siis tarvitsee kasvaakseen rahoitusta ja kasvu taas vaikuttaa yrityksen arvoon. Yrityksen arvo puolestaan kertoo sen potentiaalista ja mahdollisuuksista laajentaa toimintaa. Hallitsemattomana yrityksen kasvu voi kuitenkin vaarantaa yrityksen toiminnan. Siksi on tärkeää pitää kasvu oikeassa mitataavassa suhteessa yrityksen sen hetkiseen tilanteeseen. (Laukkanen, 2007, 341.) Tästä syystä yrityksen kasvun ja kehittymisen edellytyksenä ei ole vain pelkkä sen saama rahoitus. Yrityksen koolla, iällä, johdon kokoonpanolla, tietotaidolla sekä yhtiömuodolla katsotaan myös olevan merkittävä vaikutus yrityksen kasvuun ja kehitykseen (Smolarski and Kut, 2011, 40). Siksi pääomasijoittajan mukaan tulolla yrityksen toimintaan on muukin tarkoitus kuin ainoastaan tuoda rahaa kohdeyritykselle. Rahallisen sijoituksen lisäksi pääomasijoittaja sitoutuu yritykseen ja tuo samalla hyödynnettäväksi lisäarvotekijöitä. Yksi tärkeimmistä lisäarvon tuojista on pääomasijoittajan osallistuminen kohdeyrityksen hallitustyöskentelyyn. Pääomasijoittaja tuo asiantuntemustaan myös kohdeyrityksen strategian luomiseen, taloudellisten- ja johtamisjärjestelmien kehittämiseen, toimialatuntemukseen, kansainvälistymissuunnitelmiin, strategiatyöhön sekä muihin yritysjärjestelyihin. Leijalan (2015, 43) mukaan usein, mitä pienemmästä yrityksestä on kyse, sen suuremmat ovat puutteet esimerkiksi yrityksen strategiatyössä (Leijala, 2015, 43).

3.2.3 Yrityksen kehittäminen

Yrityksen halu kasvaa luo luonnollisesti myös pohjan sen edellytyksille. Kun yritykseltä löytyy tämä tahtotila, on sen johtaminen toteutettava kohti päämäärää kasvuhakuisesti. (Laukkanen, 2007.) Yrityksen johto tulee rakentaa siten, että se tukee yrityksen strategian toteuttamista parhaiten. Pääomasijoittajalla on myös tarvittaessa mahdollisuus olla vaikuttamassa kohdeyrityksen johdon rakentamiseen. Naumasen (2002, 15) mukaan ylimmän johdon kokemus ja ominaisuudet ennustavat toiminnan lopputuloksia paremmin yhdessä, kuin pelkästään toimitusjohtajan ominaisuudet yksin. Tarvittaessa yhtiön hallitus voi mm. päättää toimitusjohtajan vaihdosta, jos katsoo sen olevan yrityksen kehittymisen kannalta oleellista. Yhdysvalloissa tehdyn tutkimuksen mukaan hyvin suoriutuvista yrityksistä jopa 40 prosenttia sekä heikosti suoriutuvista yrityksistä 74 prosenttia, oli vaihtanut pääomasijoittajan toimesta toimitusjohtajaa. Hyvän toimitusjohtajan lisäksi yrityksen johdosta täytyy löytyä monipuolista osaamista siten, että se parhaiten tukee yrityksen kehitystä ja kasvua. Tärkeitä osaamisalueita ovat toimialan tuntemus ja kokemus, liikkeenjohdolliset taidot, kokemus nopeasti kasvavista yrityksistä sekä alalla toimimisen kesto. (Naumanen, 2002, 12, 16, 21, 38.)

Hyvin toimiva johto ja hallitus luovat yrityksen toiminnalle perustavanlaatuiset puitteet sen suoriutumiskyvylle. Etenkin pienyritysten keskuudessa yhtenä kasvun mittarina nähdään sen suoriutumiskyvyn

mittarit (Key Performance Indicators, eli KPI:t). Näillä mittareilla tarkoitetaan yrityksen kykyä saada aikaan tuotoksia sille asetetuilla tavoitetasoilla suhteessa asetettuihin tavoitteisiin. Nämä tavoitetasot sisältävät yrityksen maksimaalisen kyvyn tuottaa paras mahdollinen hyöty omistajilleen sekä muille sidosryhmille. Suorituskyvyn mittaaminen liitetään usein tulevaisuuden tapahtumiin ja mittarit luodaan vastaamaan yrityksen strategiaa ja tavoitteiden toteutumista. (Rantanen ja Holtari, 1999, 3-4; Naumanen, 2002.) KPI:t ovat rinnastettavissa yrityksen markkina-arvoon. Yrityksen markkina-arvo kertoo myös sen potentiaalista ja tulevaisuuden suorituskyvystä. Etenkin pienille ja elinkaarensa alkuvaiheessa oleville yrityksille markkina-arvon kohottaminen on tärkeä tekijä yrityksen uskottavuuden parantamiseksi. Yrityksen arvoa käytetään myös yleisesti kasvun mittarina. Harvoin vasta-aloittanut yritys tuottaa liikevaihtoa, jota pidetään yrityksen menestyksen yhtenä tunnetuimmista ja yleisimmistä kasvun mittareista. Mitä suurempi liikevaihto on, sitä enemmän rahaa liikkuu yritykseen ja yrityksen tuotteilla on tilauksia. Myynnin ja tulojen kasvu kertoo sekä lyhyen ja pitkän aikavälin muutoksista yrityksessä. Nämä tiedot ovat suhteellisen helposti saatavilla, mikä tekee mittaamisesta helpompaa. (Heikinmatti, Jahkonen, Kanervisto, Kekki, Marjomaa, Ruusulaakso ja Toivio, 2017, 78; Naumanen, 2002, 31.) Pelkästään liikevaihto ei kuitenkaan kerro yrityksen kasvusta. Tavanomaisesti liikevaihdon lisäksi työntekijöiden määrä sekä pääomavirrat ovat yrityksen kasvun indikaattoreina. (Naumanen, 2002, 31-32.) Kun yrityksen pääomavirta on vakaalla pohjalla, luo se edellytykset yrityksen kehittämiselle ja kasvulle. Vipuvaikutuksena vankka taserakenne edesauttaa yritystä saamaan lisää sijoittajia ja sidosryhmiä toimintansa tukemiseksi.

Kun kohdeyrityksen kasvulle ja kehittämiselle on luotu edellytykset rakentamalla yrityksen tiimi toimivaksi, on mahdollista suunnata katseet kohti yrityksen jatkosijoitusmahdollisuuksia. Yksi Finnveran pääomasijoitustoiminnan tavoitteista on saada aikaan yrityksille jatkosijoituskierroksia ja löytää tie positiiviseen irtaantumiseen yrityksestä. Jotta yrityksestä saadaan houkutteleva kohde uusille sijoittajille ja sidosryhmille, täytyy heidän nähdä yrityksessä potentiaalia enemmän kuin riskiä. Pääomasijoittajana Finnvera on jakamassa riskiä muiden sijoittajien kanssa ja on valmis ottamaan riskiä valtiontukisääntöjen mahdollistamissa puitteissa.

3.2.4 Yksityisen pääoman aktivointi

Aloittavilla yrityksillä on yleensä haasteellista vakuuttaa sijoittajat ja mahdolliset yhteistyökumppanit uskottavuudestaan. Julkisenä rahoittajana Finnveran pääomasijoitustoiminnan tarkoituksena on tuoda yritykseen uskottavuutta. Etenkin menestyneen pääomasijoittajan mukana olo nostaa yleensä yrityksen imagoa ja tekee siitä houkuttelevamman kohteen. (Naumanen, 2002, 38.) Finnveran pääomasijoitustoiminnalle on rakentunut kattava verkosto, jota se voi hyödyntää kohdeyritysten verkostojen laajentamisessa ja samalla lisätä niiden uskottavuutta kolmansien osapuolten silmissä. Riskin jakamisella ja tukiverkoston laajentamisella on nähty olevan vaikutusta yrityksen suorituskyvyn paranemiseen (Naumanen, 2002). Finnveran pääomasijoitustoiminta tekee yhteistyötä koti- ja ulkomaisten rahoittajien ja sijoittajien kanssa kohdeyritysten rahoittamisessa. Se on luonut Suomeen ensimmäisen varsinaisen toimivan bisnesenkeliverkoston ja on ollut myös saattamassa alkuun FiBAN:n (Finnish Bu-

siness Angel Network) toimintaa. Finnish Business Angels, eli bisnesenkelit, ovat yksityisiä pääomasijoittajia, jotka tekevät pääsääntöisesti sijoituksia oman pääoman ehtoisesti. (Laukkanen, 2007, 334-335.)

Yrityksen vahva pääomavirta mahdollistaa startup- ja aikaisen vaiheen yrityksiä kehittämään tuotteitaan ja palveluitaan eteenpäin. Naumasan (2002, 25) mukaan yksi olennaisimmista yrityksen menestystekijöistä on sen tuotekehitys, etenkin nopeasti kehittyvillä ja kilpailluilla markkinoilla (Naumanen, 2002, 25). Monella startup yrityksellä, sekä elinkaarensa aikaisessa vaiheessa olevalla yrityksellä ei ole vielä liikevaihtoa ollenkaan, joten pääomasijoittajan mukaan tulo tuotekehityksen tueksi on yrityksen toiminnan jatkumisen kannalta erityisen tärkeää.

Kuten aikaisemmin jo todettiin, on Finnveran pääomasijoitustoiminnan peruseriaate saada lisää yksityisiä sijoittajia aikaisen vaiheen markkinaan. Pääomasijoittajan mukana olo on poikkeuksellinen tekijä alkavassa yrityksessä, mikä osaltaan herättää yksityisissä sijoittajissa kiinnostusta yritystä kohtaan. Yksityisten sijoittajien mukaantulo lisää myös yrityksen verkoston laajuutta. Pääomasijoittajien keskinäisen verkostoitumisen vaikutuksia kohdeyrityksiin on tutkittu (kts. Hochberg, 2007), ja sillä on todettu olevan positiivinen vaikutus yrityksen jatkorahoituksen saantiin. Myös kohdeyrityksen listautuminen oli todennäköisempää yrityksillä, joilla on vahvat verkostot. Voidaan siis puhua, että itsestään yksityisen rahan määrän lisääminen kohdeyrityksessä ja markkinassa ei ole se itseisarvo, mitä Finnvera hakee pääomasijoitustoiminnallaan, vaan sen tuomat vipuvaikutukset. Kuitenkin saadakseen aikaan näitä vipuvaikutuksia, on yksityissijoittajien kiinnostusta aikaisen vaiheen pääomasijoitusmarkkinaan lisättävä. (Hochberg, 2007.)

3.2.5 Työllisyysvaikutukset

Yksi Finnveran pääomasijoitustoiminnalle asetetuista tavoitteista on työllisyysvaikutukset. Tätä tavoitetta täytyy tarkastella yhteiskunnallisesta näkökulmasta eli siitä, minkälainen merkitys työpaikkojen lisäämisellä on yhteiskunnalle. Taloudellisen kehityksen kannalta on tärkeää tuottaa uusia, tehokkaampia tuotteita ja palveluita. Etenkin uudet teknologiset ja innovatiiviset yritykset ovat luoneet uusia työpaikkoja suhteellisesti huomattavasti enemmän kuin muut yritykset. Suomen talouden on sanottu tarvitsevan uusia yrityksiä, uusia teknologioita ja kokonaan uusia toimialoja kehittääkseen viennin rakennetta monipuolisemmaksi sekä nykyisten kilpailuetujensa kasvattamiseksi. Markkinoille tulevat uudet tulokkaat piristävät olemassa olevia markkinoita haastamalla niitä jatkuvaan kehitykseen ja uudistumiseen. (Naumanen, 2002, 7-8, 40.) Malisen ym. (2018) mukaan potentiaalisten kasvuyritysten luomien työpaikkojen ansiosta niillä on merkittävä rooli talouskasvussa niiden kasvuperiodin aikana. Osa näistä vaikutuksista kuitenkin tasaantuu sitten kun yrityksen tuottavuus nousee.

Verkoston laajentaminen, yrityksen uskottavuuden kohottaminen ja pääomavirran varmistaminen ovat tekijöitä, jotka vaikuttavat yrityksen arvoon. Yrityksen arvon nostattaminen puolestaan johdattaa kohti positiivista irtaantumista. Kun nämä osa-alueet ovat kunnossa, on kohdeyritykselle helpompi löytää jatkorahoituskierroksille mukaan sijoittajia sekä oikea väylä yrityksestä irtaantumiselle. Finnveran

pääomasijoitustoiminnan tavoitteita voitaisiin kuvata myös prosessina, koska yksittäiset tavoitteet eivät itsenäisesti johdata toivottuun lopputulemaan, vaan siihen vaikuttaa monen tekijän yhteisvaikutus.

3.3 Vaikuttavuuden arviointi

” Arviointi on kuin iso telta ja siellä on tilaa kaikille arvioinnin tekijöille erilaisine lähestymistapoinen...”
(Virtanen, 2007, 32; Weiss, 2004, 154.)

Arviointia tapahtuu kaikkialla. Se voidaan laskea osaksi yritysten muita hallinnollisia toimenpiteitä, kuten esimerkiksi toiminnantarkastusta ja kirjanpitoa. Oikein toteutettuna arviointi tuottaa hyviä havaintoja, kehittämissuhteita sekä johtopäätöksiä arvioinnin kohteesta, sen vahvuuksista ja osa-alueista, jotka kaipaavat parannusta. Viimeisen vuosikymmenen aikana on alettu puhumaan jo arvioinnin yhteiskunnasta, koska se on vakioitunut käytäntö mm. politiikan ja julkisen hallinnon keskuudessa. Jatkuvasti nähdään kannanottoja eri toimenpiteiden ja ohjelmien kannattavuudesta, toimiiko politiikka ja minkälaisia vaikutuksia näillä toiminnoilla on ollut. Virtanen (2007) mukaan arvioinnista julkisen toiminnan osatekijänä on alettu puhumaan Suomessa 1990 -luvun loppupuolella. Lähes räjähdysmäisesti vakiintuneen aseman saavuttanut julkisen toiminnan arviointi, on myös herättänyt tutkijoiden mielenkiinnon aihetta kohtaan. Myös kritiikkiä on esitetty – arvioidaanko vain siksi, että siitä on tullut osa rutiineja, vai hyödynnetäänkö näitä arviointeja millään tavalla. Arviointi tuottaa lisäarvoa kohteelle vasta siinä tilanteessa, kun arviointi on ollut hyödyllinen. (Virtanen, 2007, 12-14, 24-25; Dahler-Larsen, 2004, 5.)

Julkiseen toimintaan liittyy tilintekovastuu, joka konkreettisesti tarkoittaa raportointivelvoitetta viranomaistahoille. Raportoinnilla halutaan taata julkisten varojen käytön oikeellisuus ja pyritään estämään niiden väärinkäytön mahdollisuudet. (Virtanen, 2007, 13, 27.) Veraventure Oy on raportointivelvollinen emoyhtiölleen, Finnveralle, Suomen Pankille, Työ- ja elinkeinoministeriölle sekä Euroopan komission aluekehitysrahastolle. Kullakin taholla on omat intressit, joten raportoinnit vaihtelevat sen mukaan. Euroopan aluekehitysrahastoon kohdistuva raportointivelvoite koskee pääosin varojen käytön kohdentamista; moneenko yritykseen ja mille maantieteellisille alueille varat on kohdentuneet ja kuinka monta sijoitusta näille alueille on tehty.

Toiminnan vaikuttavuuden arviointi tulee tehdä kokonaisvaltaisesti ottaen huomioon ”näkyvät” ja ”näkyvät” tekijät ja niiden yhteydet toisiinsa. Pawson ja Tilley (1997) havainnollistavat tämän mielestäni ymmärrettävästi vertaamalla arvioinnin prosessin sisäistämistä kellon toiminnan ymmärtämiseen. Kelloa ei pysty lukemaan pelkästään tutkimalla kellotaulua ja viisareiden liikettä, vaan on ymmärrettävä myös toiminnan takana oleva mekaniikka, kuten tässä tapauksessa tasapainotetun jousen tekeminen. Vaikuttavuuteen vaikuttaa koko arvioitavan kohteen sisältämä prosessi sekä prosessin tuomat seuraukset, vaikutukset. Vaikuttavuutta arvioitaessa tulee meidän kysyä; ”Mikä vaikuttaa mihi, minkälaisissa olosuhteissa ja missä suhteessa ja miten?”. (Pawson and Tilley, 2001, 2; Pawson and Tilley, 1997; Dahler-Larsen, 2004, 5, 7.) Vaikuttavuuden arvioinnin perusajatuksena on jonkin tietyn intervention vaikutukset, miksi ja miten jokin tietty toiminta vaikuttaa. Siihen sisältyvät prosessi

sekä prosessin aiheuttamat seuraukset, eli vaikutukset. (Dahler-Larsen, 2004, 5, 13.). Koskisen, Ala-suutarin ja Peltosen (2005) mukaan tarkka kuvaus tapauksesta riittää tulkinnaiksi, koska hyvin tehtynä se tuottaa hypoteeseja uusille tutkijoille luoden samalla pohjaa uusille tutkimusongelmille.

Julkisen pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuutta arvioitaessa on otettava huomioon omistajapoliittiset tavoitteet, jotka vaikuttavat siihen kenelle, miten ja minkä takia pääomasijoitusta kohdennetaan. Vaikuttavuuden arviointi kohdentuu siis ennalta asetettujen tavoitteiden toteutumisen tutkimiseen ja analysointiin. Oleellisinta on yhdistää prosessi ja tulokset, eikä tarkastella niitä erillisinä tapauksina. (Virtanen, 2007, 24-25; Dahler-Larsen, 2004, 7.) Tässä tutkimuksessa se tarkoittaa Euroopan aluekehitysrahaston sekä Suomen valtion antamien reunaehto- ja pohjalta, Finnveran pääomasijoitustoiminnalle laaditun sijoituspolitiikan pohjalta asetettujen tavoitteiden toteutumista.

Vaikuttavuuden arviointiongelmia julkisen rahoituksen keskuudessa on kuitenkin ilmeinen. Emme pysty havaitsemaan sitä, miten julkista rahaa saanut yritys olisi menestynyt ilman tuen saamista. Myös yritysten erilaisuus vaikeuttaa arviointia sekä tukia hakeneiden yritysten ja sitä saavien yritysten välillä tapahtuu valikoitumista. Jotkut tutkijat ovatkin sitä mieltä, että välttyäksemme tältä harhaanjohtavalta vaikuttavuuden arvioinnilta, täytyisi lähestyä vaikuttavuuden kohdetta ekonometrisin menetelmin. (Immonen, 2012, 82-83.) Bygrave (2008) taas on sitä mieltä, että yrittäjyyttä tutkivat tahot ovat vieraantuneet käytännön elämästä, mistä syystä juuri laadullisten lähestymistapojen käyttö toisi uudenlaista näkemystä arviointiin.

3.4 Katsaus aikaisempiin tutkimuksiin

Pääomasijoittamisen vaikuttavuudesta aikaisen vaiheen kasvuyrityksiin ja startup -yrityksiin löytyy lukuisia tutkimuksia. Kansainvälisesti kiinnostusta herättävä aihe on monen tutkijan tutkimuksen kohteena. Muun muassa Bertoni, Colombo ja Grilli (2011) tutkivat Italiassa riskirahoittamisen vaikutuksia korkean teknologian startup -yrityksiin. Paglia ja Harjoto (2014) tutkivat julkisen pääoman ja yksityisen pääoman vaikutuksia pk-yritysten kasvuun ja mahdollisia eroja näiden rahoittajien välillä kansainvälisellä tasolla. (Paglia and Harjoto, 2014; Bertoni ym., 2011.) Saksassa pääomasijoittamisen vaikutuksia nuorten yritysten kasvuun ja innovaatiotoimintaan on tutkinut Engel ja Keilbach (2002). Corce, Martí ja Murtinu (2012) keskittyvät tutkimaan kuuden eurooppalaisen maan yritysten tuottavuuden kasvua ennen ja jälkeen pääomasijoituksen ja vertaavat niitä sellaisiin yrityksiin, mitkä eivät ole saaneet pääomasijoitusta. Tutkimuksessa on mukana Belgia, Suomi, Ranska, Italia, Espanja ja Iso-Britannia. (Corce, Martí and Murtinu, 2012, 489, 491.)

Julkisten toimijoiden ja eri ohjelmakausien vaikuttavuutta yrityksiin Euroopan tasolla on sen sijaan tutkittu vähemmän. Kansainvälisesti tieteellisen tutkimuksen kiinnostuksen kohteena on ollut etenkin vähävaraisiin maihin kohdistuneet valtion toimet. Esimerkiksi Copestake, Bhalotra ja Johnson (2000) tutkivat Zambian alueellista ohjelmakautta, jonka tarkoituksena oli yrittäjyyden ja hyvinvoinnin lisääminen (Copestake, Bhalotra and Johnson, 2000, 6). Eniten valtion tukemista ohjelmista yrityksille näyttää tutkimuksien mukaan hyötyneen kaikkein pienimmät yritykset vähävaraisissa maissa (Chudnovsky, López, Rossi and Ubfal, 2006, 3). Yhtenäistä kaikille näille tutkimuksille on se, että niissä

on yhtenä kasvun mittarina käytetty yrityksen myyntiä tai liikevaihtoa sekä henkilöstön määrää. Toinen merkittävä ja mielenkiintoinen näissä tutkimuksissa esiin noussut asia on pääomasijoittajan tuoma lisäarvo yrityksiin. Muun muassa Croce ym. (2012, 492) nostavat esille, että pääomasijoittajan muukaantulo yrityksen toimintaan on auttanut yritystä strategisessa suunnittelussa, johdon kokoonpanon kasaamisessa yrityksen tavoitteiden mukaiseksi, verkostojen laajenemisessa sekä pääomasijoittajan ammattitaidon hyödyntämisessä yrityksen operatiivisessa toiminnassa (Croce ym., 2012, 492). Pääosin kaikki edellä mainitut tutkimukset osoittavat positiivisia vaikutteita yritysten myynnin ja henkilöstön määrän kasvussa, kun taas Bretonin, Martín ja Reverten (2018) mukaan valtion tukeman pääomarahaston vaikuttavuudella ei näyttäisi olevan vaikutusta. Päinvastoin sillä todettiin joissain tapauksissa olevan jopa negatiivinen vaikutus yritysten kasvuun.

