

PIENYRITYSTEN RAHOITUSRATKAISUT

**TALOUSTIEDE
PRO GRADU -TUTKIELMA
JOHTAMISKORKEAKOULU
TAMPEREEN YLIOPISTO
TOUKOKUU 2015
TUULI NIKUNEN**

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto

Johtamiskorkeakoulu

NIKUNEN, TUULI: Pienyritysten rahoitusratkaisut

Pro gradu -tutkielma: 81 sivua

Taloustiede

Toukokuu 2015

Avainsanat: pienyritykset, rahoitus, rahoitusrakenne, rahoituksen saatavuus, euroalueen talouskriisi

Tutkielmassa pyritään selvittämään mitkä seikat vaikuttavat pienyritysten rahoitusrakenteen muodostukseen sekä niiden rahoituksen saatavuuteen. Pienyritysten rahoitusrakennetta ja rahoituksen saatavuutta pohditaan muun muassa siitä näkökulmasta, miten pienyritysten rahoitus eroaa suurien rahoituksesta. Tutkielma tarkastelee aiempaa kirjallisuutta näihin tutkimusongelmiin liittyen. Lisäksi tutkielmassa on tarkasteltu Euroopan keskuspankin pk-yrityksille suunnatusta SAFE-kyselytutkimuksesta kerätyn aineiston avulla, miten suomalaisten pk-yritysten rahoituksen saatavuus on kehittynyt euroalueen talouskriisin puhkeamisen jälkeen.

FGC-malli kuvaa ehkä parhaiten mitä rahoituslähteitä pienyrityksillä on käytettävissään sekä sitä, miten yritysten rahoitusrakenteet vaihtelevat yritysten elinkaaren eri vaiheissa. Pienyritykset ovat kuitenkin joukkona niin heterogeeninen, että yhden kaikenkattavan mallin löytäminen voi olla mahdotonta. Monet suurten ja pienten yritysten rahoituksen välillä olevista eroista johtuvat siitä, että pienet yritykset ovat suuriin verrattuna huomattavasti läpinäkymättömämpiä tiedon suhteen. Pienyrityksillä huomio siirtyy optimaalisista rahoitusrakenteista osittain rahoituksen saatavuuteen, sillä läpinäkymättömyys tiedon suhteen johtaa rajoitetumpaan rahoituslähdevalikoimaan, kuin suurilla yrityksillä.

Pienyritysten rahoituksen saatavuuteen vaikuttavat tekijät jakautuvat karkeasti kahteen luokkaan. Ensinnäkin pienyrityksen omilla ominaisuuksilla on vaikutusta rahoituksen saatavuuteen. Toiseksi pienyrityksen liiketoimintaympäristön ominaisuuksilla on omat vaikutuksensa. Rahoitukselliset ja institutionaaliset puutteet voivat estää pienyrityksiä kasvamasta optimaaliseen kokoonsa. Tarkasteltaessa pk-yritysten rahoituksen saatavuuden kehitystä Suomessa euroalueen velkakriisin puhkeamisen jälkeen, suomalaisyritysten tilanne vaikuttaisi varsin hyvältä, ainakin koko euroalueeseen verrattuna.

Sisällysluettelo

1 JOHDANTO.....	1
2 PIENYRITYKSET JA RAHOITUSMARKKINOIDEN TOIMINTA.....	4
2.1 Pienyrityksen määritelmä.....	4
2.2 Pienyritykset taloustieteellisissä teorioissa	7
2.3 Rahoitusmarkkinoiden toiminta ja rahoituksen välittäjät	11
2.3.1 Markkinaehtoiset rahoituslähteet.....	14
2.3.2 Yritystuet.....	19
3 PIENYRITYSTEN RAHOITUSRAKENTEEN VALINTA	23
3.1 Rahoituksen kustannukset.....	23
3.2 Optimaalisen rahoitusrakenteen teoriat pienyritysten näkökulmasta.....	28
3.3 Pienyritysten rahoitusrakenteeseen vaikuttavat seikat.....	40
3.3.1 Yhteiskunnan vaikutus	40
3.3.2 Yrityksen omistajarakenteen vaikutus.....	42
4 PIENYRITYSTEN RAHOITUKSEN SAATAVUUS	48
4.1 Rahoituksen saatavuuteen vaikuttavat tekijät.....	48
4.1.1 Makrotaloudelliset heilahtelut ja rahoitusmarkkinoiden epäonnistuminen.....	49
4.1.2 Liiketoimintaympäristön vaikutukset.....	52
4.1.3 Rahoituksen saatavuus kasvun rajoitteena.....	56
4.2 Rahoituksen saatavuus euroalueen velkakriisin puhkeamisen jälkeen.....	59
5 LOPUKSI	71
LÄHDELUETTELO.....	76

1 Johdanto

Pienillä ja keskisuurilla yrityksillä (pk-yritykset) on huomattava taloudellinen merkitys niin Suomessa kuin Euroopan unioninkin (EU) alueella. Suomessa oli vuonna 2013 yli 350 000 yritystä, joista 99,8 prosenttia oli henkilöstöltään alle 250 työntekijän pk-yrityksiä (Tilastokeskus, 2014). EU:n alueella pk-yritysten osuus on yhtä merkittävä kuin Suomessa (Euroopan yhteisöjen komissio, 2015b). Pk-yritysten osuus kaikkien Suomen yritysten yhteenlasketusta liikevaihdostakin on yli puolet ja noin 66 prosenttia yksityisen sektorin työntekijöistä työskenteli pk-yrityksissä (Tilastokeskus, 2014). Työllistjänäkin pk-yrityssektori on siis merkittävä. Kun tilaston yrityksiin sovelletaan Euroopan yhteisöjen komission (2003) määritelmää, niin suurten yritysten osuus kasvaa jonkin verran, johtuen määritelmän riippumattomuusehdosta. Tämän määritelmän mukaan suuria yrityksiä oli vuonna 2013 n. 5 500 kappaletta, kun maa-, metsä- ja kalatalouden eikä rahoitus- ja vakuutus toiminnan yrityksiä laskettu mukaan (Tilastokeskus, 2014).

Tässä pro gradu -tutkielmassa käsitellään yritysten rahoitusta etenkin pienyritysten näkökulmasta. Tutkielmassa pyritään selvittämään mitkä seikat vaikuttavat pienyritysten rahoitusrakenteen muodostukseen sekä niiden rahoituksen saatavuuteen. Pienyritysten rahoitusrakennetta ja rahoituksen saatavuutta pohditaan muun muassa siitä näkökulmasta, miten pienyritysten rahoitus eroaa suurten yritysten rahoituksesta. Tutkielma tarkastelee aiempaa kirjallisuutta näihin tutkimusongelmiin liittyen. Lisäksi tutkielmassa on tarkasteltu Euroopan keskuspankin pk-yrityksille suunnatusta kyselytutkimuksesta *'Survey on the access to finance of SMEs in the euro area'* kerätyn aineiston avulla, miten suomalaisten pk-yritysten rahoituksen saatavuus on kehittynyt euroalueen talouskriisin puhkeamisen jälkeen.

Yleisesti yritysten rahoitustarve johtuu tulojen ja menojen tavanomaisesta syntymisjärjestyksestä, eli siitä että meno edeltää yleensä tuloa. Yrityksen on sidottava pääomaa suoritteidensa tuotantoon ennen kuin kyseisistä suoritteista voidaan saada tuloa. Näillä investoinneilla yritys voi myös tavoitella toimintansa laajentamista. Toimivat rahoitusmarkkinat mahdollistavat investointien toteuttamisen, vaikka yritykseltä omaa rahoitusta puuttuisikin.

Julkisessa keskustelussa on oltu huolissaan siitä, että rahoitusmarkkinat epäonnistuisivat erityisesti pk-yritysten kohdalla. Tämä huoli johtuu pitkälti pienyritysten huomattavasta taloudellisesta merkityksestä. Pienyritysten rahoituksen saatavuus voi myös olla herkempi makrotaloudellisille shokeille verrattuna toimintansa jo vakiinnuttaneisiin suuryrityksiin.

Kenties tärkein ominaispiirre pienyritysten rahoituksessa on niiden läpinäkymättömyys tiedon suhteen (*informational opacity*). Pienyritysten liikesopimukset eivät ole yleistä tietoa, eikä niiden tilinpäätöksillekään ole välttämättä suoritettu tilintarkastusta. Pienyritysten voi olla siis vaikeaa saada sidosryhmänsä vakuuttumaan omasta laadukkuudestaan. Tällä on omat vaikutuksensa siihen, millaisia rahoituslähteitä pienyritykset pystyvät rahoitusrakenteeseensa sisällyttämään. Pienyritykset ovat riippuvaisempia yksityisistä rahoitusmarkkinoista, kun taas suurille yrityksille on tarjolla monipuolisemmin erilaisia rahoituslähteitä johtuen niiden mahdollisuudesta hyödyntää julkisia rahoitusmarkkinoita.

Pienyritysten rahoitusrakenteen tarkastelussa voidaan hyödyntää erilaisia optimaalisen rahoitusrakenteen teorioita. Suuri osa rahoitusrakenteisiin liittyvistä tutkimuksista juontavat juurensa Modiglianin ja Millerin (1958) artikkeliin optimaalisista rahoitusrakenteista. Tämän jälkeen kehitetyistä teorioista trade-off -teoria ja nokkimisjärjestysteoria (*pecking order theory*) tuovat oman lisänsä pienyritysten rahoitusrakennepäätöksiin, vaikka ne onkin kehitetty lähinnä suuria yrityksiä silmällä pitäen. Trade-off teoria laajentaa Modiglianin ja Millerin propositiota optimaalisesta rahoitusrakenteesta tuomalla tarkasteluun mukaan verojen ja konkurssikustannusten vaikutukset. Pienyrityksillä nokkimisjärjestysteoria on huomattu erityisen osuvaksi kuvaukseksi eri rahoituslähteiden preferoidusta käyttöjärjestyksestä. Transaktiokustannusten taloustiede taas selittää erilaisten rahoitusrakenteiden käyttöä yrityksissä käytettävän varallisuuden erityisyyden kautta. Varallisuuden erityisyys vaikuttaa rahoitusrakenteeseen siten, että mitä erityisempää yritystoiminnassa tarvittava varallisuus on, sitä parempi rahoituslähde oma pääoma sille on. Financial growth cycle -malli puolestaan esittää, että pienemmällä, nuoremmilla ja tiedon suhteen läpinäkymättömillä yrityksillä on erilaiset rahoitusrakenteet, kuin suurilla, vanhoilla ja tiedon suhteen läpinäkyvillä yrityksillä. Pienyrityksillä johto ja omistus ovat usein yhdistyneet, joten agenttiteoria ja siihen liittyvä

moraalikadon (*moral hazard*) uhka tuovat oman lisänsä pienyritysten rahoitusratkaisuihin. Näiden teorioiden lisäksi yrityksen toimintaympäristö ja yrityksen omat ominaisuudet sekä pankkisuhteet on otettava huomioon, kun pienyritysten rahoitusratkaisuista puhutaan.

Pienyrityksillä rahoitusrakenteen valinta on voimakkaasti riippuvainen siitä, mitä rahoituslähteitä niillä on saatavilla. Suurilla yrityksillä rahoitusrakenteen valinta voidaan helpommin toteuttaa lainan kustannuksia minimoimalla ja yrityksen arvoa maksimoimalla, kuin pienyrityksillä. Pienyritysten rahoitusrakennerratkaisut ovat rajatumpia, koska niillä ei ole niin laajaa valikoimaa rahoitusvälineitä käytettävissään, eikä yrityksen arvonmääritys tapahdu automaattisesti rahoitusmarkkinoilla. Pienyritysten rahoituksen saatavuuteen vaikuttavat tekijät jakautuvat karkeasti kahteen luokkaan. Ensinnäkin pienyrityksen omilla ominaisuuksilla, kuten esimerkiksi sen iällä, kannattavuudella ja omistajuuteen liittyvillä seikoilla on vaikutusta rahoituksen saatavuuteen. Toiseksi pienyrityksen liiketoimintaympäristön ominaisuuksilla, kuten esimerkiksi makrotaloudellisilla heilahteluilla ja rahoitusmarkkinoiden kehittyneisyydellä, on omat vaikutuksensa. Suomalaisen pienyritysten rahoituksen saatavuus vaikuttaisi kaiken kaikkiaan varsin hyvältä, ainakin kun niitä verrataan euroalueen keskimääräiseen saatavuuteen.