Suuressa osassa tutkimuksia kohteena on yksityisten pääomasijoittajien omistuksissa olevat yritykset. Vasta viime vuosina on alettu tutkimaan ja vertailemaan julkisin varoin rahoitettujen ohjelmien vaikutuksia. Tämä selittynee sillä, että etenkin Euroopan tasolla vasta viimeisten kahden vuosikymmenen aikana pääomasijoittamisesta on tullut yksi merkittävistä yritysten rahoituksen lähteistä. Muutamia valtion tukemien ohjelmakausien vaikuttavuustutkimuksia on tehty. Niistä esimerkkinä Kersten ym. (2017) tutkivat pk-yrityksille suunnattujen valtioiden tuettujen ohjelmien vaikutuksia tuen saaneissa yrityksissä. Tutkimuksen mukaan keskeisesti nousee esille pk-yritysten puutteellinen rahoituksen saanti, mikä nähdään esteenä yrityksen kasvulle. Valtioiden tuettujen ohjelmakausien nähdään vaikuttavan positiivisesti tukia saaneiden yritysten pääomainvestointeihin, kuten myös työntekijöiden lisäämiseen. Tuottavuuteen ja palkkatulojen nousuun kansantaloudellisesta näkökulmasta ei ole nähty olevan merkittävää vaikutusta. (Kersten ym., 2017, 331.)

Bertoni, Martí ja Reverte (2018) tutkivat valtion tukemien pääomalainojen vaikutusta yritysten kasvuun Espanjassa vuosien 2005-2011 aikana. Tutkimuksen kohteena on valtiollinen toimija ENISA (Empresa Nacional de Innovación), jonka tarkoitus on olla paikkaamassa Espanjassa vallitsevaa markkinapuutetta. Tämän tutkimuksen mukaan ENISAn myöntämien pääomalainojen hyödyt olivat vaikuttavimmat pienissä ja korkean teknologian yrityksissä sekä talouskriisin aikana rahoitetuissa yrityksissä. Yritysten kasvua mitattiin myynnin ja henkilöstön määrällä. (Bertoni ym., 2018). Suomessa tehdyistä tutkimuksista, jotka koskisivat julkista pääomasijoitustoimintaa tai Euroopan aluekehitysrahaston ohjelmakausien vaikuttavuutta, ei ole aikaisempia havaintoja.

Ruotsissa julkisen pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuutta arvioitiin Euroopan aluekehitysrahaston 2007-2013 ohjelmakauden jälkeen. Tarkoituksena oli laatia esiselvitys (ex-ante assessment) toiminnan jatkuvuuden tarpeesta ja volyymien lisäämisen kohdentamiselle. Ramböll Management Consulting AB teetti tutkimuksen, jonka mukaan ruotsalaiset yritykset kasvavat nopeammin ja heidän tuloksensa paranivat, jos mukana on ollut pääomasijoittajia. Pienten ja keskisuurten yritysten verkostoitumisen todettiin olevan helpompaa, jos mukana oli EAKR-rahoitusta. Myös ”bisnesosaaminen” on kasvanut EAKR pääomasijoittajien myötä rahoituksen saaneilla yrityksillä. Yksityisten kansasijoittajien määrän todettiin myös lisääntyneen julkisen pääomasijoittajan mukana olon myötä. (EIB, 2018, 9, 14.) Lithander, Widerstedt ja Tynelius (2016, 7) tutkivat Euroopan aluekehitysrahaston rakennerahaston

ohjelmakauden 2009-2015 vaikutuksia ruotsalaisiin yrityksiin. Tutkimus osoitti sen, että Ruotsissa valitsee epätasapaino olemassa olevan riskisijoittamisen ja yrityksille asetettujen vaatimusten välillä. Toisin sanoen siis julkinen pääomasijoittaminen sekä sitä tarvitsevat yritykset eivät löytäneet helposti toisiaan tai kyseisen ohjelmakauden säädökset eivät sallineet yritysten rahoittamista, esimerkiksi mikään rahoitusinstrumentti ei ollut sopiva tai sitä ei ollut mahdollista myöntää sitä hakeneelle yritykselle, koska tarkasti määritellyt ehdot ja säännöt estivät sen. Tällainen kuilu voidaan tulkita esteeksi yrityksen kasvulle, eikä julkisin varoin tuetulle ohjelmalle asetettuja tavoitteita päästä hyödyntämään kokonaisvaltaisesti. (Lithander ym. 2016, 7)

Valtion talouden tarkastusvirasto on raportoinut yritystukien merkityksestä ja niiden käytöstä ja hie- man jopa kritisoinutkin sitä, että ei ole tuotettu tutkittua tulosta tukien vaikuttavuudesta. Se tuo kuitenkin samalla esille sen, että nuoret ja pienet, myös kasvuyrityksiksi kutsutut, yritykset ovat keskiössä taloudellisen tilanteen kohentamisessa. (VTV, 2016.) Valtion erityisrahoittajan vaikuttavuudesta löytyi Saarisen (2012) tekemä Pro gradu- tutkielma. Hän tutki vastikkeellisten lainojen ja takausten vaikut- tavuutta yritysten liikevaihtoon, henkilöstömäärään ja liiketulokseen. Tarkastelun kohteena oli myös rahoituksen toistuvuus, kuinka usein sama yritys saa rahaa ja mistä tämä mahdollisesti johtuu. Tutki- muksessaan Saarinen käyttää mikroekonometrisiä menetelmiä. Sekä paneelimallin arvioinnin tulokset, että erotukset-erotuksissa –vertaistamisen tulokset, antavat viitteitä siitä, että Finnveran rahoitus mahdollistaa yritysten henkilöstön ja liikevaihdon kasvun. Nämä tulokset ovat linjassa kansainvälisten tutkimusten kanssa. (Saarinen, 2012.)

Suomen Pääomasijoittajat –yhdistys teki KPMG:n (2019) kanssa yhteistyössä tutkimuksen, jossa tut- kittiin pääomasijoittajien vaikutusta yritysten kasvuun vuosien 2010-2017 aikana. Tutkimuksessa oli mukana myös sellaiset yritykset, joissa ei ole julkista rahaa, vaan pelkästään yksityisiä sijoittajia. Tut- kimuksessa tarkasteltiin yritysten liikevaihdon sekä henkilöstön määrää kolmen vuoden ajan vuosien 2010-2014 välillä ensisijoituksen saaneissa yrityksissä. Pääomasijoitusyrityksiä oli tutkimuksessa mu- kana 160. Tutkimuksen verrokkiryhmä koostui 87 000 yrityksestä, joiden liikevaihto oli vuonna 2014 yli € 100 000 euroa. Liikevaihdon määrä skaalautui pääomasijoittajien omistamien yritysten liikevaih- don mukaan siten, että kaikki saman toimialan yritykset otettiin mukaan, joiden liikevaihto oli pienim- män ja suurimman pääomasijoituksen saaneen yrityksen liikevaihdon välissä. Tästä voimme päätellä, että tutkimuksessa oli mukana vain yrityksiä, jotka jo toimivat markkinoilla ja tuottivat liikevaihtoa. Näin ollen tutkimuksen tulokset eivät ole suoraan verrattavissa tässä tutkimuksessa saatuihin tuloksiin. Mielenkiintoista oli kuitenkin havaita, että tutkimus osoitti henkilöstömäärän kasvun olevan pääoma- sijoitusyrityksissä 15 kertaa verrokkirytyksiä nopeampaa ja liikevaihdon kasvu oli 6 kertaa verrokki- ryhmää nopeampaa. (KPMG ja Pääomasijoittajat, 2019.)

Myös Ylhänen, Rouvinen ja Kuusi (2016, 25) havaitsivat julkisesti tuettujen t&k -tukien vaikuttavan positiivisesti yritysten henkilöstömäärään. He kokosivat raportin kansainvälisten mikroekonometristen tutkimuskirjallisuuden havainnoista yksityiseen tutkimus- ja kehitystoimintaan kohdistettujen julkisten tukien vaikuttavuudesta. Raportin mukaan suomalaisista tutkimus- ja kehitystoiminnan vaikuttavuus- tutkimuksista 39 % raportoi tuen vaikutuksen olevan positiivinen henkilöstön määrään ja 61 % tutki-

muksista osoitti, että vaikutus ei ole ollut merkitsevä. Kansainväliset t&k tukien vaikuttavuustutkimukset viittaavat siihen, että 41 %:ssa tutkimuksista vaikutus henkilöstön määrään on ollut positiivinen ja 53%:ssa vaikutus ei ole ollut merkitsevä. 60 % tutkimuksista viittaa t&k -tukien vaikutusten olleen positiivinen investointien määrään ja 40 %:ssa tutkimuksista vaikutusten ei koettu olevan merkitseviä. Kansainvälisellä tasolla vastaavat luvut ovat 50 %:ssa positiivinen 40 %:ssa ei ole ollut merkitsevä ja jopa 10% tutkimuksista osoittivat tukien vaikutuksen olleen negatiivinen investointeihin. (Ylhänen ym., 2016, 25.)

4 TUTKIMUKSEN TOTEUTUS

4.1 Tutkimusaineisto

Tässä kappaleessa taustoitetaan tutkimusaineisto, joka koostuu toisiaan täydentävistä määrällisestä ja laadullisesta aineistosta. Määrällinen aineisto koostuu jo aikaisemmin lähetetyistä kohdeyrityskyselyistä, rahaston tilintarkastajan kanssa käytyjen arvostuspalavereiden materiaaleista sekä yritysten omistustaulukoista ja muista Finnveran pääomasijoitustoiminnan raportointidokumenteista. Laadullinen aineisto pitää sisällään kohdeyritysten toimitusjohtajille lähetetyt avoimet kyselyt.

Määrällistä aineistoa on kerätty vuosittain. Tutkija on itse osallistunut aineistojen keräämiseen työskennellessään pääomasijoitustoiminnan yksikössä vuosina 2014-2015 ja jälleen vuodesta 2017 eteenpäin. Kohdeyrityskyselyt lähetetään sähköisen järjestelmän kautta EAKR-varoja saaneille yrityksille kaksi kertaa vuodessa, yritysten 30.6. ja 31.12. tilanteista. Kyselyissä kysytään yritysten taloudellisia tunnuslukuja, yritysten kehityksen edistymistä, suunnitelmien toteutumista ja ajatuksia tulevaisuuden suunnitelmista. Näistä kyselyistä on kerätty tätä tutkimusta varten liikevaihtojen ja henkilöstön määriä koskevat tiedot.

Laadullinen aineisto muodostuu EAKR-varoja saaneiden kohdeyritysten toimitusjohtajille lähetetystä avoimesta kyselystä. Kyselystä rajattiin pois yritykset, jotka ovat lopettaneet toimintansa tai joista rahasto on irtaantunut tarkasteluajanjakson aikana. Kyselyitä lähti kaiken kaikkiaan 32 kpl, joista 15 palautui. Vastausprosentti oli näin ollen 47. Aineistojen taustatiedot avataan tarkemmin luvussa 5.1.

Kohdeyrityksille määritettyjen arvojen tiedot on kerätty puolivuosittain tilintarkastajan kanssa käytyjen arvostuspalavereiden dokumenteista sekä yritysten omistustiedoista. Samaisista yritysten omistustaulukoista on kerätty kohdeyritysten yksityisen rahan määrää koskevat tiedot. Tietoja on täydennetty kysymällä kohdeyrityksen vastuumanagerilta sellaiset sijoituskierrokset, mitkä omistustaulukoihin eivät ole päivittyneet. Edellä mainittuja tietoa käytetään apuna vahvistamaan tutkimuksen tuloksista tehtyjä johtopäätöksiä luvussa 6.

4.2 Tutkimusmenetelmät ja tutkimuksen vaiheet

Tämän tutkimuksen tarkoitus oli alun perin tutkia julkisen pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuutta yritysten kasvuun ja kansainvälistymiseen Suomessa. Tarkoituksena oli painottaa julkisen pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuutta kansainvälistymiseen. Teoriaan ja aikaisempiin tutkimuksiin syvällisen perehtymisen jälkeen kävi ilmi, että kyseessä on aihealue, josta on tietoa niukasti saatavilla ja joka vaatisi useamman vuoden ajanjakson tarkastelun. Tämä johtunee osittain siitä, että kyseessä on varsin tuore toimiala Suomessa ja toisaalta yrityksen elinkaaren vaihe sekä toimiala ovat vahvasti sidoksissa yrityksen kehitysvaiheeseen ja tuotto-odotuksiin. Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuudesta ei ole aikaisempia tutkimuksia. Vaikuttavuudesta kertovaa aineistoa on kerätty, mutta sitä ei ole kukaan aikaisemmin analysoinut. Tämän vuoksi tutkimusongelma kohdistui Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuuden arviointiin.

Euroopan aluekehitysrahaston ohjelmakausien pääomasijoitustoiminta ei ole ollut tieteellisten tutkimusten kohteena – ainakaan julkaistuna versioina. Tästä syystä tutkimusongelma tarkentui Finnveran pääomasijoitustoiminnan EAKR-varoilla rahoitettujen aikaisen vaiheen kasvuyritysten vaikuttavuuden arviointiin. Tutkimusongelman tarkentuminen tutkimusprosessin edetessä on hyvin tyypillistä laadulliselle tutkimusprosessille. Yrittäjyyttä tutkitaan yleisimmin kvalitatiivisten menetelmien näkökulmasta. Vaikuttavuutta taas on nykyaikana tutkittu runsaasti ekonometristen menetelmien avulla, eli kvantitatiivisella tutkimusotteella. Tilastollisesti suuntautuneella tutkimuksella on tapana tarkastella maailmaa kausaalisuhteiden järjestelmänä, mikä mahdollistaa mittaamisen, mallintamisen ja joissakin tapauksissa ennustamisen. Laadullisessa tutkimuksessa pääpaino taas on ilmiöiden ja asioiden ymmärtämisessä eikä sen tarkoituksena ole kontrolloida tai selittää tutkimuksen kohdetta. (Koskinen ym., 2005, 15-16; Bygrave, 2008). Tässä tutkimuksessa on yhdistetty määrällistä ja laadullista tutkimusotetta. Näin saadaan metodologialtaan toisiaan täydentävä sekä monipuolinen kokonaisuus, jolla löydetään vastaukset tutkimusongelmaan. Määrällisen ja laadullisen tutkimusotteen yhdistämisellä pyritään myös kasvattamaan tämän tutkimuksen reliabiliteettiä sekä validiteettiä.

Lähestymistapana tässä tutkimuksessa on käytetty tapaustutkimusta. Tapaustutkimus on yksi yleisempiä liiketaloustieteissä käytettyjä laadullisen tutkimuksen menetelmiä. Se soveltuu hyvin monenlaisen tapauksen tai toiminnon tai vaikkapa organisaation tulosityksikön tutkimiseen. Kyseessä ei ole puhtaasti menetelmä, vaan ennemminkin tutkimusote, jonka juuret ovat tyypillisemmin vertailevassa tai kokeellisessa tutkimuksessa. Tapaustutkimuksen käytännön juuret juontavat amerikkalaisesta perinteisestä common law -traditiosta, joka perustuu ennakkotapauksiin ja yksittäistapauksiin. Tämä tarkoittaa sitä, että jotakin tilannetta ratkottaessa, saadaan aiemmista malleista apuja samantyyppisten tapausten ratkaisemisessa. (Koskinen ym., 2005, 155-156, 158.)

Tapaustutkimus on hyödyllinen etenkin monimutkaisuuden ymmärtämisessä ja tutkittavan kohteen kokonaisuuden ymmärtämisessä. Menettelynä tapaustutkimus pakottaa ymmärtämään kohteen realistisesti ja kokonaisvaltaisesti. Tapaustutkimuksen tarkoitus ei ole tuottaa tilastollisesti yleistettäviä tuloksia vaan sen tarkoituksena on pyrkiä ymmärtämään, kuinka jokin on mahdollista, tai miten jokin tapahtuu. Tapausta tutkitaan paikallisten, ajallisten ja sosiaalisten tilanteiden ja yhteyksien huomioiden kautta. Tärkeämpää on löytää ennemmin suppeasta kohteesta laajalti tietoa, kuin isosta joukosta vähän tietoa. Suositeltavaa olisi käyttää useampaa eri lähdettä tai menetelmää. Jos ne tuottavat saman tuloksen, on tutkijan tulos luotettavampi, kuin yhden menetelmän perusteella saatu tulos - tällöin tutkija ei voi väittää, että tulos johtuisi menetelmän erityispiirteistä. (Koskinen ym., 2005, 155-156, 158; Ojasalo, Moilanen ja Ritalahti, 2015, 52-53.)

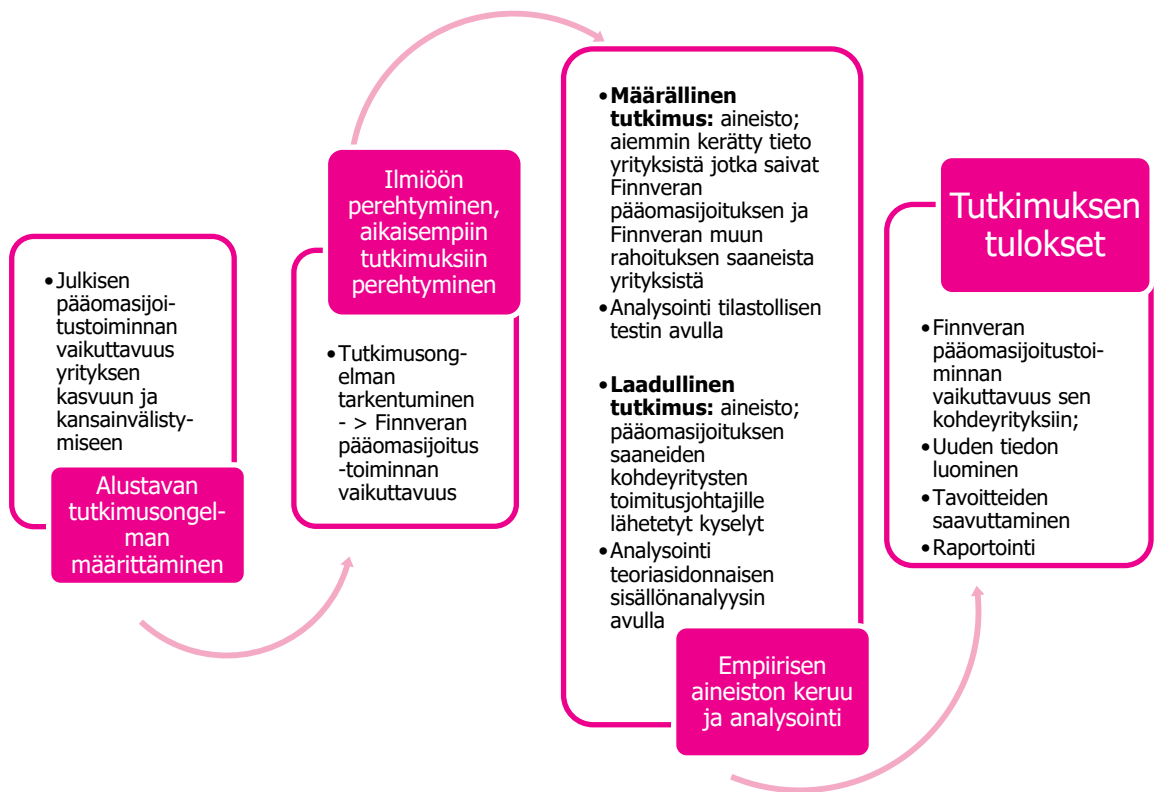
Tapaustutkimusta käytetään yleisimmin jonkun tietyn yrityksen prosessin, toiminnon tai osaston, tapahtumasarjan tai historian tutkimiseen. Tapaustutkimukselle on ominaista tuottaa uutta tietoa tutkimuksen kohteena olevasta ilmiöstä sen todellisessa toimintaympäristössä ja tilanteessa (Ojasalo ym., 2015, 52). Aineiston keruuta määrää teoria sekä kysymyksen asettelu, jolloin aineisto tulee kerättyä huolellisemmin ja aineistoa tulee kerättyä useita eri metodeja käyttämällä. Aineiston keruumenetelmä

valikoituu tutkittavan kohteen mukaan siten, että se on mahdollisimman tarkoituksenmukainen. Tapaustutkimusta voi tehdä sekä laadullisin että määrällisin menetelmin. Yinin (2003) mukaan tapaustutkimusta tehdessä olisi syytä pitää mielessä seuraavat aineistotyyppit:

- 1) dokumenttilähteet
- 2) arkistolähteet
- 3) haastattelut
- 4) suorat havainnointiaineistot
- 5) osallistuvalla havainnoinnilla kerätyt aineistot
- 6) fyysiset esineet

Tyypillisimpiä edellä mainituista ovat haastattelu ja kirjalliset aineistot. Koskinen ym. (2005) korostaa tapaustutkimuksissa dokumenttien käyttöä niiden taloudellisuuden ja helppouden vuoksi. Yin (2003) tuo esille, että tapaustutkimuksessa on usein tarkoituksenmukaista käyttää myös kvantitatiivisia menetelmiä. Tätä näkemystä puoltaa myös Lernerin (1996) tutkimus, missä hän tutki Yhdysvaltojen julkisesti rahoitetun hankkeen, SBIR (Small Business Innovation Research) –ohjelman, vaikuttavuutta pitkällä aikajänteellä määrällisin menetelmin. Hän nostaa tutkimuksessaan esille, että olisi ideaalista tutkia ohjelmien vaikuttavuutta myös sosiaalisesta, aineettomien hyödykkeiden näkökulmasta. Määrää mittaamalla ei saada esille aineettomien hyötyjen vaikutuksia. Myös Kanninen ja Lemola (2006) toteavat, että laadulliseen vaikuttavuusarviointiin tulisi panostaa. Tapaustutkimuksessa kvantitatiivisten menetelmien käyttämisessä on hyvä ottaa sekundaarilähteet huomioon, ettei aineiston keruuseen kuluisi turhan kauan aikaa. Sekundaarilähteillä tarkoitetaan jo aikaisemmin tuotettuja aineistoja, kuten esimerkiksi raportteja, pöytäkirjoja jne. (Koskinen ym., 2005, 158; Hiirsijärvi ym., 2015, 135; Lerner, 1996.)

Kuviossa 4 on havainnollistettu tämän tutkimuksen vaiheet. Kuvio on mukailtu versio Ojasalon ym. (2015, 54) kuvauksesta tapaustutkimuksen tyypillisistä vaiheista. Tässä tutkimuksessa tutkimusongelma tarkentui vasta aiheen syvällisemmän tarkastelun ja aiheesta tehtyihin aikaisempiin tutkimuksiin perehtymisen jälkeen. Tutkimusongelman tarkentumisen jälkeen määriteltiin menetelmät, joilla saadaan vastaus tutkimuskysymykseen. Menetelmävalintojen jälkeen kerättiin empiirinen aineisto, joka analysoitiin valittujen menetelmien avulla.