Luku 2 alustaa varsinaisen tutkimusongelman käsittelyä esittelemällä sitä, mikä on pienyritys ja miksi pienyrityksiä on yleensä olemassa. Luvussa otetaan esille niin Euroopan yhteisöjen komission kuin yhdysvaltalaisen Small Business Administrationin määritelmä. Pienyritysten olemassaolo on perinteisestä tayloristisesta näkökulmasta erikoista, sillä tämän näkökulman mukaan koon kasvaessa paranevien skaalaetujen pitäisi ennen pitkää poistaa pienyritykset kokonaan markkinoilta. Luvussa 2 käydään myös läpi rahoitusmarkkinoiden toimintaa ja rahoituksen välittäjiä, sekä esitellään erilaiset rahoituslähteet. Luvussa 3 esitellään ensin rahoituksen kustannusten määräytymistä. Sen jälkeen tarkastellaan erilaisia rahoitusrakenteen valintaan liittyviä teorioita sekä eri tekijöiden vaikutusta rahoitusrakenteeseen, joita ei optimaalisen rahoitusrakenteen teorioissa huomioida. Luvussa 4 käsitellään pienyritysten rahoituksen saatavuuteen vaikuttavia tekijöitä ja tutkitaan pienyritysten rahoituksen saatavuuden kehitystä euroalueen velkakriisin puhkeamisen jälkeen. Viimeinen luku sisältää tutkielman keskeisen sisällön, sekä jatkotutkimushaasteet.

2 Pienyritykset ja rahoitusmarkkinoiden toiminta

2.1 Pienyrityksen määritelmä

Pienyritysten rahoitusratkaisuihin puhuttaessa on tietenkin tiedettävä, mikä itse asiassa on pienyritys. Yrityksen kokoa voidaan määritellä useiden mittareiden avulla. Itsestään selvimpinä mainittakoon esimerkiksi liikevaihto ja palveluksessa olevien henkilöiden lukumäärä (henkilöstömäärä), joita Euroopan yhteisöjen komissio käyttää määritelmässään. On kuitenkin huomattava, että edellä mainitut luvut eivät ole vertailtavissa eri toimialojen kesken, sillä toiset toimialat ovat pääomavaltaisempia ja toiset taas työvoimavaltaisempia. Niinpä yrityksellä saattaa olla omaan toimialaansa verrattuna suuri liikevaihto tai henkilöstömäärä, mutta verrattuna jonkin toisen toimialan keskimääräisiin lukuihin yrityksen koko voi vaikuttaa pieneltä. Yhdysvalloissa käytössä oleva kokostandardi huomioikin liikevaihdon ja henkilöstömäärän lisäksi eri toimialojen väliset erot.

Euroopan yhteisöjen komissio (2003) on antanut suosituksen mikroyrityksen sekä pienten ja keskisuurten yritysten määritelmästä. Suosituksessa todetaan, että ilman sisärajoja toimivilla yhtenäismarkkinoilla yrityksille on taattava yhteisiin sääntöihin perustuva kohtelu. Lisäksi todetaan, että saman määritelmän käyttö komissiossa, jäsenvaltioissa, Euroopan Investointipankissa (EIP) ja Euroopan Investointirahastossa (EIR) lisää mikroyrityksiä sekä pieniä ja keskisuuria yrityksiä koskevien politiikkojen yhdenmukaisuutta ja tehokkuutta sekä samalla vähentää kilpailun vääristymisen riskejä.

Suosituksessa pk-yritykset määritellään eri luokkiin yrityksen henkilöstömäärän ja rahamääräisten kynnysarvojen mukaan. Määritelmän mukaan yritys on mikroyritys, mikäli sen palveluksessa on vähemmän kuin 10 työntekijää ja jonka vuosiliikevaihto tai taseen loppusumma on enintään 2 miljoonaa euroa. Pienyritykseksi katsotaan yritys, jonka henkilöstömäärä on alle 50 ja jonka vuosiliikevaihto tai taseen loppusumma on enintään 10 miljoonaa euroa. Keskisuureksi yritykseksi puolestaan katsotaan yritys, jonka henkilöstömäärä on vähemmän kuin 250 ja jonka vuosiliikevaihto on enintään 50 miljoonaa euroa tai taseen loppusumma

enintään 43 miljoonaa euroa. Taulukko 1 kokoaa pienyrityksen määritelmään liittyvät kynnsarvot. (Euroopan yhteisöjen komissio, 2003.)

TAULUKKO 1. Yritysluokkien kynnsarvot (Euroopan yhteisöjen komissio, 2003)

Yritysluokka	Henkilöstömäärä	Liikevaihto	Taseen loppusumma
Mikroyritykset	0–9	2 miljoonaa euroa	2 miljoonaa euroa
Pienet yritykset	10–49	10 miljoonaa euroa	10 miljoonaa euroa
Keskisuuret yritykset	50–249	50 miljoonaa euroa	43 miljoonaa euroa
Suuret yritykset	250 tai yli	Yli 50 miljoonaa euroa	Yli 43 miljoonaa euroa

Taulukossa 1 mainittujen luokkien lisäksi suosituksessa erotellaan eri yritystyyppit sen mukaan, ovatko ne riippumattomia, onko niillä osakkuuksia, joihin ei liity määräysvaltaa, tai ovatko ne sidossuhteessa muihin yrityksiin. Tämä erottelu tehdään, jotta pk-yritysten taloudellisesta tilanteesta saadaan parempi käsitys ja jotta olisi mahdollista sulkea pois sellaiset yritysryhmät, joiden taloudellinen valta on suurempi kuin pk-yrityksiksi katsottavien yritysten. Tiettyjä poikkeuksia lukuun ottamatta yritystä, jonka pääomasta tai äänimäärästä vähintään 25 prosenttia on yhden tai useamman yksin tai yhdessä toimivan julkisyhteisön tai -laitoksen hallinnassa, ei voida pitää pk-yrityksenä. Tietyillä sijoittajaryhmillä voi kuitenkin olla yli 25 prosentin osakkuus ilman, että se vaikuttaa yrityksen riippumattomuuteen, kun on kyse yrityksen perustamiseen, pk-yritysten oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen tai maaseudun ja paikallisen kehittämisen kannustamiseen myönteisesti vaikuttavasta osakkuusasemasta. (Euroopan yhteisöjen komissio, 2003.)

Henkilöstömäärää pidetään pääasiallisena määrittelyperusteena. Lisäksi rahamääräisen perusteen käyttöönotto nähdään välttämättömäksi, jotta voidaan muodostaa käsitys yrityksen todellisesta merkityksestä, sen toiminnasta ja kilpailuasemasta. Liikevaihtoa ei kuitenkaan suositella käyttämään ainoana rahamääräisenä perusteena, sillä kauppa- ja jakelualan yritykset ovat luonteeltaan liikevaihdoltaan suurempia kuin tuotantoalan yritykset. Tämän vuoksi liiketoiminnan yleistä tilaa kuvastavaa taseen loppusummaa suositellaan käytettäväksi perusteena liikevaihdon ohella. Taseen loppusummaa ja liikevaihtoa tulee käyttää yhdessä siten,

että näistä rahamääräisistä perusteista toisen ylitys voidaan sallia. Rahoitukselliset ja henkilöstöön liittyvät kynnyksarvot ovat enimmäisarvoja, ja jäsenvaltiot, EIP ja EIR saavat vahvistaa yhteisön kynnyksarvoja alempia arvoja suunnatakseen toimiaan tiettyyn pk-yritysten luokkaan. Hallinnon yksinkertaistamiseksi jäsenvaltiot, EIP ja EIR voivat käyttää myös pelkkää henkilöstömäärää perusteena tiettyjen politiikan keinojen toteuttamiseksi. Henkilöstömäärää ei kuitenkaan voida käyttää ainoana perusteena sellaisissa asioissa, joihin sovelletaan erilaisia valtion tukea koskevia sääntöjä. (Euroopan yhteisöjen komissio, 2003.)

Henkilöstömäärän ja rahamääräisten arvojen laskennassa käytettävät tiedot koskevat viimeistä päättynyttä tilikautta, ja ne lasketaan vuosittain tilinpäätöshetken tiedoista. Liikevaihdon määrä lasketaan ilman arvonlisäveroa ja muita välillisiä veroja. Yritys saavuttaa tai menettää keskiuuren, pienen tai mikroyrityksen aseman ainoastaan siinä tapauksessa, että henkilöstömäärää koskevan tai rahamääräisen kynnyksarvon ylitys tai alitus toistuu kahtena peräkkäisenä tilivuotena. Kun kyseessä on vastikään perustettu yritys, jonka tilinpäätöstä ei ole vielä tehty, tarkasteltavat tiedot vahvistetaan tilikauden kuluessa tehdyn luotettavan arvion perusteella. Suosituksessa on myös tarkempaa ohjeistusta esimerkiksi siitä, miten henkilöstömäärä tulee laskea. (Euroopan yhteisöjen komissio, 2003.)

Euroopan yhteisöjen komissio ei siis määritelmässään huomioi toimialojen välisiä kokoeroja, vaan määrittelee yrityksen koon puhtaasti työntekijöiden määrän sekä liikevaihdon tai taseen loppusumman mukaan. Sen sijaan Yhdysvalloissa käytössä oleva määritelmä huomioi myös toimialojen väliset erot. Yhdysvalloissa käytetään U.S. Small Business Administrationin laatimaa taulukkoa, johon on listattu toimialakohtaiset kokostandardit, joiden mukaan yrityksen katsotaan olevan pieni. Toimialat on eroteltu toisistaan hyvin yksityiskohtaisesti, mikä mahdollistaa hyvin tarkkojen standardien luomisen. Standardit on pääosin ilmaistu joko keskimääräisenä liikevaihtona tai työntekijöiden lukumäärissä. Keskimääräisessä liikevaihdossa arvot vaihtelevat toimialan mukaan 0,75 ja 35,5 miljoonan dollarin välillä, eli noin 670 000 euron ja 32 miljoonan euron välillä. Työntekijöiden lukumäärät puolestaan vaihtelevat 50 ja 1500 välillä, yleisimmän rajapyykin ollessa 500 työntekijää. (U.S. Small Business Administration, 2010.)

2.2 Pienyritykset taloustieteellisissä teorioissa

Perinteisesti taloustieteessä ei olla oltu kiinnostuneita pienyrityksistä muuten kuin välivaiheena kohti fordistisesti tai tayloristisesti tehokasta yritystä. Näin on ollut siitä huolimatta, että todellisuudessa pienyrityksiä on ollut olemassa niin kauan kuin liiketoimintaa on harjoitettu. Pienyritykset tulkittiin vain markkinoiden alikehittyneisyyden tyypillisimmäksi ilmentymäksi. Ajan kuluessa, teollistumisen kulkiessa luonnollista kehityskulkuaan sekä kasvun ja kehityksen myötä suuryritysten oletettiin poistavan pienyritykset pois markkinoilta. Pienyritykset on nähty siis poikkeamana, joka ennen pitkään korjaantuu luontaisesti talouskasvun myötä.

Todellisuudessa pienyrityksiä ei voida pitää ohimenevänä ilmiönä, koska yritystoimintaa voidaan harjoittaa menestyksekkäästi tavoilla, jotka eivät ole fordistisen tai tayloristisen teorian mukaisia. Nykyään pienyritykset ovatkin saaneet yhä enemmän huomiota poliittisessa ja taloustieteellisessä keskustelussa. Seuraavaksi perehdytään tarkemmin siihen, miten pienyrityksiä käsitellään erilaisten taloustieteen teorioiden kautta ja pyritään lisäksi vastaamaan myös kysymykseen, miksi pienyrityksiä on olemassa. You (1995) sekä Di Tommaso ja Dubbini (2000) ovat jaotelleet erilaiset taloustieteelliset teoriat neljään lähestymistapaan, joita ovat teknisen tehokkuuden, institutionaalisen tehokkuuden, epätäydellisen kilpailun sekä dynaamisten mallien lähestymistavat.

Teknisen tehokkuuden lähestymistapa perustuu muita lähestymistapoja vahvemmin perinteiseen mikrotaloudelliseen teoriaan. Neoklassisessa teoriassa yritys nähdään ikään kuin tuotantofunktiona, jossa pelkkä panosten määrä määrittää tuotannon tason. Yritys nähdään siis tuotantolaitoksena, jonka sisäiselle toiminnalle ei anneta painoarvoa. Teknisen tehokkuuden lähestymistapa viittaa yrityskoon perinteiseen analyysiin, jossa yrityskoko määräytyy kilpailullisen tasapainon mukaan. Tässä lähestymistavassa skaalaeudet määrittävät yritysten optimaalisen koon. (ks. esim. Baumol, Panzar & Willig, 1982.)