KUVIO 4. Tutkimuksen vaiheet

LÄHDE: Ojasalo, Moilanen ja Ritalahti, 2015, 54.

Tutkimuksen määrällinen aineisto koostuu aiemmin kerätystä aineistosta, joka sisältää kohdeyritysten taustatietoja, sekä tietoja liikevaihdosta ja henkilöstön määrästä. Kaksi kertaa vuodessa (30.6. ja 31.12. tilanteista) kohdeyrityksille lähetetään kohdeyrityskysely, jossa kerätään kattavasti tietoa yritysten tilanteesta sekä yrityksiltä itseltään, että yrityksen asiakasvastuulliselta henkilöltä. Tätä määrällistä aineistoa käytetään yritysten liikevaihdon sekä henkilöstön määrän analysoinnissa. Aineisto kerättiin yrityksistä, jotka olivat saaneet Finnveralta EAKR-varoilla rahoitetun pääomasijoituksen sekä vertailuyrityksistä, jotka olivat hakeneet pääomasijoitusta, mutta eivät sitä saaneet. Henkilöstön määrä ja liikevaihto ovat yleisesti käytettyjä mittareita silloin, kun on tutkittu jonkin tietyn intervention vaikutuksia yrityksen kasvuun (kts. esim. Bertoni ym., 2017; Davila, Foster and Gupta, 2002). Loogisin arviointimenetelmä tähän on määrällinen aineiston analysointi. (Heikinmatti ym., 2017.) Analysointi toteutettiin Mann-Whitneyn-Wilcoxonin testillä. Testin avulla on mahdollista arvioida muuttujien välisiä riippuvuuksia.

Tutkimuksessa käytettiin määrällisen aineiston lisäksi laadullista aineistoa, joka kerättiin kyselylomakkeella Finnveran pääomasijoituksen saaneiden yritysten toimitusjohtajilta. Yrityksen kasvua ei pystytty määrittelemään pelkästään liikevaihdon määrällä, joten haluttiin selvittää onko Finnveran pääomasijoitus vaikuttanut yrityksen kasvuun tutkimalla muita kasvuun vaikuttavia tekijöitä. (Hochberg ym., 2007.) Samalla haluttiin tutkia, onko sijoitustoiminnalla saatu tuotettua lisäarvoa yritykseen. Yhtenä pääomasijoittajan tarkoituksena on tuoda yritystoimintaan lisäarvoa, esimerkiksi hallitustyöskentelyn kautta. Näihin kysymyksiin lähetettiin hakemaan vastauksia sähköpostitse lähetetyllä kyselylomakkeella.

Kyselyn vastaukset analysoitiin teoriasidonnaisella sisällönanalyysillä. Tämän tutkimusmetodin analysoinnissa tulkintojen tueksi etsitään teoriasta selityksiä tai vahvistusta. Analyysi ei siis suoraan perustu teoriaan, mutta kytkennät siihen ovat nähtävissä. Tutkimuksessa analysointia ohjaa vaikuttavuuden viitekehys, mikä sisältää EAKR-varoille määritetyt ehdot ja edellytykset. Tätä viitekehystä voidaan myös kutsua tämän tutkimuksen teemaksi. Sisällön analysoinnilla pyritään löytämään aineistosta viitteitä, mitkä ovat yhteyksissä tutkimuksen viitekehukseen. (Tuomi ja Sarajärvi, 2009, 113-114; Saaranen-Kauppinen ja Puusniekka, 2006.)

Jo aikaisemmin kerättyä määrällistä aineistoa Finnveran kohdeyritysten omistus- ja käyvän arvon tiedoista analysoidaan ja peilataan jo aiheesta kirjoitettuun teoriaan. Näiden tietojen hyödyntämisellä pyritään vahvistamaan Finnveran pääomasijoitustoiminnan yhteyttä sijoituksen saaneen yrityksen kokemaan lisäarvoon.

4.3 Määrällinen tutkimusote

4.3.1 Kvantitatiivisen tutkimuksen piirteitä

Kvantitatiivinen, eli määrällinen tutkimus pyrkii korostamaan ja yleistämään syyn ja seurauksen suhteita. Taustalla vaikuttaa ajatusmaailma, jonka mukaan todellisuus rakentuu objektiivisesti todettavista tosiasioista. Kyseinen ajatusmaailma on peräisin filosofisesta suuntauksesta, jota on kutsuttu loogiseksi positivismiksi. Suuntaus korostaa tiedon olevan peräisin loogisesta päättelystä sekä suorasta aistihavainnosta. (Hirsijärvi ym., 2015, 139.) Määrällinen tutkimus pyrkii vastaamaan kysymyksiin ”mikä?”, ”missä?”, ”kuinka usein?” ja ”kuinka paljon?” (Holopainen ja Pulkkinen, 2008, 21). Tutkimus perustuu mittaamiseen, jonka tuloksena syntyviä lukuarvoja analysoidaan tilastollisin analyysimenetelmin.

Useiden kvantitatiivisten menetelmien taustalla on olettamuksia, jotka vaikuttavat tulosten tulkintaan. Näitä taustaolettamuksia ovat esimerkiksi:

- Aineiston havainnot ovat toisistaan riippumattomia
- Aineiston havainnot ovat satunnaisesti valikoituneita
- Havainnot ovat peräisin normaalisti jakautuneesta populaatiosta
- Mittausten oletetaan olevan vähintään välimatkatasoisia

Määrällisen tutkimuksen menetelmiä voidaan jakaa parametrittomiin sekä parametrisiin menetelmiin. Parametrittomia menetelmiä käytettäessä aineistojen analysoinnissa ja hypoteesien testauksissa joudutaan tekemään vähemmän oletuksia, kuin parametrisiä menetelmiä käytettäessä. Valli ja Aaltola (2015, 257, 259) pitävät parametrittomien menetelmien käyttöä luotettavampana, jos on epäily, että menetelmien taustaolettamukset jäävät toteutumatta. Menetelmät sopivat myös paremmin eri populaatioiden, eli tutkimuksen kohteena olevien joukkojen, havaintojen testaamiseen.

Selkeitä ohjeita siitä, milloin hypoteeseja tulisi käyttää ei ole metodikirjallisuudesta löydettävissä. Yleiseksi muodostuneeksi käytännöksi näyttää muotoutuneen hypoteesien käyttö tutkimuksissa,

jotka ovat selittäviä tai vertailevia. Kuvailevissa ja kartoittavissa tutkimuksissa ei yleisimmin aseteta hypoteeseja. (Hirsijärvi ym., 2015, 158.)

4.3.2 Hypoteesin määrittely

Tilastollisten testien lähtökohtana on nollahypoteesi ja vaihtoehtoinen hypoteesi. Kyseessä on väittäjä, jonka todennäköisyyttä arvioidaan erilaisin todennäköisyyksien avulla. Hypoteesilla testataan tiettyjen oletusten paikkansapitävyyttä. Tämä on hyvin yleisesti käytössä oleva testi tutkimustulosten valossa. (Holopainen & Pulkkinen, 2008, 175.)

Käytännössä nollahypoteesia H_0 pidetään totena, kunnes toisin todistetaan. Yleensä se muotoillaan teknisten syiden vuoksi vastaamaan tilannetta, jossa vertailtavien kohteiden välillä ei ole riippuvuutta tai eroja. Jos pystytään näyttämään toteen nollahypoteesin olevan epätosi, astuu vaihtoehtoinen hypoteesi H_1 voimaan. Yleisimmin tutkijat pyrkivät kumoamaan nollahypoteesin osoittaakseen tutkittavassa ilmiössä esiintyvän eroavaisuuksia. Tässä tutkimuksessa määrittelen nollahypoteesit seuraavasti:

1. H_0 = Finnveran pääomasijoituksella ei ole vaikutusta yrityksen liikevaihtoon
2. H_0 = Finnveran pääomasijoituksella ei ole vaikutusta yrityksen henkilöstön määrään

Ja vaihtoehtoiset hypoteesit määrittelen seuraavasti:

1. H_1 = Finnveran pääomasijoituksella on vaikutusta yrityksen liikevaihtoon
2. H_1 = Finnveran pääomasijoituksella on vaikutusta yrityksen henkilöstön määrään

Nollahypoteesin paikkansa pitävyyttä mitataan P -arvolla (P value). Yleensä empiirisessä tutkimuksessa on etukäteen asetettu riskitaso α , jota pienemmät arvot hylkäävät nollahypoteesin. Yleisimmin käytettynä rajana on pidetty 5 %, eli $\alpha = 0,05$. Jonkin verran myös on käytetty riskitasona 10 %, eli $\alpha = 0,1$. Pienille otosko'uille on havaittu P -arvon todennäköisyydelle arvoksi 0,33. Periaatteessa mitä pienempi otanta –sitä pienempi riskitaso on. Tässä tutkimuksessa käytetään otoskoon suhteellisen pienyyden vuoksi riskitasoa, $\alpha = 0,033$. (Högmander, 2010, 16; Metsämuuronen, 2006, 657.)

4.3.3 Mann-Whitney-Wilcoxonin testi, aineisto ja analysointi

Tässä tutkimuksessa testataan Mann-Whitney-Wilcoxonin -testillä kohderyhmän sekä kontrolliryhmän liikevaihtojen sekä henkilöstön määrän eroavaisuutta suhteessa valittuun ominaisuuteen, eli Finnveran pääomasijoitukseen. Tämä testi on yksi mahdollinen menetelmä silloin, kun halutaan vertailla jonkin tietyn muuttujan vaikutusta kahteen eri populaatioon. Mann-Whitney-Wilcoxonin testi, jota kutsutaan useasti myös U -testiksi tai Mann-Whitney -testiksi, on Metsämuuronen (2006,653) mukaan yksi käytetyimmistä ja tehokkaimmista parametrittomista testeistä. Se vertailee kahden riippumattoman joukon keskiarvoja. Joukkojen arvopisteiden ei tarvitse olla normaalijakautuneita. Nimensä mukaisesti kahden riippumattoman keskiarvon vertailussa puhutaan tilanteesta, jossa kaksi keskiarvoa tai mediaania on laskettu samasta ominaisuudesta, esimerkiksi kahden eri populaation liikevaihdosta.

Mann-Whitney-Wilcoxonin-testi soveltuu pienien otoskokojen vertailuun, jossa havaintoja tehdään vähintään järjestysasteikollisesti. (Metsämuuronen, 2006, 653-654.) Testi perustuu sijalukuihin, jossa tarkasteltavan muuttujan arvot laitetaan suuruusjärjestykseen ja niille annetaan järjestyksen mukaiset sijaluvut. Testin tulos kertoo, voidaanko ryhmien väliset erot yleistää koskemaan koko perusjoukkoa ja miten suuri todennäköisyys on tuloksen mahdollisesta sattumasta. (Heikkilä, 2014, 3.)

Tutkimuksen aineisto on kerätty Finnveran pääomasijoituksen saaneille yrityksille vuosittain lähetetyistä kohdeyrityskyselyistä. Aineistoa on kerätty kaikista yrityksistä, jotka saivat EAKR-varoilla rahoituksen ja ovat olleet vuosien 2013-2015 aikana Finnvera pääomasijoitustoiminnan asiakkaita. Kyseessä on siis kokonaistutkimus. Kontrolliryhmää koskeva aineisto on kerätty tilinpäätösaineistoista niistä yrityksistä, joista kyseinen tieto oli saatavissa Finnveran järjestelmistä. Mahdollisia puuttuvia tilinpäätöstietoja ei resurssoinnin vuoksi tilattu maksullisista palveluista tai yrityksiltä itseltään. Tällaiset yritykset, joilta tilinpäätöstieto puuttui, jätettiin tutkimuksen ulkopuolelle.

Testissä kohderyhmä (populaatio 1) koostuu Finnveran pääomasijoituksen EAKR-varoilla rahoitetuista kohdeyrityksistä, joita on 33 kpl. Kontrolliryhmä (populaatio 2) on koottu niistä yrityksistä, jotka hakivat vuosina 2011-2012 Finnveran pääomasijoitusta, eivätkä saaneet sitä, mutta saivat Finnveralta jonkin muun rahoituksen. Näitä yrityksiä on 36 kpl.

4.3.4 Humen näkemys kausaalisuhteesta

Vaikuttavuuden arviointi määrällisen tutkimusotteen osalta kytketään tässä tutkimuksessa Humen ja Dahler-Larsenin teoriaan kausaalisuhteista. Skotlantilaista filosofia ja historioitsijaa, David Humea (1711-1776) pidetään yhtenä merkittävimpänä englantilaisena filosofina. Hän on tutkinut elämänsä aikana lähes kaikkia filosofian osa-alueita. Kausaliteetti on yksi hänen keskeisimmistä teemoista, joka näkyy myös nykyfilosofiassa. (Slavov, 2013.) Hän on osoittanut sen, että kausaalisuus ei ole nähtävissä omin silmin, vaan sen nähdäkseen on rakennettava luotettava malli. Humen näkemyksen mukaan, vaikka pystyisimmekin havaitsemaan joukon säännöllisiä ilmiöitä, emme voi varmasti tietää jatkuuko sama säännöllisyys myös tulevaisuudessa. (Dahler-Larsen, 2004, 10.)

Kausaalisuhteen näkökulmasta tämän tutkimuksen perusajatuksena voisimme olettaa, että Finnveran pääomasijoitusprosessista on löydetty säännönmukaisuus, eli "jos X, niin Y". Eli esimerkiksi "julkisen pääomasijoittajan (Finnveran) mukaantulo aiheuttaa liikevaihdon kasvun yrityksessä". Tarkoituksena olisi siis testata tätä olettamaa todellisuudessa. Vaikka tämän tutkimuksen keskeisenä tavoitteena ei ole löytää kausaalisuhdetta, verrataan Finnveran pääomasijoitustoiminnan kohdeyritysten tunnuslukuja (liikevaihto ja henkilöstön määrä) sellaisten kohdeyritysten tunnuslukuihin, jotka hakivat Finnveralta pääomasijoitusta, mutta eivät sitä saaneet. Asetelman muodostamiseksi luodaan ensiksi hypoteesit, jonka jälkeen testataan niiden paikkansapitävyys. Mann-Whitney-Wilcoxonin testin avulla testataan henkilöstön määrän ja liikevaihdon määrän riippuvuuksia pääomasijoitukseen. Täydellisiä syyseuraussuhteita on haastavaa, ellei jopa mahdotonta, löytää. Yritysten menestymiseen ja kasvuun vaikuttavat muun muassa myös erilaiset ympäristötekijät, jotka muuttuvat jatkuvasti. Useasti nämä

muuttujat eivät ole ennustettavissa eikä näin ollen mitattavissa. Tämän vuoksi on tarkoituksenmukaisempaa tutkia Finnveran pääomasijoitustoimintaa kokonaisvaltaisemmin, eikä vain keskittyä tiettyihin muuttujiin, esimerkiksi liikevaihtoon ja henkilöstön määrään. (Gerring, 2007, 173.)

Vaikka kausaalisuhdetta ei voida nähdä, on joitakin menetelmiä olemassa tehdäksemme väliaikaisia johtopäätöksiä. Dahler-Larsen (2004) on määritellyt mallit seuraavanlaiseen muotoon:

- 1) "Kaikissa tapauksissa syyn X ja seurauksen Y on esiinnyttävä yhdessä. Jos on X, on oltava myös Y.
- 2) X:n on esiinnyttävä ennen Y:tä
- 3) Mielellään on oltava hyvä teoreettinen selitys sille, miksi X:n pitäisi olla syynä Y:hyn. Uskomme kausaalisuhteeseen heikkenee, jos emme ymmärrä, miksi sen tulisi olla olemassa.
- 4) Empiirinen osoitus X:n ja Y:n välisestä yhteydestä." (Dahler-Larsen, 2004, 11.)

Empiirisesti osoitettavaa kausaalisuhdetta on vaikeampi paljastaa. Puhutaan varianssilähtöisestä sekä prosessilähtöisestä strategioista. Näistä varianssilähtöinen strategia pyrkii luomaan X:n ja Y:n välille yhteyden kontrolloimalla muuttujia ja sulkemalla jokaisen selityksen pois niiden väliltä, näin jäljelle jää vain X:n muuttujia. Satunnaistettu ja kontrolloitu koe on tästä esimerkkinä. (Dahler-Larsen, 2004, 11.)

Prosessilähtöisessä strategiassa keskitytään enemmän kokonaisuuden hahmottamiseen ja löytämään selitystä tilanteelle, jossa X aiheuttaa Y:n. Selitys löytyy, kun ymmärrämme prosessin, joka on X:n ja Y:n välillä. Prosessiajattelun läsnäolo mahdollistaa löytämään yhteydet, jotka kertovat meille onko tietyllä interventiolla haluttu vaikuttavuus. Tässä ajattelumallissa analysoituva kohde voi olla esimerkiksi tiedot, jotka kertovat millä edellytyksillä tietty toiminnan osa vaikuttaa siihen, että Y on X:n aiheuttama. Tiedot voivat myös olla sellaisten ominaisuuksien määrittämistä, jotka vaikuttavat Y:n muutoksiin. Tällainen prosessilähtöinen näkökulma antaa paremmat mahdollisuudet kyseisen intervention kehittämiseksi. Ajatuksena on, että pystymme vaikuttavuuden arvioinnin prosessin kautta ymmärtämään kokonaisvaltaisesti toiminnan ja sen yhteydet toisiinsa ja sitä kautta löytämään heikkoudet ja vahvuudet. (Dahler-Larsen, 2004, 11-12.) Prosessiajattelun takana onkin ajatus siitä, että havainnointi koostuu useammasta yksittäisestä havainnosta, jolla jokaisella on oma painoarvonsa tuotettuun tietoon ja lopputulokseen. Ne eivät ole erillisiä havaintoja, vaan erilaisia, josta saadaan muodostettua syy-seuraussuhteiden ketju, jossa pienikin vaikutus pystytään havaitsemaan. (Gerring, 2007, 179, 181.)

4.4 Laadullinen tutkimusote

4.4.1 Kvalitatiivisen tutkimuksen piirteitä

Vallin ja Aaltolan (2015) teoksessa Kiviniemi kuvailee laadullisen tutkimuksen eräänlaiseksi prosessiksi, jatkuvaksi päätöksentekotilanteeksi tai ongelmanratkaisusarjaksi. Lähtökohtaisesti kvalitatiivisessa, eli laadullisessa, tutkimuksessa on kyse todellisen elämän kuvaamisesta, jossa merkitykset syntyvät vain ihmisten kautta ja ne ilmenevät ihmisen toimintana. Todellinen elämä, sen prosessi, on moninaista

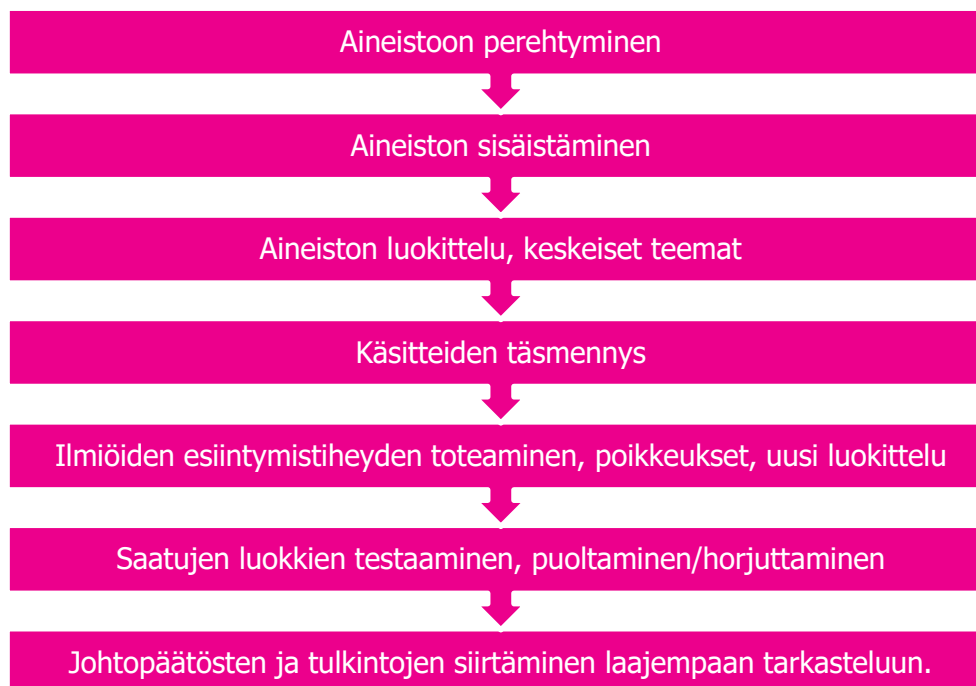
eikä sitä voi pilkkoa mielivaltaisesti osiin. Tapahtumat muokkautuvat prosessin edetessä muokaten samanaikaisesti toinen toistaan. Tämä mahdollistaa monenlaisten suhteiden synnyn. Laadullinen tutkimus pyrkii tutkimaan tutkimuksen kohdettaan mahdollisimman monipuolisesti tuottaen uutta tietoa tutkittavasta kohteesta. Laadullisesti tuotettujen aineistojen näkökulmien ja tulkintojen katsotaan kehittyvän tutkijan tietoisuuden lisääntyessä läpi tutkimusprosessin. Tätä voitaisiin ajatella tutkimisen oppimisprosessina. (Hirsijärvi ym.,2015, 161; Koskinen ym.,2005, 24; Valli ja Aaltola, 2015, 74-75; Tuomi ja Sarajärvi, 2009, 57-58.)

Laadullinen tieto auttaa ymmärtämään tilastollisesti osoitettujen suhteiden takana olevien prosessien syitä (Koskinen ym.,2005, 24). Sen tavoitteena on löytää tai paljastaa tosiasioita, eikä todentaa jo olemassa olevia totuuksia. Tavallisesti tutkija pyrkii ymmärtämään ilmiötä kokonaisuutena ja ihmisen toimintaa tietyssä ympäristössä. Laadullisen analyysin voidaan sanoa koostuvan kahdesta vaiheesta: havaintojen pelkistämisestä ja arvoituksen ratkaisemisesta. Havaintojen pelkistämällä tarkoitetaan sitä, että aineiston tarkastelu tapahtuu tietyn teoreettismetodologisen näkemyksen pohjalta, jolloin aineisto pelkistyy hallittavissa olevaan määrään erillisiä havaintoja. Nämä havainnot yhdistetään sitten yhdeksi tai muutamiksi havainnoksi etsimällä niistä yhteinen piirre tai luomalla sääntö, joka tältä osin pätee koko aineistoon. (Koskinen ym., 2005; Hirsijärvi ym., 2015, 161; Valli ja Aaltola, 2015, 74.)