Myöhemmin teknisen tehokkuuden lähestymistapaa on uudistettu huomioimalla yrityksen toimintojen järjestämisen vaikutukset yrityksen kokoon. Nämä organisatoriset tekijät luovat eräänlaisia skaalahaittoja muuttaen yrityksen optimaalista kokoa pienemmäksi (Lucas, 1978).

Yrityksen toimintojen järjestämisessä organisatorisia skaalahaittoja voivat aiheuttaa esimerkiksi hallittavuuteen ja viestintään liittyvät seikat, sillä yrityskoon kasvaessa hallittavuus sekä viestinnän välittömyys vähenevät. Teknisen tehokkuuden lähestymistavassa ihanteellinen yrityskoko syntyy kompromissina teknisten skaalaetujen ja organisatoristen skaalahaittojen välillä. Pk-yritysten olemassaolo selittyy sillä, että organisatoriset skaalahaitat ovat hallitsevia. Erilaiset kokojakaumat eri maissa ja eri sektoreilla taas selittyvät sillä, että niissä käytetään erilaisia tuotantoteknologioita, joista syntyy erisuuruisia skaalaetuja. Se ei kuitenkaan selitä niin hyvin sitä, miksi saman sektorin sisällä voi olla niin erikokoisia yrityksiä. (Di Tommaso & Dubbini, 2000.)

Institutionaalisen tehokkuuden lähestymistavassa, joka tunnetaan myös transaktiokustannusten taloustieteen (*transactions cost economics*) lähestymistapana, yritys nähdään pikemminkin hallintorakenteena kuin tuotantofunktiona. Lähestymistavassa huomio keskittyy transaktiokustannuksiin, joita syntyy kun tuote tai palvelu siirretään teknologisesti eroteltavissa olevan rajapinnan yli. Hallintorakenteisiin liittyy ominaisuuksiltaan toisistaan eroavia transaktiokustannuksia, joiden optimoinnin seurauksena yrityksen tehokas koko muodostuu. Transaktiokustannusten suuruuteen vaikuttaa transaktioiden toistumistiheys, niihin liittyvän epävarmuuden määrä, sekä varallisuuden erityisyyden aste. Eniten transaktiokustannusten määrään vaikuttaa varallisuuden erityisyyden aste. Varallisuuden erityisyyden kasvaessa transaktiokustannukset kasvavat. Varallisuus on sitä erityisempää, mitä vaikeampi sitä on siirtää uuteen käyttötarkoitukseen pienentämättä sen arvoa. Lisäksi varallisuuden erityisyyden käsitettä voidaan laajentaa fyysisen omaisuuden lisäksi myös muuhunkin varallisuuteen, kuten esimerkiksi henkiseen pääomaan. (Williamson, 1989.) Institutionaalisen tehokkuuden lähestymistavan mukaan pienyrityksiä on siis sellaisilla aloilla, joihin liittyy hyvin erityistä varallisuutta ja joissa transaktiokustannukset nousevat sietämättömän korkeiksi yrityskoon kasvaessa.

Institutionaalisen tehokkuuden lähestymistapa selittää myös suurten ja pk-yritysten välistä yhteistyötä, kun yhteistyö nähdään vaihtoehtona yhdistymiselle. Tarkemmin sanottuna yritykset, jotka valitsevat yhteistyön sulautumisen sijaan, hyötyvät yhteistoiminnasta välttämällä rakenteen

jäykistymisestä ja byrokratisoitumisesta aiheutuvat suhteelliset kustannukset. Yhteistyö vaatii tietenkin suurta luottamusta yhteistyössä olevien osapuolten välillä. Institutionaalisen tehokkuuden lähestymistavassa suuri pk-yrityssektori johtuu yritysten yhteistyösuhteiden seurauksena pienentyneistä transaktiokustannuksista. Tämä selittää, miksi saman sektorin sisällä on erikokoisia yrityksiä. (Di Tommaso & Dubbini, 2000.)

Epätäydellisen kilpailun lähestymistapa perustuu yritysten erisuuruisiin markkinavoimiin. Toisin sanoen yritysten kokojakauma on seurausta niistä olosuhteista, jotka epätäydellinen kilpailu aiheuttaa ja jotka ovat samat kaikille taloudentoimijoille. Edellisistä näkökulmista poiketen epätäydellisen kilpailun näkökulma ei perustu tehokkuushypoteesille, eikä myöskään markkinoiden tasapainotilaan sopeutumiselle. Sen sijaan yritysten kokojakauma on seurausta erisuuruuksista markkinavoimista ja markkinoiden kilpailullisesta rakenteesta. Kun otetaan huomioon yritysten kustannusten, asiakkaiden mieltymysten sekä tuotteiden erilaistuminen, yrityksen markkinavoima riippuu vain sen markkinasegmentistä, eikä niinkään hinnoittelustrategioista. Tämä selittää pienyritysten määrän markkinoilla, sillä kustannukset vaihtelevat niin teknisistä syistä, kuin pienyritysten joustavuuden tuottamasta edusta. Tekniset syyt tarkoittavat sitä, että yrityksen koosta riippuu millaisia tekniikoita sillä on käytettävissä. Erikokoisten yritysten olemassaolo selittyy siis erilaistuneella kysynnällä, joka mahdollistaa kannattavien täsmämarkkinoiden (*niche market*) löytymisen joustaville yrityksille. Yleensä pienyritykset eivät ole yhtä joustavia keskenään, joten tietyillä sektoreilla pienyrityksiä on olemassa vain epätäydellisen kilpailun seurauksena. Näkökulma ottaa huomioon myös eri tuotantoteknologioiden olemassaolon ja sen, että niitä voidaan hyödyntää yrityksissä eriasteisina. (Di Tommaso & Dubbini, 2000.)