Laadullisessa tutkimuksessa on yleistä, että tutkimusmenetelmälliset ratkaisut tarkentuvat vasta tutkimuksen edetessä. Metsämuuronen (2006) tuo esille myös sen, että laadullisen mentelmävalinnan ei pitäisi sulkea pois määrällisiä menetelmiä. Hän puhuu kvantitatiivisten ja kvalitatiivisten metodologioiden jatkumosta. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että tutkimuksen edetessä tutkimusongelman tarkentuminen kertoo sen, mikä menetelmävalinta on järkevä, jotta saadaan vastaus tutkimuskysymykseen. Tutkimusotteiden selkeän eron vuoksi on kuitenkin järkevää valita jompikumpi pääasialliseksi tutkimusotteeksi. Joka tapauksessa, oli kyse kummasta tahansa metodista, tutkijan on aina muistettava pitää tietty kriittisyys mielessä ja kyseenalaistaa tutkimusten tulokset. (Metsämuuronen, 2006, 33, 133-134.)

4.4.2 Sisällönanalyysi, tutkimusaineisto ja tulosten analysointi

Sisällönanalyysiä pystytään käyttämään kaikessa laadullisessa tutkimuksessa. Menetelmänä se on väljä ja sen vuoksi se mahdollistaa monenlaisen tutkimisen. Tässä tutkimuksessa pyritään luomaan mahdollisimman monipuolinen käsitys Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuudesta käyttämällä erilaisia menetelmiä - sisällönanalyysi pystytään liittämään erilaisiin analyysikokonaisuuksiin. (Tuomi ja Sarajärvi, 2009, 91; Metsämuuronen, 2006, 124.) Kuviossa 5 on kuvattu Metsämuurosen (2006) mukaan perinteinen prosessi sisällönanalyysille.



KUVIO 5. Perinteinen sisällönanalyysin prosessi

LÄHDE: Metsämuuronen, 2006, 124.

Saatujen teemojen ja tulosten testaamiseksi tässä tutkimuksessa käytetään analyysirunkoa, joka on johdettu Euroopan komission aluekehitysrahaston rakennerahaston myöntämille varoille asetetuista säännöistä. Säännöt on implementoitu Finnveran pääomasijoitustoimintaan. Kyseessä on siis EAKR-varoille ennalta asetetut ehdot ja varojen tarkoituksellisuus, millä edellytyksin varoja kohdistetaan lopulliselle tuen saajalle. Euroopan aluekehitysrahasto myöntää tukia valtioille tietyin edellytyksin antaen kuitenkin tiettyjä vapauksia päättää siitä, mitä kautta ja minkälaisia instrumentteja käyttäen tuet myönnetään niitä tarvitseville. Tästä syystä oli analyysirunko muokattava tämän tutkimuksen kannalta siten, että siinä otettiin huomioon pääomasijoittamista koskevat ehdot ja sille asetetut tavoitteet. Analyysirunko kuvataan tarkemmin kappaleessa 5.3.

Aineisto koostuu kohdeyrityksille lähetetystä avoimesta kyselystä. Laadullinen tutkimusote antaa vaihtoehdoisen näkökulman vaikuttavuustarkasteluun. Vaikka riskirahoittamisesta tehdyissä tutkimuksissa lähes poikkeuksetta on käytetty analysoinnissa aina ekonometrisiä menetelmiä, löytyy menetelmien käytölle myös kyseenalaistajia. Muun muassa Bertoni ym., (2011) argumentoivat näiden menetelmien luotettavuutta käytettäväksi ainoana menetelmänä. He argumentoivat, että ekonometrisillä menetelmillä ei pystytä analysoimaan "ei näkyviä" ominaisuuksia, jotka omalta osaltaan ovat merkittäviä yritysten kasvun tekijöitä. (Bertoni ym., 2011, 1029.) Avoimen sähköpostikyselyn tarkoituksena oli selvittää kohdeyritysten näkemys siitä, onko Finnveran kaltaisen julkisen pääomasijoittajan mukaantulolla saatu aikaan näitä aineettomia hyödykkeitä. Finnveran pääomasijoituksen mukaantulon merkittävyyttä kysyttiin kysymyksessä nro 1. Kysymyksellä nro 2 haettiin vastausta näkymättömiin tekijöihin, joista lisäarvo koostuu. Toimitusjohtajat toimivat hyvinä informanteina, koska voidaan olettaa heillä olevan parhain ja ajantasaisin tieto ja ymmärrys yrityksestä. Kysymykset olivat seuraavat:

1. Arvioi mikä olisi yrityksen tilanne ilman julkisen pääomasijoittajan mukaan tuloa? Evaluate what would be Your company's situation without a public venture capital investor?
2. Onko julkisen pääomasijoittajan läsnäolo tuonut yritykseen lisäarvoa? Jos on niin minkälaista? Has the presence of a public venture capitalists added value to the company? If so, what?

Kysymykset jätettiin tarkoituksella yksinkertaisiksi, koska tavoitteena oli saada yritysten toimitusjohtajien oma, rehellinen näkemys asiaan. Yksinkertainen kysely ei myöskään anna tilaa turhille tulkinnoille, ja on todennäköistä, että vastaaja on ymmärtänyt kysymyksen siten, kun tutkija on sen tarkoittanut (Valli ja Aaltola, 2015, 239). Lyhyellä ja sähköpostitse lähetetyllä kysymyksellä, johon pystyi vastaamaan suoraan sähköpostilla, haettiin mahdollisimman suurta vastausprosenttia.

Kysymysten vastaukset analysoitiin teoriasidonnaisella sisällönanalyysillä. Tähän menetelmään päädyttiin, koska se tuki parhaiten tämän tutkimuksen tavoitteita. Teoriasidonnainen sisällönanalyysi perustuu aikaisempaan teoriaan käsitellystä aiheesta. (Tuomi ja Sarajärvi, 2009, 113.) Aineiston sisällönanalyysi voidaan toteuttaa käsitekartan avulla, joka helpottaa keskeisten teemojen löytymistä analyysin kohtena olevista dokumenteista. Aineiston analysointi tapahtuu aineiston ehdoilla. Vastauksissa nousseista käsitteistä muodostettiin luokkia, niitä testattiin ja pyrittiin löytämään keskeisimmät kategoriat. (Metsämuuronen, 2006, 125, 127.) Avoimen kyselyn vastausten analysointi aloitettiin keräämällä tulokset yhteen Excel-taulukon molempien kysymysten osalta. Vastaukset silmäiltiin läpi, jolloin oli heti huomattavissa toistuvuutta tietyntylaisissa teemoissa. Tämän jälkeen saadut vastaukset pelkistettiin, jotta pystyttiin jäsentämään esille nousseet aiheet selkeiksi kokonaisuuksiksi. Kyselyn vastausten pelkistämisen jälkeen tuloksia verrattiin analyysirunkoon, joka tässä tapauksessa koostuu tutkimuksen viitekehyksessä määritellyistä tavoitteista. Kun vastaukset oli käyty läpi analyysirungon avulla, tulosten analysointivaiheessa verrattiin saatuja vastauksia aiheesta kirjoitettuun teoriaan ja pyrittiin löytämään niiden välisiä kytköksiä.

5 TUTKIMUKSEN TULOKSET

5.1 Tutkimuskohteena olevien yritysten taustatiedot

Tämä tutkimus on rajattu EAKR-varoilla sijoitettuihin kohdeyrityksiin. Finnvera on pääomittanut yhteensä 46 kpl kohdeyrityksiä EAKR-varoilla vuoden 2018 loppuun mennessä. Tarkoituksena oli löytää mahdollisimman suuri yritysjoukko tarkastelun kohteeksi, joka mahdollistaisi vähintään kolmen peräkkäisen vuoden tietojen tarkastelun. Tällä rajauksella tarkastelun aikajaksoksi valikoitui vuodet 2013-2015. Yrityksiä, jotka olivat kyseisten vuosien aikana Finnveran salkussa, oli yhteensä 33 kpl. Tämän suurempaa otoskokoa ei ollut mahdollista saada. Kaiken kaikkiaan vuoden 2015 loppuun mennessä oli rahoitettu EAKR-varoilla 36 eri yritystä yhteensä 18,4 miljoonalla eurolla. Nämä varat ovat jakautuneet taulukon 2 mukaisesti eri alueille ja taulukossa 3 on havainnollistettu, miten EAKR-varat ovat jakaantuneet ensisijoituksiin ja jatkosijoituksiin vuoden 2015 loppuun mennessä.

TAULUKKO 2. EAKR-varoilla maksetut sijoitukset vuoden 2015 loppuun mennessä

Alue	Maksettu yhteensä	Yritykset kpl
Etelä-Suomi	2 100 000,00 €	7
Itä-Suomi	6 000 000,00 €	9
Länsi-Suomi	7 100 000,00 €	13
Pohjois-Suomi	3 200 000,00 €	7
yht.	18 400 000,00 €	36

TAULUKKO 3. Maksettu sijoitusmuoto (EAKR-varat)

Vuosi	Ensisijoitus, kpl	Jatkosijoitus, kpl
2011	5	0
2012	16	3
2013	4	6
2014	7	7
2015	4	10

Kohdeyritykset koostuvat yli 20 eri toimialasta, jotka voidaan jakaa 7 eri pääluokkaan; Communications, Chemicals & Materials, Energy & environment, Life Sciences, Business and industrial products, Business and industrial services, Computer and consumer electronics. Nämä toimialaluokitukset tulevat Invest European (entinen European Private Equity and Venture Capital Association, EVCA) toimialaluokituksista. Invest Europe on voittoa tavoittelematon yhdistys, joka pyrkii rakentavasti edistämään yksityistä pääomasijoitusta Euroopassa. Se edustaa eurooppalaista pääomasijoitusala, joka edellyttää jäseniltään standardien mukaisen toiminnan harjoittamisen. Suomalaisia toimialan harjoittajia on jäsenenä tällä hetkellä 26 kpl. (Investeurope.eu, 2019-02-20.)

Koska tämän tutkimuksen kohteena olevien yritysten toimialat jakaantuvat monelle eri sektorille, tässä tutkimuksessa ei ole otettu toimialasidonnaisuutta huomioon. Kohdeyritysten tarkastelu luotettavasti toimialasidonnaisuuden kautta ei olisi ollut mahdollista eikä järkevää. Yritysten määrä suhteessa toimialojen määrään oli pieni, eikä näin ollen olisi muodostunut tarpeeksi vertailukelpoisia yritysjoukkoja. Tuloksia analysoitaessa on tiedostettava kuitenkin, että esimerkiksi yrityksen liikevaihtoon on toimialalla huomattava vaikutus. Esimerkkinä ovat lääketeollisuuden yritykset, jotka tarvitsevat tuotekehitykseen valtavat määrät resursseja ja aikaa, ennen kuin tuotteet ovat hyväksytyjä ja valmiita markkinoille. Tällöin kyseinen yritys ei keskity liikevaihdon saamiseen, vaan patenttien hakemiseen ja tuotteen kaupallistamiseen. Näillä toimialoilla yrityksen patenttisalkku olisi liikevaihtoa kuvaavampi mittari, kun yrityksen kasvua tai arvoa arvioidaan.

Tämän tutkimuksen kohteena olevista 33 Finnveran pääomasijoitustoiminnan kohdeyrityksestä 8 toimii Life science -toimialalla, mikä tarkoittaa 24 % osuutta kokonaismäärästä. Riskirahoittamisen vaikuttavuutta tutkittaessa, esimerkiksi Yhdysvalloissa on huomattu kahdella toimialalla olevan selkeästi parempi tuottavuus, kuin muilla aloilla. Nämä alat ovat tietotekniikka ja bioteknologia. Monet alat tarvitsevat mittavia markkinoinnillisia toimenpiteitä sekä massiivista kehitystyötä menestyäkseen. Esimerkiksi DuPont ja General Electric tekivät kehitystyötä yli 20 vuotta ja käyttivät tuona aikana rahaa kaupallistamiseen yli miljardi dollaria. Pienille ja vasta-alkaville yrityksille tämä on mahdotonta taloudellisten resurssien puuttuessa. (Byckling, 2017, 123-125.)

Kohdeyritysten henkilöstön ja liikevaihdon analysointia varten tarvittiin vertailujoukko. Tämä joukko muodostettiin Finnveran pääomasijoitustoiminnan hankevirrasta. Vertailuryhmän kohteeksi haluttiin ottaa yritykset, jotka hakivat Finnveran pääomasijoitusta eivätkä saaneet sitä, mutta ovat saaneet Finnveralta muuta rahoitusta. Finnvera pääomasijoitustoiminnan hankevirrasta löytyi kaiken kaikkiaan 2741 kpl yhteydenottopyyntöjä ja hakemuksia. Ajanjakso rajattiin vuosiksi 2011-2012. Valtaosa tämän tutkimuksen kohteena olevista Finnveran pääomasijoitustoiminnan kohdeyrityksistä sai samana ajanjaksona myönteisen rahoituspäätöksen.

Vertailuryhmän ulkopuolelle jätettiin yritykset, joilla ei ollut määritelty selkeää syytä pääomasijoitus-hakemuksen hylkäykseen. Vertailuryhmästä poistettiin myös asiakkaat joiden y-tunnusta ei löytynyt. Olisi mahdotonta etsiä kyseistä yritystä Finnveran yritystietokannasta ja todentaa, että kyseessä on sama yritys, joka haki pääomasijoitusta. Jäljelle jäi 448 yritystä. Näitä yrityksiä verrattiin Finnveran muiden rahoituksen saaneiden yrityskantaan. Kaikkiaan löytyi 269 sellaista yritystä, jotka olivat saaneet pääomasijoitusyksiköltä negatiivisen rahoituspäätöksen vuosien 2011-2012 aikana, mutta olivat saaneet Finnveralta muuta rahoitusta. Tämän jälkeen poistettiin vielä vertailuryhmästä yritykset, jotka olivat saaneet hylkäyspäätöksen sillä perusteella, että rahoitus hoituu muulla tavalla tai rahoituksen tarve on liian suuri. Finnveran pääomasijoitustoiminta on paikkaamassa markkinapuutetta ja jos yrityksellä on mahdollisuus saada rahoitus muuta kautta, tarkoittaa tämä yleensä sitä, että yritys ei tarvitse riskisijoittajaa. Rahoituksen koon takia hylätyt hankkeet rajattiin ulkopuolelle siksi, koska suuria hankkeita rahoittaa julkisista toimijoista Tesi Oy. Tämän jälkeen piti vielä testata yritysjoukko, joilta löytyy tilinpäätöstiedot vuosilta 2013-2015, jotta saadaan liikevaihtoa ja henkilöstön määrää koskevat

tiedot. Jäljelle jäi lopulta vain 36 vertailukelpoista yritystä. Mahdollisten virheiden havaitsemiseksi aikaisemmassa valintaprosessissa edellä mainittu prosessi vielä toistettiin. Tälläkin kertaa jäljelle jäi vain 36 yritystä. Näistä muodostettiin lopullinen vertailuryhmä.

5.2 Finnveran sijoitustoiminnan vaikutus yritysten kasvuun

Tässä kappaleessa käsitellään tämän tutkimuksen määrällisen menetelmän tulokset. Menetelmän kohteena oli yrityksen yleisimpinä kasvun mittareina pidettyjä liikevaihtoa ja henkilöstön määrää. Kuten aikaisemmin on todettu, näitä mittareita on käytetty laajasti kansainvälisellä tasolla, kun on haluttu selvittää jonkin ilmiön vaikutuksia yritysten kasvuun. Myös tässä tutkimuksessa on käytetty samoja mittareita arvioimaan Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikutuksia yrityksen kasvuun. Kohdeyritysten sekä vertailuryhmän liikevaihdon ja henkilöstön määrän riippuvuuksia testattiin suhteessa saatuun/ei saatuun pääomasijoitukseen.

Kohdeyritysten henkilöstön ja liikevaihdon määrää koskevat tiedot poimittiin kohdeyrityskyselyiden vastauksista vuosien 2013-2015 ajalta. Vertailuryhmän tiedot on poimittu valmiiksi tuotetusta datasta, joka on saatu suoraan tulostettuna Finnveran järjestelmästä. Kullekin yritykselle laskettiin 3 vuoden ajalta keskimääräinen liikevaihdon ja henkilöstön määrä. Keskiarvolukujen perusteella testattiin nollahypoteesin paikkansa pitävyyttä Mann-Whitneyn-Wilcoxonin testillä. Tämän testin perustella pystytään mittaamaan tilastollinen riippuvuus Finnveran pääomasijoituksen ja henkilöstön määrän sekä liikevaihdon kesken. Testi tehtiin SPSS analysointiohjelmaa hyödyntäen.

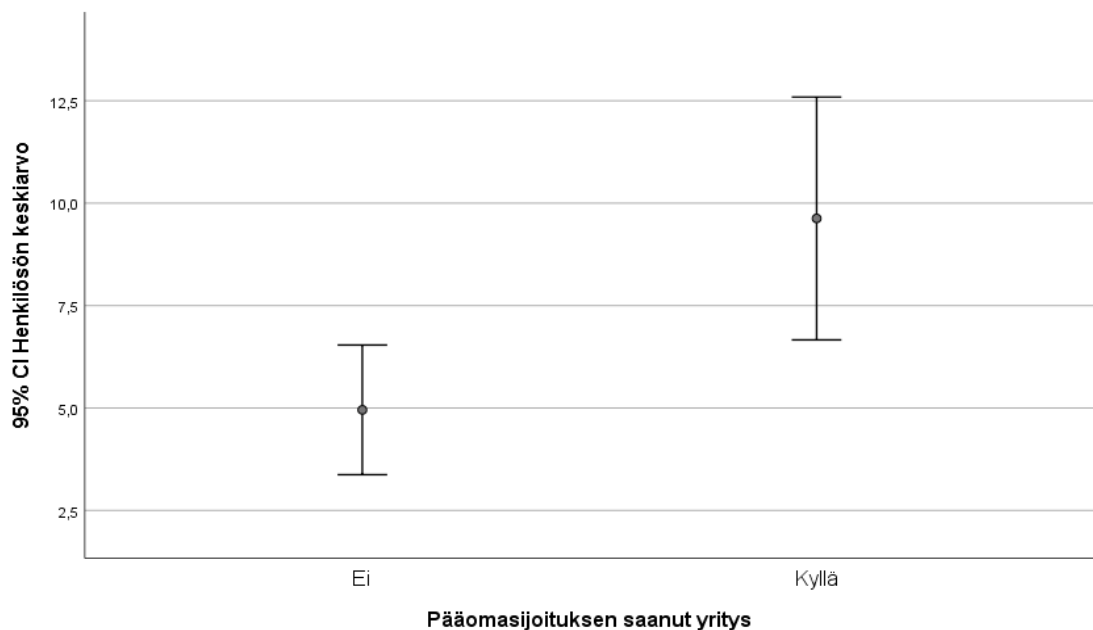
Finnveran pääomasijoituksen riippuvuutta henkilöstön ja liikevaihdon määrän arvioimiseksi testataan aikaisemmin todetun nollahypoteesin paikkansa pitävyys, eli H_0 = Finnveran pääomasijoituksella ei ole vaikutusta yrityksen liikevaihtoon. Ensiksi täytyy selvittää ovatko otosten arvot jakautuneet normaalisti. Tämän avulla selvitetään, käytetäänkö hypoteesin testaamiseen parametristä t-testiä vai parametritonta Mann-Whitneyn- Wilcoxonin testiä.

TAULUKKO 4. Kolmogrov-Smirnov testin riskitaso

	Henkilöstö	Liikevaihto
N	69	69
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,000 ^c	0,000 ^c

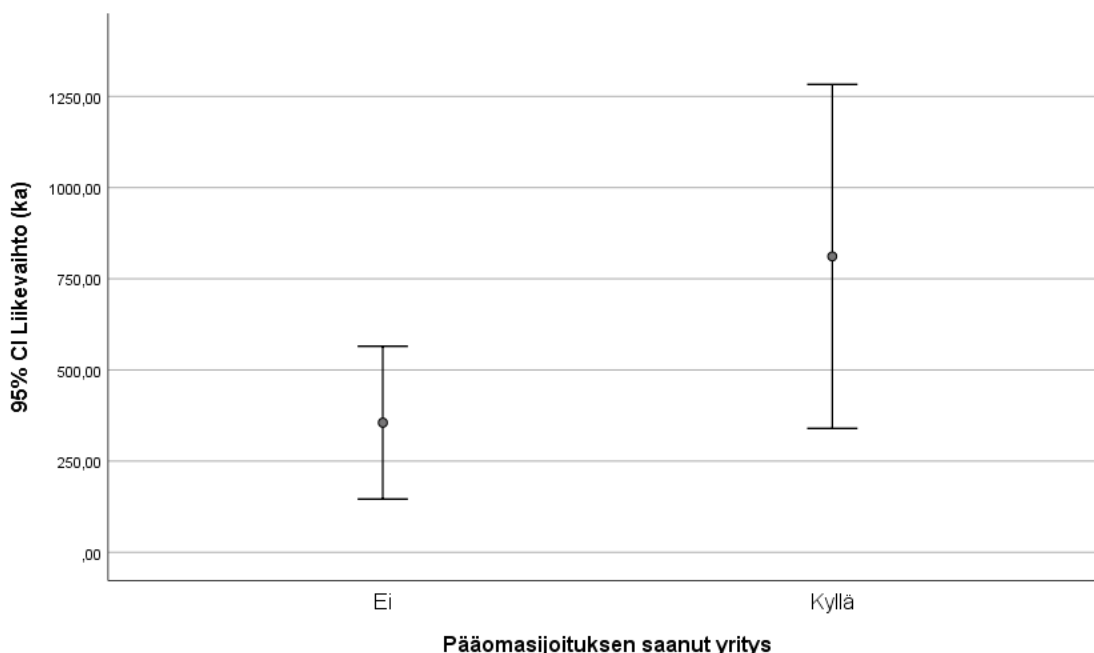
Taulukossa 4 on laskettu SPSS tilastollisen analysointiohjelman avulla riskitaso ryhmien jakaumien eroista käyttämällä Kolmogrov-Smirnovin testiä. Tässä tutkimuksessa käytetään riskitasoa $\alpha = 0,033$. Kuviossa N tarkoittaa otannan kokoa ja Asymp Sig. (2-tailed) kertoo P -arvon, eli todennäköisyyden sille, millä todennäköisyydellä havaittu tulos on otantajakauman "oikku". Tuloksen ollessa pienempi kuin riskitaso, hylätään oletama ryhmien arvojen normaalijakaumasta. Koska jakaumat eroavat sekä liikevaihdon että henkilöstön arvoissa toisistaan, käytetään Mann-Whitneyn-Wilcoxonin-testiä hypoteesin uskottavuuden mittaamiseen. (Metsämuuronen, 2006.)