Dynaamisten mallien lähestymistapa sisältää teorioita, jotka analysoivat dynaamisen kilpailun prosesseja. Lähestymistapa sisältää esimerkiksi erilaisia yrityksen elinkaarimalleja sekä schumpeteriläisen evoluutioteorian (Nelson & Winter, 1978). Elinkaarimallien mukaan yrityksen koko riippuu sen iästä ja kasvusta. Toisin sanoen, aloittavat yritykset ovat yleensä pieniä tullessaan markkinoille ja vasta aloittavat kasvun oppimisen kautta. Pienillä ja nuorilla yrityksillä on suuria yrityksiä enemmän vaihtelua muun muassa kasvussa, joten niiden on kannettava

suuremmat riskitkin. Schumpeteriläisessä evoluutioteoriassa taas pienyritykset ovat riippuvaisia vallitsevien teknologisten menettelytapojen luonteesta. Esimerkiksi pienemmällä ja nuoremmilla yrityksillä on pienemmät mahdollisuudet selviytyä markkinoilla, mikäli siellä vallitsevat toimintateknologiat ovat tyypillisiä täysin kehittyneelle toimialalle. Tämä johtuu siitä, että yleensä innovaatio syntyy yrityskohtaisen kokemuksen kertymisestä, mikä suosii suuria ja markkinoilla pidempään toimineita yrityksiä. Toisaalta silloin, kun innovaatiot syntyvät tiedosta, joka ei ole markkinoilla toimivan yrityksen yksityisomaisuutta, kilpailuetu on pienyrityksillä. Dynaamisten mallien lähestymistavan mukaan innovaatioita syntyy pääosin aktiivisen tuotekehitystoiminnan tuloksena. Tässä toiminnassa suuremmilla ja vakiintuneemmilla yrityksillä on etulyöntiasema pienempiin ja uudempiin yrityksiin verrattuna. Näissä malleissa yritysten kokojakauma riippuu voimakkaasti yritysten iästä. (Di Tommaso & Dubbini, 2000.)

Edellä esitellyt lähestymistavat mahdollistavat taloudessa toimivien yritysten kokojakauman selittämisen. Pienyritysten olemassaolon selittämiseksi on siis useita erilaisia malleja, kuten eri lähestymistavoista huomataan. Sekä teknisen että institutionaalisen tehokkuuden lähestymistavassa yrityksen koon kasvuun liittyvien tehottomuuksien vallitsevuus selittää pienyritysten olemassaolon. Epätäydellisen kilpailun lähestymistavan mukaan pienyritysten olemassaolo taas selittyy yrityksen erikoistumisella tiettyyn täsmämarkkinaan. Dynaamisissa malleissa puolestaan yritysten pieni koko on vahvasti yhteydessä niiden nuoreen ikään.

2.3 Rahoitusmarkkinoiden toiminta ja rahoituksen välittäjät

Pienyritysten rahoitusratkaisujen ymmärtämiseksi on pienyrityksen määrittelemisen lisäksi syytä ensin hieman esitellä rahoitusmarkkinoiden toimintaa ja Suomen rahoitusmarkkinoita. Yleisesti yritysten rahoitustarve johtuu tulojen ja menojen tavanomaisesta syntymisjärjestyksestä, eli siitä että meno edeltää yleensä tuloa. Yrityksen on sidottava pääomaa suoritteidensa tuotantoon ennen kuin kyseisistä suoritteista voidaan saada tuloa. Investoinneilla, eli sitomalla pääomaa esimerkiksi koneisiin ja laitteisiin tai tuotekehitykseen, yritys voi myös tavoitella toimintansa laajentamista. Mikäli yrityksellä ei itsellään ole investointeihin tarvittavaa rahoitusta, on sen käännyttävä rahoitusmarkkinoiden puoleen.

Rahoitusmarkkinat ovat markkinat, joilla varat ohjautuvat rahan tarvitsijoille niiden tarjoajilta, ja joilta on saatavilla markkinaehtoisia rahoituslähteitä sekä yritystukia. Erilaiset rahoituslähteet ja yritystuet esitellään tarkemmin luvuissa 2.3.1 ja 2.3.2 vastaavasti. Rahoitusmarkkinat toteuttavat tehtävänsä varojen allokoijana ensinnäkin välittämällä informaatiota niillä toimiville talousyksiköille, toiseksi määrittelemällä eri rahoitusvälineiden hinnan, kolmanneksi parantamalla rahoitussopimusten likviditeettiä ja neljänneksi mahdollistamalla riskin ajallisen ja määrällisen hajauttamisen. Likvidit rahoitussopimukset mahdollistavat pitkäaikaiset rahoitussopimukset, sillä sijoittajan on mahdollista realisoida ne haluamanaan hetkenä, eikä vasta rahoitettavan projektin valmistuessa. Riskin ajallinen hajauttaminen merkitsee sijoittamista sekä lyhyt- että pitkäaikaisiin projekteihin ja määrällinen hajauttaminen tapahtuu sijoittamalla useisiin eri kohteisiin. Erilaiset rahoituksen välitykseen erikoistuneet instituutiot, kuten pankit, huolehtivat rahoitusmarkkinoiden toimivuudesta. Suomen rahoitusmarkkinoilla toimivat instituutiot ovat Suomen Pankki, rahalaitokset, pääomamarkkinoilta varoja hankkivat luottolaitokset, varojaan sijoittavat instituutiot, julkisyhteisöt sekä markkinapaikkojen osake-, joukkovelkakirja- ja johdannaismarkkinat. Rahalaitoksilla tarkoitetaan talletuspankkeja ja säästökassoja ja julkisyhteisöillä puolestaan valtiota, kuntia ja sosiaaliturvarahastoja.

Rahoituksen välittäjät näyttelevät merkittävää osaa yksityisillä rahoitusmarkkinoilla informaation tuottajina, jotka voivat arvioida muun muassa pienyritysten laatua ja tarttua informaatio-ongelmiin seulomalla, tekemällä sopimuksia ja valvomalla. Välittäjät seulovat

potentiaalisia asiakkaita keräämällä tietoa yrityksestä, markkinoista joilla se toimii, mahdollisesti käytettävissä olevista vakuuksista, sekä itse yrittäjästä tai perustajatiimistä. Rahoituksen välittäjä voi käyttää myös aikaisemmista välittäjän ja yrityksen välisistä liikesuhteista kerättyä tietoa. Tämän jälkeen rahoituksen välittäjä arvioi keräämänsä informaation perusteella pienyrityksen luotonantoa edeltävän laadun asettaakseen luotonavauksen ehdot, esimerkiksi hinnan, omistusosuudet, vakuudet, rajoittavat sopimusvakuudet, erääntymisajankohdan ja niin edelleen. Sopimusehdot ja maksusuunnitelma valitaan huomioiden yrityksen ja yrittäjän taloudelliset ominaispiirteet, yrityksen tulevaisuuden odotukset sekä lainasuhteeseen liittyvät informaatio-ongelmat. Lopuksi, estääkseen yritystä käyttämästä rahoituksen välittäjän luottamusta väärin toimissaan ja strategioissaan, välittäjä valvoo yritystä lainasuhteen kestäessä arvioimalla sopimusehtojen noudattamista ja yrityksen taloudellista tilaa. Rahoituksen välittäjä voi tarvittaessa käyttää vaikutusvaltaansa joko osallistumalla suoraan liikkeenjohdolliseen päätöksentekoon pääomasijoittajien tapauksessa tai sopimusvakuuksien uudelleenjärjestelyllä liikepankkien tapauksessa. (Berger & Udell, 1998.)