Seuraavaksi testataan SPSS tilastollisen analysointiohjelman avulla ryhmien taustamuuttujien (yritys on/ei ole saanut pääomasijoitusta) välisiä eroja Mann-Whitneyn-Wilcoxonin testin avulla. Testi perustuu järjestyslukuihin ja vertaa eri muuttujien keskiarvoja toisiinsa. Mikäli järjestykseen asetetut havainnot ovat jakautuneet tasaisesti, voimme olettaa, että taustamuuttujien välillä ei ole eroavaisuuksia. Kaaviossa 2 on havainnollistettu henkilöstön määrää koskevien vertailuryhmien luottamusvälit, sisältäen virhemarginaalit. Kaaviossa vertailtavien ryhmien janat eivät mene päällekkäin. Tämä kertoo siitä, että ero ryhmien välillä on tilastollisesti merkitsevä. Tämän kuvion perusteella voimme tehdä alustavan johtopäätöksen, jonka mukaan Finnveran pääomasijoituksella on tilastollisesti merkittävämpi riippuvuus yrityksen henkilöstön määrään. (Metsämuuronen, 2006, 354.)



KAAVIO 2. Henkilöstön määrien luottamusvälit.

Kaaviossa 3 on liikevaihtojen määrästä kertova jana, joka kuvastaa arvojen luottamusväliä. Koska janat menevät osin päällekkäin, voimme tämän kaavion perusteella tehdä oletuksen, että Finnveran pääomasijoituksella ei ole ollut tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityksen liikevaihtoon.



KAAVIO 3. Liikevaihtojen luottamusvälit

Taulukossa 5 on SPSS:n avulla laskettu analyysi Mann-Whitney-Wilcoxonin testillä. U -testisuureen arvo henkilöstön osalta on $U = 312,5$ ja liikevaihdon osalta, $U = 493,0$. W -testisuureen arvo on henkilöstön osalta $W = 978,5$ ja liikevaihdon osalta, $W = 1159,0$. Näiden arvojen normaalijakauma-approksimaatio on henkilöstön osalta $Z = -3,386$ ja liikevaihdon osalta $Z = -1,213$. Näiden jakaumien tarkka kaksisuuntainen merkitsevyys (Asymp. Sig. 2-tailed) on henkilöstön osalta $P = 0,001$ ja liikevaihdon osalta $P = 0,225$. Koska $\alpha = 0,033$, eli P -arvo jää alle riskitason, voimme tämän tutkimuksen valossa hylätä henkilöstöä koskevan nollahypoteesiin H_0 ja näin ollen vaihtoehdohypoteesi jää voimaan: $H_1 =$ Finnveran pääomasijoituksella on vaikutusta yrityksen henkilöstön määrään. Kun taas liikevaihtoa tarkastellessa nollahypoteesi jää voimaan, jolloin $H_0 =$ Finnveran pääomasijoituksella ei ole vaikutusta yrityksen liikevaihdon määrään.

TAULUKKO 5. Mann-Whitney-Wilcoxonin testin tulokset SPSS ohjelmalla laskettuna.

Test Statistics		
	Henkilöstön keskiarvo	Liikevaihdon keskiarvo
Mann-Whitney U	312,5	493,0
Wilcoxon W	978,5	1159,0
Z	-3,38609919	-1,213
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,000708938	0,225
a. Grouping Variable: Pääomasijoituksen saanut yritys		

Tämän tutkimuksen valossa näyttäisi siis siltä, että Finnveran pääomasijoitustoiminnalla on ollut positiivista vaikutusta yritysten henkilöstön määrään, mutta ei liikevaihdon määrään. Tutkimuksen tuloksia ei voida kuitenkaan suoraan yleistää, koska tutkittavien yritysten taustatekijöissä ei ole huomioitu yritysten toimialasidonnaisuutta. Myös vertailuryhmän otannan ollessa pieni, on syytä suhtautua tulokseen kriittisesti.

5.3 Pääomasijoittajan mukaantulon tuoma lisäarvo aikaisen vaiheen kasvuyrityksiin

Finnveran pääomasijoitustoiminnan tavoitteena on paitsi antaa yrityksille taloudellista tukea, myös tuoda yrityksen toimintaan lisäarvoa, kuten kehittää yritysten osaamista kohti kansainvälistymistä ja kasvua, joka lopulta johtaa sijoitushetkellä yhdessä suunniteltuun pääomasijoittajan positiiviseen irtaantumiseen. Finnveran pääomasijoitustoiminnan onnistumista lisäarvon tuottajana selvitettiin avoimella kyselyllä, joka lähetettiin 32 kohdeyrityksen toimitusjohtajille. Vastauksia tuli 15, jolloin vastausprosentti oli 47. Vastausten suoria lainauksia Finnveran pankkisalaisuuden, vaitiolovelvollisuuden ja kyselyn anonymiteetin säilyttämisen vuoksi, ei pystytty sellaisenaan esittämään. Yksittäisiin lauseisiin viittaamiseen tietyssä asiayhteydessä on mahdollista.

Vastaukset analysoitiin teoriasidonnaisen sisällönanalyysin avulla. Vastausten analysointi aloitettiin ensiksi silmäilemällä kaikki vastaukset läpi. Tämän jälkeen kerättiin molemmista kysymyksistä saadut vastaukset yhteen tiedostoon. Tämä tehtiin kysymysten toisiaan tukevan asettelun vuoksi.

Kysymys 1. Arvioi mikä olisi yrityksen tilanne ilman julkisen pääomasijoittajan mukaan tuloa? Evaluate what would be Your company's situation without a public venture capital investor?

Kysymys 2. Onko julkisen pääomasijoittajan läsnäolo tuonut yritykseen lisäarvoa? Jos on niin minkälaista? Has the presence of a public venture capitalists added value to the company? If so, what?

Molempien kysymysten vastauksista oli ensi silmäilyllä havaittavissa samojen teemojen esiintyvyyttä. Tulosten tulkinnan kannalta oli järkevää analysoida vastaukset yhtenä kokonaisuutena. Vastauksista oli nähtävissä yllättävän selkeästi heti ensimmäisellä läpikäynnillä toistuvuutta tietyissä aihealueissa, kuten: positiiviset vaikutukset yrityksen uskottavuuteen, yritystä ei olisi olemassa ilman pääomasijoittajan mukaan tuloa ja asiantuntija-apu. Yllättävää vastauksissa oli se, että itse kysymyksissä ei viitattu millään tavalla näihin aihealueisiin ja silti vastaukset olivat hyvin samantapaisia ja samoja aihealueita sisältäviä. Tämän jälkeen pelkistettiin vastaukset ja teemoiteltiin ne karkeasti 12 eri kategoriaan. Alla listaus näistä kategorioista:

- Positiiviset vaikutukset yrityksen kehitykseen ja toiminnan laajenemiseen
- Jatkosijoituskierron toteutuminen, sen mahdollistaminen
- Yritys ei olisi olemassa ilman Finnveran pääomasijoitusta
- Yrityksen käynnistyminen olisi hidastunut/vaikeutunut ilman Finnveran mukaan tuloa
- Finnveran pääomasijoitus mahdollisti yksityisten sijoittajien saamisen mukaan
- Finnvera on auttanut yritystä verkostojen laajentamisessa

- Finnvera omistajana on lisännyt yrityksen uskottavuutta
- Finnvera on tuonut yritykseen osaamista, sparraamista, henkistä tukea
- Finnveran pääomasijoitus on mahdollistanut yrityksen kansainvälistymisen sekä ulkomaisten sijoittajien mukaan tulon
- Suora taloudellinen hyöty, toiminnan jatkamisen mahdollistaminen
- Ei vaikutusta yrityksen toimintaan, vaativampi ote tulostavoitteeseen olisi ollut suotavaa

Nämä edellämainitut pelkistetyt ja teemoitellut vastaukset on edelleen luokiteltavissa neljään teemaan. Nämä ovat:

- Yrityksen käynnistämisen ja voimassaolon mahdollistaminen
- Aineeton hyöty, lisäarvo; verkostojen laajeneminen, yrityksen uskottavuuden lisääminen, osaamisen jakaminen
- Kansainvälistymisen ja kasvun mahdollistaminen
- Taloudellinen tuki

Teemoittelun jälkeen verrattiin vastaajien ajatuksia ja kokemuksia Finnveran pääomasijoitustoiminnalle asetettuihin tavoitteisiin. Kuviossa 6 on havainnollistettu saatujen vastausten vertailu.



KUVIO 6. Kyselyn vastausten vertaaminen analyysirunkoon.

Kuten jo silmämääräisesti pystymme havaitsemaan, on vastauksissa selkeä yhteys asetettuihin tavoitteisiin. Jopa 60 % (9/15) toimitusjohtajista sanoi suoraan, että yritystä ei olisi olemassa, jos Finnvera ei olisi tullut mukaan yritystoimintaan. Kaksi vastaajaa oli sitä mieltä, että yrityksen toiminnan käynnistäminen olisi vähintäänkin vaikeutunut tai hidastunut ilman Finnveran mukaan tuloa. 73 % (11/15) vastaajista toi esille Finnveran mahdollistaneen yrityksen kansainvälistymisen ja sekä kotimaisten- että yksityisten sijoittajien mukaantulon yrityksen toimintaan. 60 % (9/15) vastaajista kertoi Finnveran pääomasijoitustoiminnan tuoneen yritykseen uskottavuutta, joka koettiin avuksi muun muassa kansainvälistymisessä.

Alla on avattu Finnveran pääomasijoitustoiminnalle asetettujen tavoitteiden toteutumista kyselyn vastausten avulla. Kuvaus ei ole täydellinen ja kattaa vain osan vastauksista. Useampi vastaus olisi mahdollista sijoittaa useampaan kohtaan. Finnveran pääomasijoitustoiminnalle asetetut tavoitteet ovat kytköksissä toisiinsa, minkä vuoksi vastauksia analysoidaan syvemmin tämän tutkimuksen pohdinnoissa ja johtopäätöksissä, luvussa 6.

Kohdeyrityksen arvon kasvattaminen:

Pääomasijoittajan tavoitteena on pidemmällä aikavälillä saada aikaan positiivinen irtaantuminen kohdeyrityksestä. Tämä on yksi syy miksi pääomasijoittaja pyrkii kasvattamaan yrityksen arvoa. Yrityksen arvoon vaikuttaa muun muassa sen taserakenne, liikevaihto ja patenttisalkku. (Invest Europe, 2018.)

- *”Emme ole tarvinneet maksaa suurimpia investointeja kassasta, koska saatu pääomasijoitus on parantanut tunnuslukujamme ja edelleen auttanut halvan osamaksurahoituksen saamiseen.”*

Yksityisen pääoman aktivointi markkinassa:

Finnveran pääomasijoitustoiminnan keskeisimpiin tavoitteisiin kuuluu yksityisten sijoittajien lisääminen aikaisen vaiheen kasvuyritysten rahoittamiseksi. Yksityisten sijoittajien määrän lisääminen parantaa elinkaarensa alussa olevien yritysten rahoitusmahdollisuuksia. Näiden yritysten katsotaan synnyttävän uusia työpaikkoja, mikä on talouskasvun kannalta tärkeää. (Malinen ym., 2018; Naumanen, 2002.)

Yrittäjän näkökulmasta asiaa tarkasteltuna julkisen pääomasijoittajan läsnäolo lisää yrityksen uskottavuutta. Uskottavan yrityksen on helpompi saada mukaan kansainvälisiä yhteistyökumppaneita sekä sijoittajia.

- *”Lisääarvoa silloin, kun neuvotellaan uusien rahoittajien kanssa. Sekä rahoituksen kokonaisuuden kannalta, jos julkinen mukana rahoituskiirroksessa.”*
- *”Julkisen pääomasijoittajan mukana olo...ja helpottanut tai ollut lähes välttämätön yksityisten pääomasijoittajien ja muiden rahoittajien mukaan saamista yhtiötä rahoittamaan.”*
- *”Läsnäolo on tuonut merkittävät vipuvaikutuksen saada ulkomaisia pääoasijoituksia.”*

Aikaisen vaiheen kasvuyritysten ja startup yritysten kasvun mahdollistaminen ja käynnistäminen:

Yrityksen kasvuun vaikuttavia tekijöitä on useita. Tärkein niistä on rahoituksen riittävyys. Elinkaarensa aikaisessa vaiheessa olevan yrityksen on hankalaa saada rahoitusta yksityisiltä rahoittajilta. Julkinen pääomasijoittaminen mahdollistaa yrityksen toiminnalle tarvittavan pääoman sekä tuo yritykseen osaamista ja uskottavuutta.

- *”Yrityksemme rahoituksen järjestäminen silloin, kun Finnvera tuli mukaan sijoittajaksi oli täysin riippuvainen FV:n osuudesta.”*
- *”Julkinen pääomasijoittaja tuli Yhtiöömme mukaan hyvin aikaisessa vaiheessa. Näin jälkikäteen tarkasteltuna, ilman julkista pääomasijoittajaa olisi erittäin hankala nähdä että Yhtiömme olisi mennyt eteenpäin ja kehittynyt.”*
- *”Ilman saatua pääomarahoitusta olisimme tn. menettäneet asiakkuuksia, sillä toimintamme on vaatinut runsaasti pääomia.”*

Työllisyysvaikutukset:

Uudet innovatiiviset yritykset piristävät markkinaa, luovat uusia teknologioita sekä haastavat jo olemassa olevia yrityksiä kehittymään ja uudistumaan. Julkinen pääomasijoittaja on jakamassa rahoituksen tuomaa riskiä, jolla on suuri merkitys esimerkiksi yrityksen toiminnan jatkamiselle. Parhaimmillaan uusien potentiaalisten kasvuyritysten kehitys johtaa lukuisien työpaikkojen lisäämiseen sekä yrityksen toiminnan laajentamiseen kansainvälisille markkinoille.

- *”Käynnistysvaiheessa erittäin suuri merkitys yritykselle. mahdollistaa yrityksen ja hankkeen käynnistämisen.”*
- *”Vaikea sanoa, mutta jos jotain voisin arvioida, niin että ilman julkisen pääomasijoittajan mukana oloa tuskin yhtiötä olisi olemassa.”*

Sijoituskohteen kehittäminen yksityisille pääomasijoittajille, jatkorahoituskierroksen mahdollistaminen:

Aikaisen vaiheen kasvuyrityksen toiminnan jatkamisen ehtona on sen nopea kehittäminen ja riittävän osaamistason varmistaminen esimerkiksi yrityksen johdossa. Finnveran pääomasijoitustoiminnalla on erittäin laaja verkosto, jota sen kohdeyritykset pystyvät hyödyntämään. Muun muassa näiden verkostojen avulla löytyy potentiaalisille aikaisen vaiheen kasvuyrityksille jatkorahoittajia ja uusia yhteistyökumppaneita joiden kanssa kehittää yritystä eteenpäin.

- *”Meille on ainakin ollut ratkaisevan tärkeää, että olemme voineet sanoa olevamme osittain Suomen valtion omistama, jolloin asiakkaiden ja heidän rahoittajiensa luottamus pystyyvyyteemme projektitoimituksissa on jo hyvällä tasolla.”*
- *”Yhtiön kehittämisessä on onnistuttu myös kiitettävästi. Jos emme olisi onnistuneet rahoituksen hankinnassa, olisivat vaikutukset yhtiön kehittämiseen olleet negatiivisia.”*

- *”Julkisella pääomasijoittajalla oli merkittävä osuus yhtiön kehityksessä.”*

5.4 Tutkimuksen reliabiliteetti ja validiteetti

Tutkimuksen luotettavuutta ja pätevyyttä tulee jollakin tasolla mitata ja arvioida sekä määrällisessä että laadullisessa tutkimuksessa. Monet tutkijat saattavat välttää termien reliabiliteetti ja validiteetti käyttöä, etenkin laadullisessa tutkimuksessa, ja pyrkivät sen sijaan kuvaamaan lukijoille mahdollisimman tarkasti tutkimuksen toteutustavan ja perustelut tutkimuksen tuloksille. Tämä johtunee siitä, että laadullinen tutkimus ei ole yksi yhtenäinen perinne, vaan se on kirjo useita erilaisia perinteitä. Lienee siis ilmeistä myös se, että tutkimuksen luotettavuuden ja toistettavuuden todentamiseksi löytyy useita erilaisia käsityksiä. Koskinen ym. (2005, 255-256) ovat sitä mieltä, että reliabiliteetin ja validiteetin käsitteillä on vain muutamassa kontekstissa selvä merkitys, eivätkä ne sovi kovin hyvin laadulliseen tutkimukseen. Heidän mukaansa validiteetillä on selkeä merkitys vain lähinnä kokeellisessa tutkimuksessa, joissa pystytään etukäteissunnittelun avulla ehkäisemään tiettyjä virhearvioita. Reliabiliteetillä he uskovat olevan merkitystä pelkästään määrällisessä tutkimuksessa, jossa koodaus tapahtuu kahden eri ihmisen toimesta, jolloin nähdään koodausten yhteneväisyys. (Koskinen ym., 2005, 255-256.)

Joidenkin tutkijoiden mukaan kvalitatiivisessa tutkimuksessa on keskeisintä henkilöiden, paikkojen ja tapahtumien kuvaukset. Validius merkitsee näiden tapahtumien ja tulkintojen yhteensopivuutta ja mittattujen tulosten kykyä antaa tuloksia, jotka eivät ole sattumanvaraisia. Se tarkoittaa pätevyyttä ja sanansa mukaisesti se kertoo, onko mittari tai valittu tutkimusmenetelmä mitannut juuri sitä mitä sen on ollut tarkoituskin. Esimerkiksi kyselylomakkeissa vastaaja on saattanut ymmärtää kysymyksen eri lailla, kun tutkija sen on tarkoittanut. Luotettavuuden todentamiseksi voidaan käyttää useaa eri tapaa, yksi tapa on tutkia sama kohde useampaan kertaan ja jos saadaan sama tulos, voidaan tuloksia pitää reliaabeleina. Reliabiliteetti siis tarkoittaa tutkimustulosten toistettavuutta. (Hirsijärvi ym., 2015, 231-232; Tuomi ja Sarajärvi, 2009, 134.)

Laadullisen tutkimuksen arvioinnissa painottuu sen koherenssi, mikä tarkoittaa ymmärtämisen kokonaisuuden huomioon ottamista. Tutkimuksen tulkitsemisessa on huomioitava eri aihealueiden merkitykset suhteessa toisiinsa ja sitä kautta kokonaisuuteen. (Metsämuuronen, 2006, 205.) Hirsijärven ym. (2015, 231-232.) mukaan tutkimuksen luotettavuutta voidaan vahvistaa tarkalla selityksellä tutkimusprosessista. Tarkkuus on huomioitava läpi tutkimusprosessin, sen jokaisella osa-alueella. Myös useamman menetelmän käyttö tarkentaa tutkimuksen validiutta, sekä laadullisessa että määrällisessä tutkimuksessa. Tutkimuksen luotettavuutta pystytään parantamaan kuvailemalla tutkimusongelma ja sen taustat tarkasti. (Hirsijärvi ym., 2015, 231-232.)

Tutkijan suhde tutkittavaan kohteeseen tulee myös ottaa huomioon tutkimuksen luotettavuuden arvioinnissa. Tällä tarkoitetaan tutkijan oman käsityksen ja suhteen huomioimista tutkittavaan ilmiöön. (Tuomi ja Sarajärvi, 2009, 136; Hirsijärvi ym., 2015.) Puolueettomuuteen pyrkiessään tutkijan tulee tiedostaa oma puolueellisuus. Tutkijan tulee onnistua tunnistamaan omat etukäteisoletukset sekä arvostukset. Lopulta tutkijan objektiivinen puolueettomuus syntyy oman puolueellisuuden tunnistami-

sesta. Sillä ei ole olemassa mitään tiettyä objektiivista tasoa, jonka kautta tutkimuksen kohteena olevaa kohdetta voisi ymmärtää. Tutkijan tulee tuoda vasta omalla tutkimuksellaan esille teemoja ja niistä nousevia merkityksiä, eikä luoda niitä ennako-olettamusten pohjalta. (Metsämuuronen, 2006, 205.)

Tässä tutkimuksessa, tutkimuksen laatijan suhde tutkittaviin yrityksiin on tekijä, mikä vaikuttaa tutkimuksen reliabiliteettiin sekä validiteettiin. Tutkija on harvoin suoraan yhteyksissä tutkimuksen kohteena oleviin yrityksiin, mutta työnsä vuoksi hän näkee yritysten taloudellisia tunnuslukuja sekä on jo aikaisemmin käsitellyt nyt analysoituja tietoja. Tästä johtuen tutkijalla on vahva ennakkokäsitys tutkimuksen lopputuloksesta. Mutta, koska tutkija ei ole nähnyt itse yrittäjiä eikä tunne heitä, parantaa tämä seikka tutkimuksen reliabiliteettiä. Myös oman puolueellisuuden tunnistaminen parantaa tutkimuksen luotettavuutta, koska juuri tällöin tutkija pyrkii tarkastelemaan tutkittavaa ilmiötä objektiivisesti.

Tutkimuksen reliabiliteettia arvioitaessa voitaisiin sanoa, että ainakin suurelta osin tutkimustulokset ovat toistettavissa. Kohderyhmä on määritelty tarkasti ja siihen on otettu mukaan tutkimusongelman näkökulmasta kaikki yritykset, mitkä olivat mukaan otettavissa. Tutkimustuloksia ei pyritä yleistämään koskemaan kaikkia julkisen pääomasijoituksen saaneita yrityksiä. Kattava kohdejoukko antaa kuitenkin mahdollisuuden siihen, että tutkimustuloksia voidaan hyödyntää tutkittaessa jatkotarvetta Euroopan aluekehitysrahaston rakennerahaston ohjelmakauden varojen käyttämisestä pääomasijoitustoiminnassa.

Käytännössä samaan lopputulokseen tutkijan kanssa voisi päätyä kuka tahansa muu samaa ilmiötä tutkiva henkilö, ainakin yritysten toimitusjohtajille lähetettyjen kyselyjen vastauksia tarkastellessa. Toisen samanlaisen tapauksen puuttumisen myötä, perinteiset menetelmät tutkimuksen validiteetin arvioimiseksi eivät ole mahdollisia. Tästä syystä tutkimuksessa on kerrottu tarkasti aineiston keruumenetelmät, sekä tutkittavana olevan kohteen taustat ja tutkimuksen eteneminen. Myös analysoinnin teemat ja perustelut niille on tuotu selkeästi esiin. Toimitusjohtajille lähetettyjen kyselyjen vastausten uskon olevan rehellisiä arvioita siihen vastanneilta henkilöiltä, eikä ”rahoitusmahdollisuuden menettämisen” pelossa vastattu. Tällä tarkoitan sitä, että vastauksiin olisi vaikuttanut pelko, että negatiivisesta vastauksesta johtuen rahoittaja ei rahoita tulevia jatkosijoituskierrroksia. Poissuljen tämän sen vuoksi, koska kohdeyritykset ovat tietoisia työ- ja elinkeinoministeriön tekemästä linjauksesta, jonka mukaan Finnvera luopuu asteittain pääomasijoitustoiminnastaan. Tämä tarkoittaa käytännössä siis sitä, että kohdeyrityksiin sijoituksen tehneen rahaston, EAKR-Aloituserahasto Oy:n, osakkeet tullaan myymään yksityiselle sijoittajalle. Kohdeyrityksillä on näin ollen tiedossa, että Finnvera ei ole omistajan roolissa tulevaisuudessa eikä siis ole jatkossa tekemässä mahdollisia jatkosijoituspäätöksiä. Toimitusjohtajille lähetetyn kyselyn analyysirunko on jossain määrin myös siirrettävissä, mikäli joku toinen EAKR-varoja pääomasijoittamiseen käyttänyt valtio haluaisi tutkia vaikuttavuutta. Tällaisessa tapauksessa toki olisi otettava huomioon, että analyysirungon näkökulma on nimenomaan Suomessa ja Finnveran pääomasijoitustoiminnan EAKR-varoilla sijoittaminen ja sen vaikuttavuus.

Tässä tutkimuksessa yrityksen kasvun tutkimiseen käytetyn tilastollisen testin kohteena oleva aineisto pitää sisällään epävarmuustekijöitä. Tämän tutkimuksen puitteissa oli mahdotonta ottaa huomioon

sekä kohderyhmän että kontrolliryhmän taustamuuttajat. Validiuden takaamiseksi olisi molempien ryhmien taustamuuttujissa pitänyt huomioida yrityksen tuotteen tai palvelun kaupallistamisen tilanne.

Yrityksen liikevaihtoa tutkittaessa ei pystytä luotettavasti kertomaan tulosten pitävyyttä ilman tietoa tuotteen tai palvelun markkinoilla olon tilanteesta. Mikäli tuotetta tai palvelua ei ole kaupallistettu, on hyvin todennäköistä, että yrityksellä ei ole syntynyt vielä liikevaihtoa ollenkaan. Tämä vaikuttaa merkittävästi tuloksiin. Näin ollen etenkin yrityksen liikevaihdon analysoinnin tulokset ovat epävarmoja. Tässä tutkimuksessa valitulla tilastollisella menetelmällä ei onnistuttu saamaan täysin luotettavia tuloksia Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuudesta sen kohdeyrityksen liikevaihtoon. Tuloksia kuitenkin on mahdollista peilata tutkimuksen muihin tuloksiin ja aikaisemmin aiheesta kirjoitettuun teoriaan. Tässä tutkimuksessa tuodaan esiin myös muita yrityksen kasvuun vaikuttavia tekijöitä, joita tutkimuksen luotettavuuden lisäämiseksi on kuvailtu tarkasti ja niiden taustat on avattu. Näiden pohjalta on mahdollista luoda oletamus, joka luo pohjaa jatkotutkimusaiheelle.

6 JOHTOPÄÄTÖKSET JA POHDINTAA

6.1 Finnveran pääomasijoitustoiminnalla aikaisen vaiheen yritykset kohti kasvua

Tässä tutkimuksessa saadut tulokset tukevat aikaisempia tutkimuksia julkisesti tuettujen ohjelmien vaikutuksista työllisyyteen. Muun muassa Engel ja Keillbachin (2002) tekemän tutkimuksen mukaan riskipääomalla on ollut positiivisia vaikutuksia yritysten henkilöstön määrään verrattuna yrityksiin, jotka eivät olleet saaneet riskipääomaa. Myös Kersten ym. (2017) ovat todenneet julkisilla ohjelmilla olevan pääsääntöisesti positiivisia vaikutuksia henkilöstön määrän kasvussa. (Kersten, 2017, 342-343; Engel and Keillbach, 2002, 187; Chudnovsky, López, Rossi and Ubfal, 2006, 3.) Tutkimuksen tulokset ovat myös linjassa Paglian ja Harjoton (2014) tutkimukseen, jossa julkisella pääomalla on ollut tilastollisesti merkitsevä vaikutus yritysten henkilöstön määrään (Paglia ja Harjoto, 2014).

Vaikka tutkimus näytti siltä, että Finnveran pääomasijoituksella ei ole saatu aikaan suhteellisesti suurempaa liikevaihdon kasvua kuin verrokkiryhmän yrityksissä, on huomioitava Saarisen (2012) tutkielma, jonka mukaan Finnveran rahoitus mahdollisti liikevaihdon määrän kasvun. Tämä täytyy huomioida siinä mielessä, koska tässä tutkimuksessa vertailuryhmänä olivat yritykset, jotka ovat saaneet Finnveralta muuta rahoitusta, kuin pääomasijoitusta. Toisin sanoen siis tämän tutkimuksen valossa voimme todeta, että Finnveran pääomasijoituksella ei ole ollut tarkastelujaksolla enempää vaikutusta yrityksen liikevaihtoon suhteessa Finnveran muun rahoituksen tuottamaan vaikutukseen. Ja toisaalta, Saarisen (2012) tutkielmaan viitaten pystyisimme tekemään sellaisen johtopäätelmän, että Finnveran pääomasijoittamisella on ollut positiivisempi vaikutus henkilöstön määrään, kuin sen muilla rahoitusinstrumenteilla.

Mann-Whitney-Wilcoxonin testin tuomia oletuksia Finnveran pääomasijoituksen riippuvuudesta henkilöstön määrään puoltavat toimitusjohtajien vastaukset. Ne antavat viitteitä siitä, että Finnveran pääomasijoittamisella on suotuista vaikutus työllisyyteen. Vastaajista 60 % (9/15) oli sitä mieltä, että ilman Finnveran mukaantuloa, yritykset eivät olisi enää toiminnassa. Tästä voimme päätellä, että Finnveran mukaantulo on ainakin mahdollistanut näiden yritysten kohdalla työpaikkojen säilyttämisen, mikä tarkoittaa positiivista vaikutusta työllisyyteen. Alla muutama suora lainaus eräiden yritysten toimitusjohtajien vastauksista:

”Yritys ei olisi olemassa ilman julkisen pääomasijoittajan mukaan tuloa.”

”Ilman pääomasijoittajia yritys ei enää olisi toiminnassa, koska tulorahoitus ei ole vielä riittävä kattamaan kustannuksia.”

”Yritystä ei olisi olemassa ilman pääomasijoittajan mukaantuloa.”

Tämän tutkimuksen tulokset viittaisivat siihen, että Finnveran pääomasijoituksella ei näyttäisi olevan vertailuryhmää suurempaa vaikutusta yritysten liikevaihtoon. Luotettavampien tulosten saamiseksi,

olisi täytynyt valita menetelmäksi sellainen, joka olisi mahdollistanut myös useamman taustamuuttujan vertailun, eli esimerkiksi Propensity Score Matching -menetelmä. Tällä tavoin olisi pystytty ottamaan mukaan vertailuun myös yritysten toimialat. Mutta, kuten aikaisemmin on esille tuotu, tämän tutkimuksen otannan pienuuden ja toimialajakauman suuruuden vuoksi ei olisi pystytty todennäköisesti silti saamaan luotettavia tuloksia. Toimialalla on merkittäviä vaikutuksia yrityksen myynnin ja liikevaihdon odotuksiin, etenkin kun kyseessä on aikaisen vaiheen kasvuyritys tai start-up yritys. Myös tarkasteltava aikajakso vaikuttaa tuloksiin. Malinen ym. (2018, 5, 9) ovat sitä mieltä, että vasta pidemmän aikavälin tarkastelu yrityksen liikevaihdon kasvusta antaisi meille luotettavampia tuloksia. Perusteluina tälle, he esittivät tutkimuksensa tuoneen esille, että kaikkein intensiivisimmässä kasvuvaiheessa olevan yrityksen tuottotaso on negatiivinen ja vasta vuosien jälkeen kasvupyrähdyksestä pystytään arvioimaan merkittävin tuottavuuskontribuutio. (Malinen ym., 2018, 5, 9.) Lithanderin ym. (2016, 7) ja Kersten ym. (2017) ovat puolestaan sitä mieltä, että kolmen vuoden aikajänne on riittävä kertomaan luotettavaa tulosta. Kolmen vuoden aikajänteen tuomaan tulokseen tulee kuitenkin suhtautua kriittisesti, koska tietyn toimialan yritykset eivät elinkaarensa alkuvaiheessa tavoittele vielä kasvua, vaan keskittyvät tuotekehitykseen. Tämän vuoksi ei voida yleistää näin lyhyen aikajänteen tuottamia tuloksia luotettavasti muun muassa ilman yrityksen toimialan huomioimista analysoinnissa.

Sekä liikevaihtoa ja henkilöstön määrää arvioitaessa on otettava huomioon yrityksen elinkaaren vaihe. Vaikka tämän tutkimuksen tulokset viittaavat siihen, että Finnveran pääomasijoittamisella on ollut positiivinen vaikutus henkilöstön määrään, mutta ei vastaavaa vaikutusta liikevaihdon määrään, on syytä huomioida, että kyseessä on aikaisen vaiheen kasvu- ja start-up yritykset. Näille yrityksille on tyypillistä tuottaa ”kasvupyrähdyksensä” aikana uusia työpaikkoja. Maliranta ym. (2018) mukaan jopa 28 prosenttia uusista syntyneistä työpaikoista oli vuosien 2008-2011 aikana kasvuyritysten aikaansaama. (Maliranta ym., 2018.) Tutkimuksen tulosten valossa voidaan siis tehdä päätelmä, että yritys on rahoituksen saamisen jälkeen panostanut lisääntyneiden resurssien myötä henkilöstöresurssien palkkaamiseen. Kun taas yritys joka ei ole saanut rahoitusta, ei luonnollisesti ole näin kyennyt tekemään. Näin ollen henkilöstön lisääntyminen näkyy nopeasti, kun taas lisäresurssoinnin vaikutukset liikevaihtoon ovat nähtävissä vasta viiveellä useamman vuoden päästä. Korrelaatio kasvaneiden henkilöstöresurssien ja liikevaihdon kasvun välillä pystytään todennäköisesti havaitsemaan vasta tarkasteltaessa yrityksiä pidemmällä aikavälillä.

6.2 Finnveran pääomasijoitustoiminnan tuomat hyödyt yrityksen toimintaan

Tutkimuksen tulokset viittaavat siihen, että Finnveran pääomasijoituksella on ollut myönteinen vaikutus sen kohdeyrityksiin. Tulosten valossa näyttää positiivisen vaikutuksen olleen suurinta yrityksen toiminnan mahdollistamisessa. Yksi yrityksen toiminnan perusedellytyksistä on rahoitus, mutta pelkällä rahoituksella avulla ei yrityksestä saada kannattavaa tai kasvavaa. Tutkimuksen tuloksia analysoitaessa esille nousi useampi yrityksen toimintaan vaikuttava tekijä, mihin Finnveran pääomasijoitustoiminnalla on ollut positiivinen vaikutus. Mitä useampaan tekijään onnistutaan vaikuttamaan positiivisesti, sitä suurempi todennäköisyys on sille, että yritystä saadaan kehitettyä haluttuun suuntaan.

Vaikka tutkimuksessa ei pyritty tuomaan esille Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuutta yrityksen kasvuun ja kansainvälistymiseen, on syytä huomioida, että kyselyyn vastanneista toimitusjohtajista 73 % (11/15) toi esille, että Finnveran mukaan tulo on mahdollistanut yrityksen kansainvälistymisen ja ulkomaisten- tai kotimaisten yksityissijoittajien mukaan tulon. Vastausten perusteella Finnveran pääomasijoitustoiminnan tuoma uskottavuus on ollut merkittävässä roolissa kansainvälisten sijoittajien ja yhteistyökumppaneiden mukaan saamisessa. Noin puolet toimitusjohtajista toi vielä erikseen esille Finnveran pääomasijoituksen kasvattaneen yrityksen uskottavuutta. Alla muutamia otteita vastauksista, joissa on tuotu esille uskottavuus ja yksityisen pääoman lisääminen:

”Mielestämme Finnveran mukanaolo on vaikuttanut positiivisesti myös yrityksen imagoon ja uskottavuuteen.”

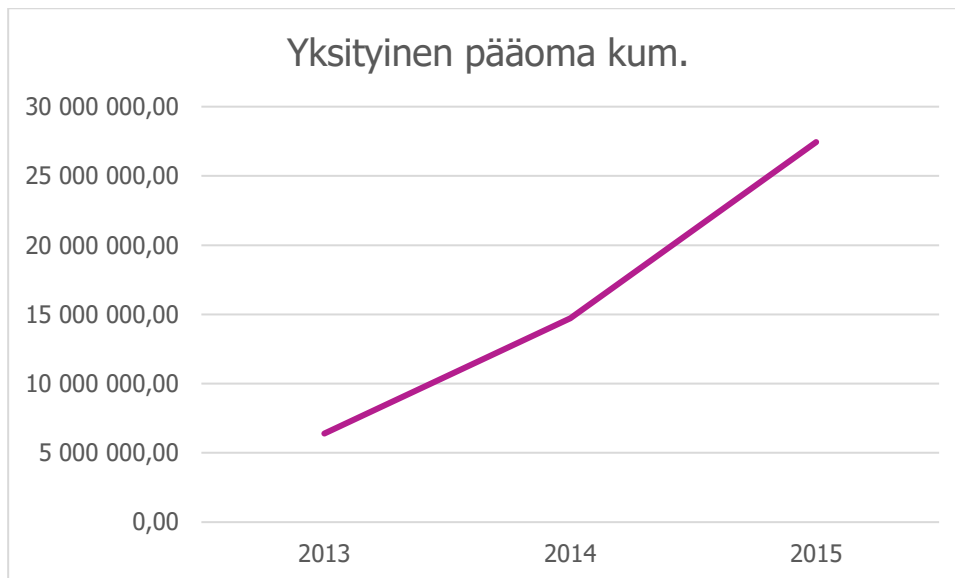
”Lisäksi julkisen pääomasijoittajan mukanaolo osoittaa erityisesti ulkomaisille sijoittajille, että yrityksen kotimaassakin uskotaan ja panostetaan yritykseen.”

”Julkinen pääomasijoittaja tuo erittäin tärkeää luottamusta yrityksen toimintaan ja vakavaraisuuteen erityisesti kansainvälisessä kaupassa.”

”FV:n rooli yksityisen rahan komppaajana on ollut tästä johtuen erityisen tärkeitä ja mahdollistaa uusien kansainvälisten menestystarinoiden syntyä täysin eri tasolla, kuin yksityinen raha.”

”Nämä kaksi rahastoa, joista toinen siis julkinen, auttoivat merkittäväällä tavalla saamaan mukaan myös muita pääomasijoittajia (siis yksityisiä enkelisijoittajia).”

Yrityksen uskottavuudella on todettu olevan merkitystä yksityisten sijoittajien houkuttelemisessa (Kersten ym., 2017, 332; Engel and Keilbach, 2002). Kaaviossa 4 on havainnollistettu vuosien 2013-2015 ajalta tutkimuksen kohteena olevien yritysten yksityisen pääoman määrän kasvu kumulatiivisesti. Tarkastelun kohteena olleiden yritysten yksityisen pääoman määrää kohdeyrityksissä on kasvanut kyseisinä vuosina 422,50 %.



KAAVIO 4. Finnveran pääomasijoitustoiminnan EAKR-varoilla sijoitettujen kohdeyritysten yksityisen pääoman määrän kasvu vuosina 2013-2015.

Lähde: Finnvera Oyj, 2019

Tilastojen valossa näyttäisi siltä, että Finnveran pääomasijoitustoiminnalla on positiivinen vaikutus yritysten yksityisen pääoman houkuttelemiseksi. Tästä voidaan päätellä, että julkisen pääomasijoittajan mukaan tulo on saanut aikaan yritysten uskottavuuden lisäämistä, jonka seurauksena mm. yksityistä pääomaa on saatu houkuteltua yrityksen mukaan. Todellisen kausaliteetin todentamiseksi pitäisi kuitenkin rakentaa vertailuasetelma sekä tutkia syvemmin mahdollisia muita syitä tuloksille, kuten esimerkiksi onko toimialasidonaisuutta tai muita ympäristötekijöitä, jotka ovat vaikuttaneet suotuisasti pääomasijoitusmarkkinaan.

Gompersin ja Lernerin (2003, 18) mukaan pääomasijoittajien mukaantulolla on enemmän vaikutusta yrityksen toimintaan kuin muilla rahoitustapahtumilla yrityksen elinkaaren aikana. Myös tämä tutkimus puoltaa tätä ajatusta. Jopa 93 % vastaajista nosti esille Finnveran pääomasijoitustoiminnan tuoneen yritystoimintaan asiantuntijuutta, henkistä tukea ja apua verkostojen laajenemiseen. Alla muutamia otteita vastauksista:

"Uskottavuutta muiden sijoittajien silmissä, kontakteja moniin tahoihin, sekä hyödyllisiä kokemuksia ja oppeja muista vastaavassa tilanteessa olevista yrityksistä."

"Aktiivinen hallitustyöskentely sekä sparraus toimitusjohtajan kanssa c. näkökulmia muista yrityksistä."

"Julkinen pääomasijoittaja on tuonut yritykseen lisäarvoa etupäässä yleisen uskottavuuden ja sijoittajan verkostojen hyödyntämisen kautta."

"...Syynä tähän ei ollut pelkästään ulkomaisen sijoituksen riittämättömyys vaan myös henkinen tuki mikä Finnveran kaltaisen pääomasijoittajan mukaanolosta seuraa."

"Finnvera auttoi konkreettisesti yrityksen alkutaipaleella hallinnollisissa ja taloudellisissa asioissa. Saimme neuvoa mm. hallitus- ja yhtiökokoustyöskentelyyn liittyen. Finnvera auttoi myös hallituksen kasaamisessa."

"Lisäksi Finnveran kollega on vuosien varrella antanut arvokkaan panoksen meidän hallituksessa."

Monesti pääomasijoittajat ovat mukana yritysten hallitustyöskentelyssä ja tuovat yritykseen mukaan asiantuntijuutta, eikä pelkästään taloudellista hyötyä. Finnveran pääomasijoitustoiminnan tavoitteena on saada kohdeyrityksestä kannattava ja kehittää sitä eteenpäin, joka myöhemmin johtaa positiiviseen irtaantumiseen. Taustalla tässä sijoitustoiminnassa on jo aikaisemmin mainittu markkinapuutteen korjaaminen ja työllisyyden lisääminen. Finnveran sijoituksen elinkaari pitää siis sisällään monta eri tekijää, joilla se pyrkii vaikuttamaan kohdeyritykseen ja sitä kautta yhteiskuntaan.

Edellä on käsitelty toimitusjohtajien esille nostamat aiheet; uskottavuus, yksityinen pääoma ja asiantuntijuus ja verkostojen laajentaminen. Näiden tekijöiden kombinaatiolla pystytään konkreettisesti kehittämään ja laajentamaan yrityksen toimintaa eteenpäin. Yrityksen toiminnan kehittäminen voi olla esimerkiksi tuotteiden kaupallistamista, patenttien hakemista tai vaikka edellä mainittua toiminnan laajentamista. (Engel and Keilbach, 2002; Hidén ja Tähtinen, 2005.) Kyselyn vastaajista neljä (4) nosti yrityksen kehittämisen olleen mahdollista Finnveran pääomasijoitustoiminnan mukaan tulon myötä. Vastauksissa heillä oli selkeä konkreettinen kehittämishanke tai kehittämisen kohde, johon he viittasivat. Anonymiteetin säilyttämisen vuoksi, en näitä hankkeita tai kohteita voi tuoda tarkemmin esille. Yrityksen kehittämiseksi katsotaan myös yrityksen jatkorahoituskierrokset. Jatkorahoituksen hankkimisen taustalla saattaa olla esimerkiksi perusliiketoiminnan rahoittaminen, tuotteen kaupallistaminen jne. (Hidén ja Tähtinen, 2005, 305-306.) Alla muutama lainaus vastauksista, joissa toimitusjohtajat nostavat kehittämisen ja jatkorahoituksen yhdeksi Finnveran vaikutustekijäksi:

"...se on mahdollistanut kriittisten teknologiamme vahvistamisen ja hyväksyttämien, lisäksi meillä on ollut mahdollisuus patentoida teknologiamme."

"Kyllä on, ilman muuta, olemme pystyneet kehittämään liiketoimintaamme, palkkaamaan ihmisiä, patentoimaan ja hyväksyttämään tuotteemme teknisesti."

"Julkisen pääomasijoittajan rooli on ollut tärkeä myös jatkosijoituskierroksilla liidaavana sijoittajana."

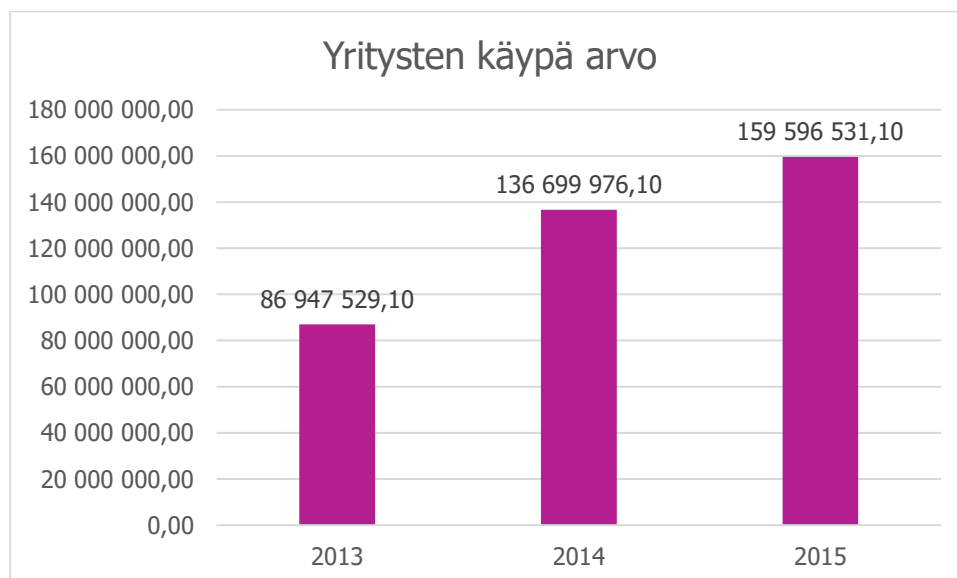
"Uskottavan julkisen "ankkurisijoittajan" mukanaolo on helpottanut myös seuraavia rahoituskierroksia merkittävästi ja lisännyt bisneksen uskottavuutta."