Luottolaitokset, kuten esimerkiksi liikepankit, käyttävät erilaisia lainaustekniikoita toimiessaan rahoituksen välittäjän ominaisuudessaan. Bergerin ja Udellin (2006) mukaan jokainen lainaustekniikka voidaan määritellä sille erityisten ominaisuuksien kautta. Lainaustekniikat taas jakautuvat kahteen tyyppiin lainapäätöksiin käytettävän tiedon luonteen mukaan. Liiketoimintaperusteisissa lainaustekniikoissa (*transactions technology*) käytettävä tieto on kvantitatiivista, kun taas pankkisuhteeseen perustuvassa lainaustekniikassa (*relationship lending*) käytettävä tieto on enemmän kvalitatiivista.

Liiketoimintaperusteisissa lainaustekniikoissa käytettävä tieto on luonteeltaan sellaista, että sitä on helpompi havainnoida, todentaa ja siirtää. Tällaisia lainaustekniikoita ovat factoring-rahoitus, leasing-rahoitus sekä tilinpäätösperusteinen (*financial statement lending*), pienyritysten luottotietoperusteinen (*small business credit scoring*), varallisuusperusteinen (*asset-based lending*) ja käyttöomaisuusperusteinen (*fixed-asset lending*) lainaustekniikka. Pankkisuhteet lainaustekniikkana toimivat yleensä 'pehmeään' tietoon pohjautuen. Tällaista tietoa on esimerkiksi yrityksen omistajan persoonallisuus ja luotettavuus, joita voi olla vaikea ilmaista

määrällisesti, todentaa sekä siirtää pankin johtamisjärjestelmän eri tasojen läpi. Kauppaluotot voidaan nähdä lainaustekniikkana, vaikka niissä lainanantajana ei toimikaan luottolaitos. Lainaustekniikkana siinä yhdistyy sekä liiketoimintaperusteisten että lainasuhteeseen perustuvien tekniikoiden piirteitä. Kauppaluottoja käsitellään tarkemmin luvussa 2.3.1 ja muita lainaustekniikoita käsitellään tarkemmin luvussa 4.1.2. Tiettyyn luottokelpoiseen pk-yritykseen käytetty lainaustekniikka riippuu mistä lähteistä yrityksestä on mahdollista saada informaatiota, sekä siitä kuinka joustavia ja sopivia eri seulonta- ja valintamenetelmät, lainan sopimusrakenne sekä valvontastrategia ovat kussakin ympäristössä toimivalle yritykselle. (Berger & Udell, 2006.)

Suomessa, niin kuin muuallakin Euroopassa, on pankkien merkitys yritysten rahoituksessa perinteisesti hyvin vahva. Yhdysvalloissa yritysrahoitus on vähemmän pankkikeskeistä ja suoraan markkinoilta hankittavan rahoituksen asema on suurempi. Suomessa rahoitusmarkkinat olivat pitkään suljetut ulkomaiselta rahoitukselta, mutta niiden vapauttaminen alkoi vaiheittain 1980-luvulla ja sai lisää vauhtia 1990-luvulla. Vaikka rahoitusmarkkinoiden vapauttamisella oli useita positiivisia seurauksia viranomaiset huomasivat, että pankkilainan ottajien tarkempi seulonta ja valvonta olivat tarpeellisia. 1990-luvun alun syvä lama ja pankkikriisi lisäsivät myös tarvetta varovaisemmalle lainoitustoiminnalle Suomessa, etenkin pankkisektorin sisällä. Nykyään pankit kiinnittävät erityistä huomiota investointi- ja yritys kohtaisten riskien arviointimenetelmiin pankkisuhteissa. Riskienhallinta on elintärkeä toiminto niin pankeille kuin muillekin rahoituksen välittäjille. Tietojenkäsittely on avainasemassa pankkien ja yritysten välisten lainoitusten riskienhallinnassa, etenkin läpinäkymättömämmässä pienyritysrahoituksessa. Mitä enemmän julkista, ja etenkin mitä enemmän yksityistä yritys kohtaista informaatiota pankki saa lainanottajasta, sitä tarkemmin sen on mahdollista arvioida yrityksen ja sen investointiprojektien riskitasoa. Tämä taas vaikuttaa yrityksen saamiin lainaehtoihin ja luoton saatiin pankkisuhteen kestäessä. (Peltoniemi, 2007.)

Suomen Pankin rahoitusmarkkinaraportin (2013a) mukaan suomalaisyritysten suurimpia rahoittajia ovat edelleen kotimaiset rahalaitokset, käytännössä talletuspankit, noin 40 prosentin osuudellaan. Kaiken kaikkiaan Suomen yritys sektorin korollinen velka maaliskuun 2013 lopussa oli 127 mrd. euroa, eli noin 66 prosenttia bruttokansantuotteesta. Yritysrahoituksen rakenne on

viime aikoina muuttunut johtuen viime vuosien finanssikriisistä ja sitä seuranneista sääntelyhankkeista. Suurin muutos on näkynyt suoraan markkinoilta hankitun rahoituksen merkityksen kasvamisena ja pankkiluottojen osuuden pienenemisenä. Pankkitoiminnan sääntelyuudistuksen tarkoituksena on pyrkiä turvaamaan toiminnan vakaus ja estämään koetun kaltaisen finanssikriisin laajalle levinneet vaikutukset vastaisuudessa.