Yrityksen kehittymisen myötä on oletettavissa myös yrityksen arvon nousu. Toki jo itsessään yrityksen saama pääomasijoitus nostaa yrityksen tasearvoa, mutta sitä ei voida pitää yrityksen arvon määrittämisen kriteerinä. Finnveran pääomasijoitustoiminta noudattaa yrityksen arvonmäärittelyssä IPEV:n (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) arvonmäärittämissä periaatteita. Tiivistettynä arvonmäärittäminen tulee tehdä varovaisuutta ja huolellisuutta noudattaen, sellaista arvonmäärittämissä menetelmää käyttäen, joka investoinnin luonteen ja olosuhteen huomioon ottaen on tapaukseen soveltuva. IPEV:n (2018) listaamat yleisimmät arvonmäärittämissä menetelmät ovat seuraavat:

- Edellisen sijoituskierron mukainen arvostustaso
- Tuloperusteiset arvokertoimet
- Substanssiarvio
- Liiketoiminnan diskontatut kassavirrat tai tulos
- Investoinnin diskontatut kassavirrat

Olipa määrittämissä menetelmä mikä tahansa, on varmistettava, että arvostustaso ja siinä käytetty menetelmä ovat hyvin perusteltuja. Jokaisen arvonmäärittämissä yhteydessä sijoittajan tulee käydä läpi arvonmäärittämissä menetelmän valintaprosessi kunkin yrityksen kohdalla käyttäen kulloiseenkin tilanteeseen parhaiten sopivaa menetelmää. Euroopan pääomasijoitusyhdistyksen arvonmäärittämissä ohjeiden mukaan aikaisessa vaiheessa olevan yrityksen arvonmäärittämissä on sopivinta käyttää lähiaikoina tapahtuneeseen sijoitukseen tai markkinainformaatioon perustuvaa menetelmää. (Invest Europe, 2018).

Kaaviossa 5 on huomioitu tämän tutkimuksen kohteena olevien yritysten käypien arvojen kehitys vuosien 2013-2015 aikana. Arvonmäärittämissä on käytetty edellä mainittuja IPEV:n arvonmäärittämissä menetelmiä.



KAAVIO 5. Finnveran pääomasijoitustoiminnan EAKR-varoilla rahoitettujen kohdeyritysten käypän arvon kehitys vuosina 2013-2015.

Lähde: Finnvera Oyj, 2019.

Kuten kaavio osoittaa, on EAKR-varoilla sijoitettujen yritysten arvo vuonna 2015 lähes kaksinkertainen vuoteen 2013 verrattuna. Tämä antaisi meidän ymmärtää, että Finnveran pääomasijoitustoiminta on suoraan tai välillisesti saanut aikaan yrityksessä arvon nousua. Emme kuitenkaan pysty todentamaan sitä, että yrityksen arvo on noussut juuri Finnveran pääomasijoituksen ansiosta. Ottaen kuitenkin huomioon tämän tutkimuksen aikaisemmat tulokset, voisimme päätellä, että Finnveran pääomasijoitus on vähintäänkin suotuisasti ollut vaikuttamassa yrityksen arvon kehityksessä; mahdollistamalla yritystoiminnan kehittämisen, sekä ulkomaisten että yksityisten sijoittajien mukaan tulon ja yrityksen kansainvälistymisen käynnistämisen. Toimitusjohtajien vastausten perusteella yritysten arvon nousun voidaan katsoa aiheutuneen ainakin osittain julkisesta pääomasijoittajasta.

Toimitusjohtajille lähetettyjen kyselyiden vastaukset osoittivat selkeästi sen, että julkinen pääomasijoitus on mahdollistanut yritysten toiminnan käynnistämisen. Tästä voidaan tehdä myös päätelmä, että Finnveran pääomasijoitustoiminta on omalta osaltaan ollut paikkaamassa vallitsevaa markkinapuutetta tarjoamalla rahoitusta sellaisille yrityksille, jotka eivät sitä muualta olisi saaneet.

6.3 Yhteenveto ja keskeisimmät johtopäätelmät

Julkinen erityisrahoittaja Finnvera Oyj on Suomen valtion keskeisimpiä ohjauskeinoja niin uusien yritysten synnyttämisessä kuin vanhojen säilyttämisessä. Finnveran pääomasijoitustoiminta on ollut merkittävässä roolissa turvaamassa aikaisen vaiheen kasvuyritysten rahoituksen saantia. Tänä päivänä kasvuyritykset näyttävät merkittävää roolia talouden kasvussa. Ne ovatkin usein julkisesti tuettujen tai rahoitettujen toimenpiteiden kohteina. Tuettujen toimien tarjoama suurin mahdollinen hyöty jää käyttämättä, ellei niitä kohdisteta oikein niitä eniten tarvitsevalle. Tästä syystä vaikuttavuusarviointi on keskeisessä asemassa koska sillä pystytään osoittamaan tukien tarkoituksenmukainen käyttö.

Tämän tutkimuksen tarkoituksena oli tuottaa uutta tietoa Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuudesta tutkimuskysymyksellä ”Miten Finnveran pääomasijoitustoiminnalla on saavutettu sille asetetut tavoitteet?” Tutkimuksen tulokset näyttäisivät siltä, että asetetut tavoitteet ovat saavutettu. Tutkimus antaa monipuolisesti uutta tietoa Finnveran pääomasijoitustoiminnan positiivisesta vaikuttavuudesta. Tutkimuksen yleistettävyyteen täytyy kuitenkin suhtautua kriittisesti. Tutkittaessa tiettyä tapausta ja sen aikaansaamia vaikutuksia, on tiedostettava, että juuri siihen tapaukseen on vaikuttanut juuri sillä hetkellä vallitsevat tapahtumat ja ympäristössä tapahtuvat tutkimuskohteesta riippumattomat seikat.

Tutkimuskysymykseen lähdettiin hakemaan vastauksia kolmen alakysymyksen avulla. Ensimmäinen niistä oli, onko Finnveran pääomasijoitus tuonut kohdeyritykseen lisäarvoa? Empiirisen aineiston perusteella Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikutus yrityksen lisäarvoon on ollut merkittävä. Vastajista jopa 93 % (14/15) koki hyötyneensä verkostojen laajenemisesta, Finnveran mukana olosta hallitustyöskentelyssä, kokemuksesta, asiantuntijuudesta ja neuvoista ja ennen kaikkea uskottavuuden ja luottamuksen lisäämisestä. Moni vastaaja korosti näiden tekijöiden olleen ratkaisevan tärkeää yrityksen toiminnan kannalta. Jokainen vastaaja koki saaneensa jonkinlaista lisäarvoa Finnveran pääomasijoitustoiminnan mukaan tulosta. Vastauksia voitaneen pitää merkittävänä, sillä lisäarvo -käsitettä

ei kyselyssä avattu. Vastaaja itse vapaasti määritteli sen, mitä yrityksen saama mahdollinen lisäarvo tarkoittaa ja mitä se on ollut. Tulokset tukevat hyvin aihetta koskevaa teoriataustaa sekä aikaisempia tutkimuksia aiheesta (kts. esim. Corce, ym., 2012).

Onko Finnveran pääomasijoitustoiminta saanut yksityisiä sijoittajia aktivoitumaan? Yksityisen pääoman määrä tutkimuksen kohteena olevissa yrityksissä on tarkasteltavan ajanjakson aikana noussut nelinkertaiseksi. Avointen kyselyjen vastausten perusteella Finnveran pääomasijoitustoiminnalla on ollut positiivinen vaikutus yksityisten ja ulkomaisten sijoittajien mukaan saamiseksi kohdeyrityksen toimintaan. 53 % (8/15) vastaajista oli sitä mieltä, että ilman Finnveran mukaan tuloa he eivät olisi saaneet muita sijoittajia mukaan. Kyselyn vastaukset puoltavat Finnveran pääomasijoituksen vaikuttaneen suotuisasti yksityisen pääoman määrän nousuun kohdeyrityksissä.

Kansantalouden näkökulmasta tarkasteltuna yksityisten sijoittajien lisääntyminen on myös havaittavissa Suomessa kasvaneen bisnesenkeliverkoston laajenemisen myötä. Tätä voidaan myös pitää yhtenä asiana mihin Finnveran pääomasijoitustoiminnalla on ollut suotuisa vaikutus. Finnveran pääomasijoitustoiminta on luonut ensimmäisen toimivan bisnesenkeliverkoston Suomeen ja on myöhemmin ollut mukana käynnistämässä Suomen bisnesenkeliverkosta (FiBAN). Kyseessä on yksityisten sijoittajien verkosto. Vuonna 2009 Finnveran pääomasijoitustoiminnan luomassa verkostossa oli mukana 250 yksityistä sijoittajaa ja nykyään FiBAN:ssa yksityisten sijoittajien määrä on jo yli 650. Suomen bisnesenkeliverkosto (FiBAN) on yksi Euroopan suurimmista ja aktiivisimmista. (FiBAN, 2019-02-26). Voinemme myös ajatella, että Finnveran pääomasijoitustoiminnalla on luomansa enkeliverkoston kautta ollut yksi maan kattavimmista verkostoista käytettävissä, mistä on myös hyötyä kohdeyrityksille. Vielä kuitenkin suhteellisen tuoreella toimialalla ei näyttäisi olevan tarpeeksi yksityisiä sijoittajia markkinapuutetta paikkaamaan. On hyvin todennäköistä, että yksityiset sijoittajat kohdistavat varansa mahdollisimman matalan riskitason omaaviin kohteisiin. Näin ollen juuri ne potentiaaliset aikaisen vaiheen kasvuyritykset, jotka eniten tarvitsisivat tukea yritystoiminnan käynnistämiseen, jäävät vaille rahoitusta. Tämän vuoksi Suomen pääomasijoitusmarkkinassa tarvitaan edelleen sellaista rahoittajaa, joka jakaa riskiä muiden sijoittajien kanssa, ja joka kohdistaa varoja nimeämään sellaisiin yrityksiin, joilla ilman julkista toimijaa ei olisi mahdollisuutta saada muuta rahoitusta.

Onko Finnveran pääomasijoituksella ollut vaikutusta kohdeyrityksen kasvuun? Tämän tutkimuksen puitteissa tehdyn tilastollisen analyysin perusteella Finnveran pääomasijoitustoiminnalla ei näyttäisi olevan tilastollisesti merkittävää vaikutusta yrityksen liikevaihdon kasvuun. Sen sijaan vaikutus tutkimuksen kohteena olevien yritysten henkilöstön määrään näyttäisi olevan tilastollisesti merkittävä. Tuloksia ei voida kuitenkaan pitää täysin luotettavina ilman todellisen kausaalisuhteen luomista. Tarkastelun kohteena ollut aikajakso 2013-2015 oli sen verran lyhyt, että Finnveran pääomasijoituksen vaikutuksia yrityksen kasvuun ei tämän työn puitteissa tarkkaan pystytty selvittämään. Tämän tutkimuksen tarkoituksena ei ollut selvittää kausaalivaikutuksia. Tilastollisen tutkimuksen tarkoituksena oli tuoda toisenlaista näkökulmaa rikastuttamaan tutkimuksesta muita saatuja tuloksia. Kausaalisuhteen luomiseksi kohdeyritysten ja vertailuryhmän taustoissa olisi pitänyt huomioida muun muassa yritysten toimialat, mikä on merkittävässä roolissa esimerkiksi aikaisen vaiheen liiketoiminnan kasvussa.

Liikevaihto ja henkilöstön määrä eivät kuitenkaan pelkästään määrittele yrityksen kasvua. Yrityksen kasvuun vaikuttaa monen taustatekijän summa. Yrityksen toimiva johto, uskottavuus, rahoitus ja verkostot ovat esimerkkejä yrityksen kasvuun vaikuttavista tekijöistä. Empiirisen aineiston perusteella 67 prosenttia vastaajista oli sitä mieltä, että Finnveran pääomasijoitustoiminta on mahdollistanut yrityksen kansainvälistymisen, kansainvälisten sijoittajien mukaan saamisen ja rahoituksen saamisen toiminnan laajenemiseksi. Kyselyn tutkimustulokset näin ollen puoltavat Finnveran pääomasijoitustoiminnan mahdollistaneen yrityksen kasvun. Nämä tulokset ovat myös linjassa aikaisempien tutkimusten kanssa (Kersten ym., 2017; Ylhänen ym., 2016; Saarinen, 2012; Corce, ym., 2012). Yrityksen kasvuun vaikuttavia tekijöitä voitaisiin tarkastella myös yritysten patenttisalkkujen kautta. Tämä näkökulma saattaisi antaa totuudenmukaisemman arvion yrityksen mahdollisesta kasvun potentiaalista. Yrityksen omistama patenttisalkku on myös yksi yrityksen arvoon vaikuttavista tekijöistä, etenkin siinä vaiheessa, kun yrityksellä ei ole vielä liikevaihtoa.

Yksi Finnveran pääomasijoitustoiminnan tavoitteista on yrityksen arvon kasvattaminen, joka pidemmällä aikajänteellä johtaa omistuksen myyntiin yksityiselle taholle. Tämän tutkimuksen empiirisen aineiston perusteella ei saatujen vastausten perusteella pystytä arvioimaan vaikutuksia yrityksen arvoon luotettavasti, koska Finnveran pääomasijoituksen ja yrityksen arvon välistä yhteyttä ei pystytä osoittamaan. Avoimen kyselyn vastaajista kukaan ei nostanut esille yrityksen arvon nousua Finnveran pääomasijoitustoiminnan tuomana lisäarvona. Tämä voi johtua siitä, että yrittäjät eivät pidä yrityksen arvon nousua pelkästään lisäarvotekijänä. Yrityksen arvo nousee muun muassa, kun se kehittyy, saa aikaan liikevaihtoa, ja kasvaa ja/tai kansainvälistyy. Yrityksen arvon nousun voidaan sanoa olevan lopputulema monen asian summasta, jossa yhtenä tekijänä on pääomasijoittajan tuoma lisäarvo. Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuutta kohdeyrityksen arvon nousuun pystyttiin kuitenkin pohdittamaan tämän tutkimuksen tulosten avulla. Tutkimuksen sekundaariaineiston perusteella kohdeyritysten käyvät arvot ovat nousseet 422 % 3 vuoden tarkastelujakson aikana. Finnveran pääomasijoitustoiminnan yhteyttä yrityksen käyvän arvon nousuun voisi tutkia kohdeyrityksen taseen kautta. Seuraamalla sijoituksen aktivoitumista tuloslaskelmaan, pystytään jäljittämään yrityksen kasvuun vaikuttavia tekijöitä, jotka välillisesti kertovat myös yrityksen arvon noususta. Tässä tutkimuksessa ei ollut mahdollista lähteä ajallisten eikä taloudellisten resurssien vuoksi laajentamaan arviointia yritysten tase-eriin.

Tutkimuksen tulosten ollessa voimakkaasti positiivisia tutkija kyseenalaisti tutkimuksen validiteetin. Kyseenalaistettiin, onko tutkijan vahva ennakoasenne tutkimuksen tuloksista vaikuttanut tutkimuksen toteutukseen ja lopulta tuloksiin. Tutkimusprosessin tarkka läpikäynti varmisti, että tutkijan ennakoasenne ei ole vaikuttanut tutkimusprosessiin eikä sen tuloksiin. Kohdeyritysten toimitusjohtajille lähetettyjen kyselyjen vastauksista tulee vahvasti esille Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuus kohdeyrityksen toimintaan. Avoimissa kysymyksissä kysymysten asettelu oli yksinkertainen. Se antoi kyselyn vastaajille täyden vapauden arvioida Finnveran pääomasijoitustoiminnan merkitystä yrityksen toiminnassa sekä sen tuomia lisäarvoja. Vastaajia ei johdateltu vastaamaan tiettyyn suuntaan. Kaikki lisäarvon määrittelyt olivat siis suoraan tulleet kyselyn vastaajilta, eikä kyselyn laatijalta.

Toimitusjohtajille lähetettyjen kyselyiden vastaajista 93 % (14/15) oli sitä mieltä, että yritystä ei olisi olemassa ilman Finnveran mukaan tuloa tai sen toiminnan käynnistäminen olisi vähintäänkin hidastunut ja vaikeutunut. Tulos on julkisen pääomasijoitustoimialan kannalta merkittävä ja tukee ajatusta siitä, että julkinen rahoitus täydentää markkinoita. Tämä myös kertoo siitä, että tuettua rahoitusta on osattu kohdentaa sitä eniten tarvitseville, eli niille tahoille, joille se on tarkoitettukin. Julkisena toimijana Finnveran pääomasijoitustoimintaa ohjaavat asetukset joiden perusteella asiakkaaksi valikoituminen tapahtuu. Tämä poissulkee niin sanotun "kermankuorinnan" sijoituskohteista, mikä tekee Finnveran kaltaisesta pääomasijoitustoiminnasta äärimmäisen tärkeää yhteiskunnallisen merkityksen näkökulmasta. Suhteellisen tuoreen toimialan vuoksi yksityisten sijoittajien kenttä ei ole tarpeeksi suuri kattamaan vallitsevaa markkinapuutetta rahoituskentässä.

6.4 Jatkotutkimusaiheet

Tämä tutkimus toi esille uutta tärkeää tietoa sekä Finnveran pääomasijoitustoiminnasta että julkisesta pääomasijoitustoiminnasta. Blombergin & Kivipellon mukaan työn arvostusta saadaan nostatettua vaikuttavuuden toteamisella. Suomessa julkisen pääomasijoittamisen vaikuttavuutta ei ole aikaisemmin arvioitu, mutta tämä tutkimus antaa ainakin yhdenlaisen näkökulman aiheeseen ja toivottavasti avaa keskustelun aiheen jatkotutkimustarpeelle. (Blomgren & Kivipelto, 2012, 53-54.)

Tutkimuksen tulokset olivat yllättävän positiivisia ja avoimen kyselyn vastauksissa näkyi hyvinkin voimakkaita ilmaisuja Finnveran kaltaisen toimijan tärkeydestä. Esimerkkinä alla ote erään toimitusjohtajan vastauksesta, joka aika hyvin kiteyttää tämän tutkimuksen tulosten johtopäätökset. Vastauksesta on otettu pois katkelmia vastajaan anonymiteetin säilyttämiseksi:

"Yrityksemme rahoituksen järjestäminen silloin, kun Finnvera tuli mukaan sijoittajaksi oli täysin riippuvainen FV:n osuudesta.....Tämä johtuu pääosin siitä, että Suomessa ei ole edelleenkään toimivia pääomamarkkinoita ja yksityisiä sijoituksia tehdään enemmän laumamentaliteetilla, kuin faktisen analyysin perusteella. Suurin syy tähän on se, että edelleen yksityisten pääomarahastojen hallinnoima varallisuus on liian pieni, mikä johtaa kovaan linjaan sijoituskohteita valitessa. Tämä taas johtaa siihen, että vähät rahat käytetään mieluummin lypsylehmiin ja täysin varmoihin kohteisiin, kuin sellaisiin, jotka voivat breikata isosti. Toinen iso ongelma yksityisessä pääomarahastokentässä on organisaatio. Suomessa rahastot ovat profiloituneet aika pitkälle hitechiin, mutta silti rahastojen johtoryhmissä ja hallituksissa ei näe juuri lainkaan teknistä taustaa omaavia henkilöitä. Ilman teknistä taustaa henkilöillä ei voi olla substanssiosaamista arvioida mikä teknologia menestyy ja mikä ei. Tällöin arviointi perustuu puhtaasti yrittäjän puhetaivoihin..... FV:n rooli yksityisen rahan komppaajana on ollut tästä johtuen erityisen tärkeitä ja mahdollistaa uusien kansainvälisten menestystarinoiden synnyn täysin eri tasolla, kuin yksityinen raha."

Tässä tutkimuksessa Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuutta arvioitaessa keskityttiin välittömiin vaikutuksiin, mitkä yleensä näkyvät heti yritystoiminnassa. Tutkimus ei kerro miten pysyviä nämä merkitykset ovat tai miten pitkälle ajalle vaikutukset kantavat ja kertaantuvatko tietyt vaikutusmekanismit matkan varrella esimerkiksi yrityksen liikevaihtoon. Tutkimusta voisi laajentaa tarkastelemalla vaikuttavuuskysymystä yrityksen taseen kautta. Yrityksen taseesta saadun oman pääoman määrän avulla voidaan myös määrittää yrityksen arvo. Taseesta otettujen tunnuslukujen perusteella määritellyssä yrityksen arvossa tulee kuitenkin ottaa huomioon myös toimialasidonnaisuus. Toimiala ja yrityksen elinkaaren vaihe vaikuttavat yrityksen taserakenteeseen ja sen käyttäytymiseen. Tästä syystä tässä tutkimuksessa ei pystyty luotettavasti ottamaan huomioon vaikuttavuusnäkökulmaa yrityksen taseen kautta. Toimialasidonnaisuutta ei tämän tutkimuksen otannan vuoksi ollut mahdollista huomioida.

Yrityksen taloudellisia tunnuslukuja tarkastelemalla olisi mahdollista selvittää minkälainen vipuvaikutus Finnveran pääomasijoituksella on ollut yrityksen liikevaihtoon? Samalla pystyttäisiin tekemään arvio myös vaikutusten pysyvyydestä. Voimme olettaa, että mitä pidemmälle ja mitä suuremmalla kerrotoimella vaikutukset lisääntyvät, sitä pysyvämpiä ne ovat. Tieto pysyvien vaikutusten tekijöistä olisi tärkeä pystyä tunnistamaan. Tämän tutkimuksen tulokset viittaavat Finnveran pääomasijoituksen vaikuttavan positiivisesti yrityksen pääomavirtoihin, mikä on yksi pääomasijoituksen tarkoituksista. Yrityksen tase-erien tarkastelun kautta nähtäisiin, onko yritys vastaamassa sijoitushetken arvioon sen liiketoimintapotentiaalista ja minkälainen vipuvaikutus pääomasijoituksella on ollut.

Pääomasijoituksen vaikutus yrityksen taseeseen on välitön, ja jatkotutkimuksessa voisi seurata sijoituksen aktivotumista taseesta tuloslaskelmaan – eli missä vaiheessa sijoitus välillisesti näkyy (ja näkyykö se) yrityksen liikevaihdossa. Sijoitusesityksestä käy ilmi mihin sijoitettavat varat on tarkoitus kohdistaa ja toteutukselle suunniteltu aikataulu. Tase-erien tarkastelun kautta vaikuttavuuden tutkiminen edellyttää toimialasta riippuen, useamman vuoden tarkasteluajan.

Tämän tutkimuksen tulokset antoivat positiivisia viitteitä Euroopan aluekehitysrahaston ohjelmakauden varojen oikein kohdistamisesta pääomasijoitustoiminnan kautta. Jatkotutkimusta voisi suunnata kohdistamaan aluepoliittisiin vaikutuksiin. Onko näillä varoilla onnistuttu vaikuttamaan alueellisten erojen tasaamisessa, esimerkiksi työllisyyskysymyksessä? Tässä tutkimuksessa ei ollut mahdollista selvittää työllisyyskysymystä syvällisemmin, joten sen tarkempi tarkastelu olisi tärkeää nimenomaan rakenteellisten alue-erojen näkökulmasta. Tutkimukseen voisi liittää myös toimialasidonnaisuuden. Tämän tutkimuksen kohteena olevat yritykset olivat hajautuneet monelle eri toimialalle, jonka vuoksi toimialakohtaista analysointia ei ollut mahdollista tehdä. Toimialakohtaisia eroja tutkimalla valtion tukemien ohjelmien varojen kohdistamista pystyttäisiin kohdentamaan entistä tarkemmin niitä eniten tarvitsevalle.

LÄHTEET

AISTRICH, Matti. Kannattaako vaikuttavuutta yrittää mitata? [Verkkoartikkeli] Sitra. [Viitattu 2018-01-26] Saatavissa: <https://www.sitra.fi/artikkelit/kannattaako-vaikuttavuutta-yrittaa-mitata/>

BLOMBERG, Sanna ja KIVIPELTO, Minna, 2012. Valtaistus. Valtakunnallinen aikuissosiaalityön kartoit-
tus. Terveyden ja Hyvinvoinnin laitos (THL). Raportti 27/2012. Helsinki.

BERTONI, Fabio, COLOMBO, Massimo G. and GRILLI, Luca, 2011. Venture capital financing and the
growth of high-tech start-ups: Disentangling treatment from selection effects. *Research Policy* 40, pp.
1028-1043.

BERTONI, Fabio, MARTÍ, Jose and REVERTE, Carmelo, 2018. The impact of government-supported
participative loans on the growth of entrepreneurial ventures. *Research Policy*, Volume 48, Issue 1,
pp. 371-384.

BYCKLING, Eero, 2017. Vienti vetämään. Näin luomme uusia menestyviä vientituotteita. Into Kustan-
nus Oy: Helsinki.

CHUDNOVSKY, Daniel, LÓPEZ, Andrés, ROSSI, Martín and UBFAL, Diego, 2006. Evaluating a Prog-
ram of Public Funding of Private Innovation Activities. An Econometric Study of FONTAR in Argentina.
Working Paper: Office of Evaluation and Oversight, OVE/WP-16/06.

CIOCIU, Cristina- Elena, 2015. The Impact Of The European Regional Development Fund On
Smes—Evidence From Romania. *THE ANNALS OF THE UNIVERSITY OF ORADEA*, 525.

COLOMBO, Massimo G., GRILLI, Luca, CINZIA, Verga, 2007. High-tech Start-up Access to Public Funds
and Venture Capital: Evidence from Italy. *International Review of Applied Economics*, 2007, 21.3:
381-402.

COPESTAKE, James, BHALOTRA, Sonia and JOHNSON, Susan, 2000. Assessing the Impact Of Mic-
rocredit on Poverty: A Zambian Case Study. Occasional Paper 02/00. United Kingdom: Centre of De-
velopment Studies.

CORTÉS, Kristle Romero and LERNER, Josh, 2012. Bridging the Gap? Government Subsidized Lending
and Access to Capital. Working paper 12-29. Federal Reserve Bank of Cleveland.

CROCE, Annalisa, MARTÍ, José and MURTINU, Samuel, 2012. The impact of venture capital on the
productivity growth of European entrepreneurial firms: "Screening" or "value added" effect? *Journal*
of Business Venturing 28 (2013), pp. 489-510.

CUMMING, Douglas and GROH, Alexander Peter, 2018. Entrepreneurial finance: Unifying themes and
future directions. *Journal of Corporate Finance* 50 (2018), pp. 538-555.

DAHLER-LARSEN, Peter, 2005. Vaikuttavuuden arviointi. Hyvät käytännöt. Menetelmä-käsikirja. Hel-
sinki: STAKES, Sosiaali- ja terveystieteiden tutkimus ja kehittämiskeskus.

DAVILA, Antonio, FOSTER, George and GUPTA, Mahendra, 2002. Venture capital financing and the
growth of start up firms. *Journal of Business Venturing* 18 (2003), pp. 689-708.

EBERSBERGER, Bernd, 2011. Public funding for innovation and the exit of firms. [E-artikkeli]. Journal of Evolutionary Economics, Vol. 21 (3), pp. 519-543. Innsbruck, Austria. [Viitattu 2018-03-09]. Saatavissa: search.proquest.com

ELY, 2018-03-22. Elinkeino-, liikenne- ja ympärisökeskuksen verkkosivut. [viitattu 2018-03-22]. www.ely-keskus.fi

ENGEL, Dirk, 2002. The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation. Centre for European Economics Research (ZEW). ZEW Discussion Paper No 02-02.

ENGEL, Dirk and KEILBACH, Max, 2002. Firm Level Implications of Early Stage Venture Capital Investment – An Empirical Investigation. Centre of European Economics Research (ZEW). Discussion Paper No. 08-82.

EU PUBLICATIONS, 2015-02-11. EU parantaa pienten ja keskisuurten yritysten (pk-yritysten) rahoitusmahdollisuuksia. [viitattu 2018-03-22]. Saatavissa: <http://dx.publications.europa.eu/10.2769/65049>

EUROOPAN KOMISSIO, 2018-05-24. Euroopan tuki alueille ja kaupungeille, aluepolitiikka, rahoitus. [Viitattu 2018-05-24]. Saatavissa: http://ec.europa.eu/regional_policy/index.cfm/fi/funding/erdf/

EUROOPAN KOMISSIO, 2009-01-28. Valtiontuki N 395/2007 –Suomi. Aloitusrahasto Vera Oy:n riskipääomatukiohjelma. Finnvera Oyj: Kuopio.

EUROPEAN COMMISSION, 2007. Comparative Study of Venture Capital and Loan Funds Supported by the Structural Funds. Final Report. Centre for Strategy & Evaluation Services. United Kingdom.

EUROPEAN COMMISSION, 2018. Ex-ante assessment for financial instruments, Sweden. Case Study. Saatavissa: www.fi-compass.eu; https://www.fi-compass.eu/sites/default/files/publications/case-study_sweden.pdf

FIBAN, 2019-02-26. About FiBAN. Verkkójulkaisu. Viitattu 2019-02-26. <https://www.fiban.org/about.html>

FINNVERA, 2014. Annual Report 1.1. - 30.6.2014 of The State AID Program of Aloitusrahasto Vera Oy. [raportti] Helsinki: Finnvera.

FINNVERA, 2018-04-19. Finnvera lyhyesti. [verkkosivut]. [Viitattu 2018-04-19]. www.finnvera.fi

FINNVERA, 2013-09-20. Finnveran ja Työ- ja elinkeinoministeriön palaveri pääomasijoitustoiminnasta. [Muistio]. Helsinki: Finnvera.

FINNVERA, 2008. Finnveran omistajapolitiikka. [Muistio]. Helsinki: Finnvera.

FINNVERA, 2012. Finnveran pääomasijoitustoiminta. Sijoituspolitiikka. [Muistio]. Kuopio: Finnvera.

FINNVERA, 2015. EAKR varat pääomasijoitustoiminnassa 2015. [muistio]. Kuopio: Finnvera.

- GERRING, John, 2007. Case Study Research, Principles and practices. New York: Cambridge University Press.
- GOMPERS, Paul, LERNER, Josh 2004. The Venture Capital Cycle. Second edition. Massachusetts Institute of Technology. England: The MIT Press.
- HALME, Kimmo, SALMINEN, Vesa, LAMMINMÄKI, Kalle, RIKAMA, Samuli, BARGE, Brian, DALZIEL, Margaret ja MILLER, Cameron, 2015. Nuorten kasvavien yritysten merkitys, menestystekijät ja yritystukien rooli kasvun ajurina. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja. Konserni 10/2015.
- HEIKINMATTI, Kirsi, JAHKONEN, Eetu, KANERVISTO, Mari, KEKKI, Sari, MARJOMAA, Joonas, RUUSU-LAAKSO, Joni ja TOIVIO, Ari, 2017. Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Yritystutkimus Ry.
- HIDÉN, Paulus ja TÄHTINEN, Jyrki, 2005. Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta. Helsinki: Talentum.
- HOCHBERG, Yael V., LJUNGQVIST, Alexander and LU, Yang, 2007. Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance. The Journal of Finance, LXII(1), pp. 251-301.
- HYNYNEN, Sanna, 2011. Liiketoiminnan suunnittelun ja yrityksen menestymisen yhteys aikaisen elin-kaarivaiheen innovatiivisissa yrityksissä. Pro gradu –tutkielma. Yhteiskuntatieteiden ja kauppatieteiden tiedekunta, Sosiaali- ja terveysjohtamisen laitos. Itä-Suomen yliopisto. Kuopio: Finnvera.
- HYYTINEN, Ari, PAJARINEN, Mika & YLÄ-ANTTILA, Pekka, 2011. Finpron vaikuttavuus: Finpron palveluiden käytön vaikutukset yritysten kansainvälistymiseen ja menestykseen. [Verkkojulkaisu] ETLA,
- HÖGMANDER, Harri, 2010. Tilastotieteen peruskurssi 2. TILP260. Jyväskylän yliopisto. Matematiikan ja tilastotieteen laitos. Kevät 2010, 4. PAINOS.
- IMMONEN, Sakari, 2012. Kasvuyrityskatsaus 2012. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja. Innovaatio. 20/2012. Viitattu 2019-02-08. Saatavissa: <https://tem.fi/documents/1410877/3342347/Kasvuyrityskatsaus+2012+21052012.pdf>
- INVEST EUROPE, 2019-02-20. About us. [verkkójulkaisu]. Viitattu 2019-02-20. Saatavissa: <https://www.investeurope.eu/about-us/>
- INVEST EUROPE, 2018. Professional Standards Handbook. Invest Europe Professionals Standards Committee. Edition: April 2018. Belgium: Invest Europe.
- KANNINEN, Sami and LEMOLA, Tarmo, 2006. An Analysis of Recent International Evaluation Activity. Methods for Evaluating the Impact of Basic Research Funding. Publications of the Academy of Finland 9/06. Helsinki: Edita Prima Oy.
- KAUPPI, Heikki, 2009. Ekonometria. Kansantaloudellinen aikakauskirja 105 vsk, 1/2009, s. 51-54.
- KERSTEN, Renate, HARMS, Job, LIKET, Kellie and MAAS, Karen, 2017. Small Firms, large Impact? A Systematic review of the SME Finance Literature. World Development Vol 97. pp. 330-348. Erasmus University Rotterdam, The Netherlands.

KOSKINEN, Ilpo, ALASUUTARI, Pertti ja PELTONEN, Tuomo, 2005. Laadulliset menetelmät kauppatieteissä. Tampere: Vastapaino.

KOTIRANTA, Annu, PAJARINEN, Mika ja ROUVINEN, Petri, 2016. Miltä startupit näyttävät tilastojen valossa? ETLA. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos. 22.12.2016, ETLA Raportit No 66.

KPMG ja Pääomasijoittajat, 2019. Toimialatutkimus: Pääomasijoittajien vaikutus yritysten kasvuun vuosina 2010-2017. [Verkojulkaisu]. Viitattu 2019-01-23. Saatavissa: https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2019/01/Toimialatutkimus_22.01.19-Finnish.pdf

LAUKKANEN, Mauri, 2007. Kasvuyritys. Helsinki: Talentum.

LEIJALA, Antti, 2015. 1-9 hengen mikroyritykset Suomen kasvun vetreina. Lean Six Sigman taikaa. Helsinki: BoD-Books on Demand.

LEPPINIEMI, Jarmo ja LOUNASMERI, Sari, 2000. Yritysrahoitus. [E-kirja]. Viimeisin päivitys 2018-02-14. Alma Talent Fokus. Saatavissa: <https://fokus.almatalent.fi/teos/yr111>

LERNER, Josh, 1996. The Government as Venture Capitalist: The long-run Impact of the SBIR Program. National Bureau of Economic Research. Working paper 5753.

LERNER, Josh, 2002. When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective "Public Venture Capital" programmes. The Economic Journal 112, pp. F73-F84.

LITHANDER, Jörgen, WIDERSTEDT, Barbro and TYNELIUS, Ulf, 2016. Effects & experiences – final evaluation of the Swedish regional co-investment funds 2009-15. 2009-055. Sweden, Östersund: Swedish Agency For Growth Policy Analysis.

MALIRANTA, Mika ja MÄÄTTÄNEN, Niku, 2014. Innovointi, luova tuho ja tuottavuus. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos, ETLA, muistio no 25. Saatavissa: <https://www.etla.fi/wp-content/uploads/ETLA-Muistio-Brief-25.pdf>

MALIRANTA, Mika, PAJARINEN, Mika ja ROUVINEN, Petri, 2018. Sturtupit kansantaloudessa. ETLA B277. Helsinki: Taloustieto Oy

METRICK, Andrew and YASUDA, Ayako, 2010. Venture Capital & The Finance of Innovation. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons Inc.

METSÄMUURONEN, Jari, 2006. Laadullisen tutkimuksen käsikirja. Helsinki: International Methelp Ky.

MIT MUSEUM. Entrepreneurial MIT. Venture Capital, American Research Development Corporation, 1946. [Viitattu 2018-02-23.]. Saatavissa: <http://museum.mit.edu/150/78>

NAUMANEN, Mika, 2002. Nuorten teknologiayritysten menestystekijät. Sitran raportteja 28. Helsinki: Edita Prima Oy.

NIIRANEN, Vuokko, STENVALL, Jari, LUMIJÄRVI, Ismo, MEKLIN, Pentti ja VARILA, Juha, 2005. Miten arvioida kuntapalvelujen tuloksellisuutta? Kuntapalvelujen tuloksellisuuden arviointi. Keuruu: PS-kustannus.

- OJASALO, Katri, MOILANEN, Teemu ja RITALAHTI, Jarmo, 2015. Kehittämistyön menetelmät. Uudenlaista osaamista liiketoimintaan. 3.-4. painos, 2015. Helsinki: Sanoma Pro Oy.
- PAASIO, Petteri, 2006. Yleinen ja erityinen viitekehys arvioinnissa. Hallinnon tutkimus 3. Arvioinnin teemanumero, 92-107. Hallinnon tutkimuksen seura ry. 2006. Tampere.
- PAGLIA, John K. and HARJOTO, Maretno A., 2014. The effects of private equity and venture capital on sales and employment growth in small and medium-sized business. *Journal of Banking & Finance*, 47, pp. 177-197.
- PAJARINEN, Mika, ROUVINEN, Petri ja YLHÄNEN, Iikka, 2016. Kasvun nälkä. Pääomasijoitetut yritykset muutosagentteina. Innovaatiorahoituskeskus Tekes ja Suomen Pääomasijoitusyhdistys (FVCA). Helsinki: Taloustieto Oy.
- PAWSON, Ray and TILLEY, Nick, 2004. Realist Evaluation. British Cabinet Office. Saatavissa: http://www.communitymatters.com.au/RE_chapter.pdf
- PAWSON, Ray and TILLEY, Nick, 1997. Realistic Evaluation. London: SAGE Publications.
- PEKKALA, Henrik ja LAMMINMÄKI, Kalle, 2014. Pohjois-Savon EAKR-toiminnan arviointi: Yritysten kehittämisyhteistyöt ja infrahankkeet. [Raportti]. Espoo: Ramboll.
- PEKKARINEN, Tuomas, 2006. Toimenpiteiden vaikutusten arviointi empiirisessä mikrotaloustieteessä. *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 102, vsk, 3/2006.
- POHJOLA, Anneli, KEMPPAINEN, Tarja ja VÄYRYNEN, Sanna, 2012. Tutkimukseen perustuva vaikuttavuus. Sosiaalityön vaikuttavuus. Rovaniemi: Lapin yliopistokustannus.
- RANTANEN, Hannu ja HOLTARI, Jami, 1999. Yrityksen suorituskyvyn analysointi. [Viitattu 2019-02-13]. Saatavissa: <https://docplayer.fi/1578427-Yrityksen-suorituskyvyn-analysointi.html>
- ROCHE, Chris J. R., 1999. Impact Assessment for Development Agencies: Learning to Value Change. *Oxfarm Development Guidelines*. [Viitattu 2018-02-01]. Oxfarm Publications.
- SAARANEN-KAUPPINEN, Anita ja PUUSNIEKKA, Anna, 2006. KvaliMOT - Menetelmäopetuksen tietovaranto [verkkójulkaisu]. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietoarkisto [ylläpitäjä ja tuottaja]. [Viitattu 2019-02-22]. Saatavissa: <http://www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus/>.
- SAARINEN, Erkka, 2012. Finnveran vaikuttavuuden arviointia. Pro gradu –tutkielma. Valtiotieteiden tiedekunta, Kansantaloustiede. Helsingin yliopisto.
- SLAVOV, Matias, 2013. Hume, Davis. Logos Ensyklopedia. [Viitattu 2019-01-19]. Retrieved from: <http://filosofia.fi/node/6466>.
- SMOLARSKI, Jan and KUT, Can, 2009. The impact of venture capital financing method on SME performance and internationalization. *International Entrepreneurship and Management Journal* (2011) 7, pp. 39-55.

STUCCHI, Rodolfo, ROJO, Sofia, MAFFIOLI, Alessandro and CASTILLO, Victoria, 2014. Knowledge Spillovers of Innovation Policy through Labor Mobility: An impact Evaluation of the FONTAR program in Argentina. IDEAS Working Paper Series 448. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis.

SUOMEN PANKKI, 2012. Rahoitusmarkkinaraportti 1/2012. Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto. 17.2.2012: Helsinki.

SUOMEN PÄÄOMASIOITUSYHDISTYS RY, FVCA, 2009. Avoimuus ja läpinäkyvyys pääomasijoitustoimialalla. Suositukset. Helsinki: FVCA.

SUOMEN PÄÄOMASIOITUSYHDISTYS RY, 2019. Pääomasijoittajien Gradukilpailu. [Viitattu 2019-02-16.] Saatavissa: <https://paaomasijoittajat.fi/ajankohtaista/gradukilpailu-2019/>

TEUBAL, Morris and LUUKKONEN, Terttu, 2006. Venture Capital Industries and Policies: Some Cross-Country Comparisons. No. 1006. Helsinki: ETLA, The Research Institute of the Finnish Economy.

TUOMALA, Matti, 2009. Julkistalous. Gaudeamus Helsinki University Press Oy Yliopistokustannut.

TUOMI, Jouni ja SARAJÄRVI, Anneli, 2009. Laadullinen tutkimus ja sisällön analyysi. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.

TYÖ- JA ELINKEINOMINISTERIÖ, 2018-04-19. Business Finland aloittaa toimintansa 1. tammikuuta 2018. [Verkojulkaisu]. Työ- ja elinkeinoministeriön artikkelit. [Viitattu 2018-04-19]. Saatavissa: http://tem.fi/artikkeli/-/asset_publisher/business-finland-aloittaa-toimintansa-1-tammikuuta-2018

TYÖ- JA ELINKEINOMINISTERIÖ, 2008-01-29. Työ- ja elinkeinoministeriön Finnvera Oyj:le asettamat tavoitteet yhtiön konsernin harjoittamalle pääomasijoitustoiminnalle. [Muistio]. Kuopio: Finnvera.

TYÖ- JA ELINKEINOMINISTERIÖ (TEM), 2008-09-29. Valtion tuki N 395/2007 – Suomi, Aloitusrahoitus Vera Oy:tä koskeva ilmoitus. Kuopio: Finnvera.

TYÖ – JA ELINKEINOMINISTERIÖ (TEM), 2014. Valtiontukisäännöt. TEM: Edita Prima Ltd.

VALLI, Raine ja AALTOLA, Juhani, 2015. Ikkunoita tutkimusmetodeihin 2. Näkökulmia aloittelevalle tutkijalle tutkimuksen teoreettisiin lähtökohtiin ja analyysimenetelmiin. Jyväskylä: PS-kustannus.

VALTIONTALouden TARKASTUSVIRASTO, 2016. Tuloksellisuustarkastuskertomus, Valtion pääomasijoitustoiminta. Valtiontalouden tarkastusviraston tarkastuskertomukset 15/2016, Dnro 219/54/2014. Helsinki: Lönnberg Print & Promo.

VENETOKLIS, Takis, 2004. An evaluation of wage subsidy programs to SMEs utilising propensity Score Matching. Helsinki: Valtion taloudellinen tutkimuskeskus, Government Institute for Economic Research.

VIRTANEN, Petri, 2007. Arviointi. Arviointitiedon luonne, tuottaminen ja hyödyntäminen. Helsinki: Edita Prima Oy.

YLHÄNEN, Ilkka, ROUVINEN, Petri & KUUSI, Tero, 2016. Katsaus yksityisen t&k toiminnan ja sen julkisen rahoituksen vaikuttavuuteen. Valtioneuvoston selvitys ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 57/2016. [Viitattu 2017-12-04]. Valtioneuvoston kanslia.

LIITE 1

Sähköpostikyselylomake

Hei,

Opiskelen Savonia ammattikorkeakoulussa ylempää tradenomin tutkintoa, aiheena liiketoimintaosaaminen ja yrittäjäyys – liiketoiminnan kehittäminen. Teen lopputyönäni arvioinnin Finnveran pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuudesta. Olisin erittäin kiitollinen, jos teillä olisi hetki aikaa vastata alla oleviin kysymyksiin. Vastaukset käsitellään täysin anonymisti, eikä vastaajien nimet tai yritykset tule missään tilanteessa esille työssäni. Voit vastata suoraan tähän viestiin sähköpostivastauksena. **Pyydän toimittamaan vastaukset 7.2.2019 mennessä.**

I am finishing my Master's Degree Programme in Business Administration at the Savonia University of Applied Sciences. I'm doing my thesis about The Impact of public venture capital, Case Finnvera Oyj. It would be very helpfull if You would answer the questions below. The answers will be handled completely anonymously. You can reply to this email. **Hope to get Your answer untill 7.2.2019.**

1. Arvioi mikä olisi yrityksen tilanne ilman julkisen pääomasijoittajan mukaan tuloa? Evaluate what would be Your company's situation without a public venture capital investor?
2. Onko julkisen pääomasijoittajan läsnäolo on tuonut yritykseen lisäarvoa? Jos on niin minkälaista? Has the presence of a public venture capitalists added value to the company? If so, what?

Kiitos jo etukäteen vastauksistanne! Thanks in advance for your answers!

Kind regards,

Minna Vanninen

p. 050 449 XXXX