2.3.1 Markkinaehtoiset rahoituslähteet

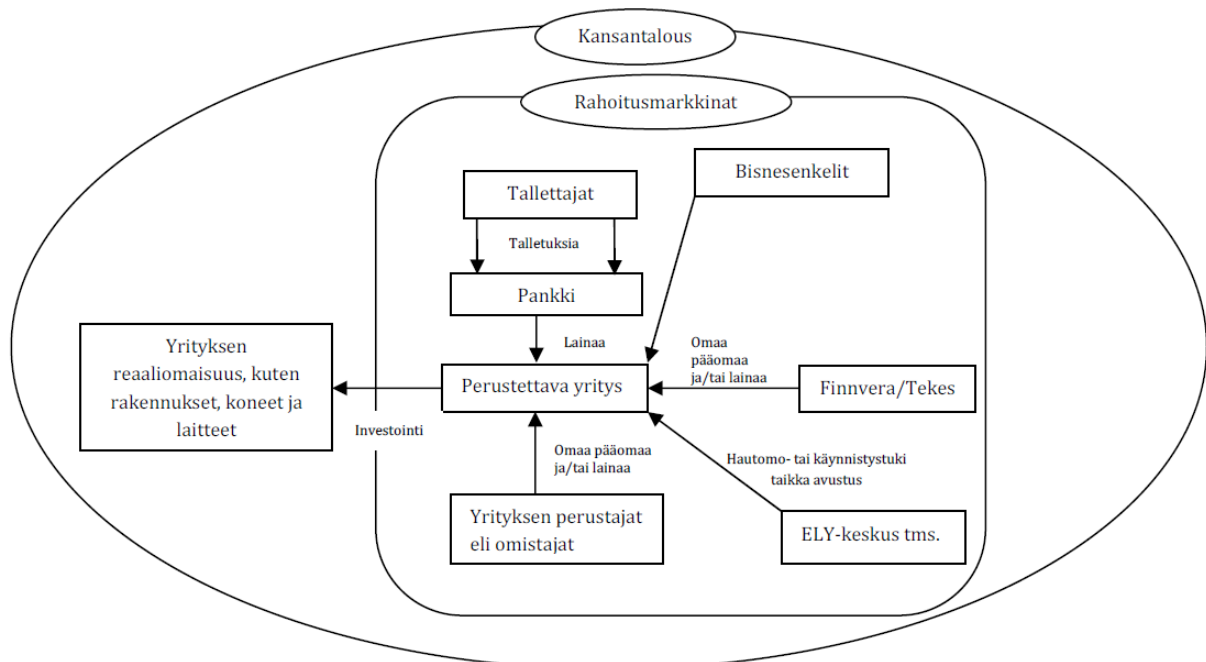
Tässä luvussa käsitellään rahoitusmarkkinoilta saatavia markkinaehtoisia rahoituslähteitä. Markkinaehtoisilla rahoituslähteillä tarkoitetaan tässä sellaisia rahoituslähteitä, joiden tarjoaja ei ole julkisyhteisö. Markkinaehtoiset rahoituslähteet voidaan ensinnäkin jaotella rahoituksen ehtojen mukaan oman ja vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen. Lisäksi markkinaehtoiset rahoituslähteet voidaan jaotella rahoitussopimusten julkisuuden mukaan yksityisiin ja julkisiin rahoituslähteisiin. Rahoituslähteet voidaan myös jakaa ulkoisiin ja sisäisiin lähteisiin. Luvun rakenne on seuraava: ensin käsitellään tarkemmin rahoituslähteiden jaottelutapoja, sitten havainnollistetaan miten perustettava yritys sijoittuu rahoitusmarkkinoille ja lopuksi esitellään tarkemmin erilaiset rahoituslähteet.

Vieraan pääoman ehtoinen rahoitus on velkaa, joka maksetaan sovitulla tavalla ja korolla takaisin lainanantajalle. Vieraan pääoman ehtoisia rahoituslähteitä ovat muun muassa kauppaluotot, luottolaitoslainat sekä julkisen vieraan pääoman rahoitusvälineet. Oman pääoman ehtoinen rahoitus taas on sijoitus, joka jää yrityksen käyttöön koko sen toiminnan ajaksi, mutta jolle maksetaan tilikauden tuloksen mukaan osinkoa. Oman pääoman ehtoisen sijoituksen yritykseen tehneet ovat konkurssitilanteessa velkojia huonommassa asemassa. Heidän sijoituksensa maksetaan takaisin vain silloin kun velkojat ovat saaneet omat vaateensa täysimittaisena ja varoja on sen jälkeen jäänyt vielä jaettavaksi. Tyypillisesti oman pääoman ehtoisia sijoituksia yrityksiin tekevät niiden perustajat, sijoitusenkeli ja pääomasijoittajat sekä pörssilistautumisen yhteydessä erilaiset institutionaaliset ja yksityiset sijoittajat. Saatavilla on myös niin sanottua välirahoitusta, jolla on sekä oman että vieraan pääoman piirteitä.

Rahoituslähteet voidaan jaotella myös rahoitussopimusten julkisuuden mukaisesti yksityiseen ja julkiseen rahoitukseen. Yksityisten rahoitussopimusten ehdot ovat vain rahoittajan ja

rahoituksen saajan tiedossa ja yleensä nämä ehdot voivat vaihdella suurestikin eri sopimuskumppaneiden välillä. Julkisten rahoitussopimusten ehdot ovat puolestaan yleistä tietoa, jotka ovat kaikkien rahoitusmarkkinoilla toimivien talousyksiköiden tiedossa ja rahoitussopimukset ovat usein varsin homogeenisia sopimuskumppaneista riippumatta. Rahoitussopimusten julkisuuden lisäksi yrityksen rahoituslähteet voidaan jaotella ulkoiseen ja sisäiseen rahoitukseen. Sisäistä rahoitusta ovat yrityksen perustajien yritykseen sijoittamat varat sekä yritystoiminnan voitollisuuden myötä muodostuvat ja yritystoimintaan jäävät varat. Muut rahoituslähteet ovat ulkoista rahoitusta, sillä ne tulevat yrityksen ulkopuolisilta tahoilta. Oman pääoman ehtoinenkin rahoitus voi lukeutua ulkoiseen rahoitukseen, kun se tulee taholta joka ei kuulu yrityksen alkuperäisiin perustajiin.

Markkinaehtoisen rahoituksen lisäksi tarjolla on julkisyhteisöiltä saatavia yritystukia. Yritystukia on tarjolla niin aloittaville kuin toimintaansa laajentavillekin yrityksille. Perustettavan yrityksen asemaa rahoitusmarkkinoilla on havainnollistettu kuviossa 1.



KUVIO 1. Perustettava yritys rahoitusmarkkinoilla

Kuvio 1 havainnollistaa minkä tyyppistä rahoitusta perustettava yritys voi kultakin rahoitusmarkkinoiden toimijalta saada. Yrityksen perustajat sijoittavat yritykseen rahaa oman ja mahdollisesti vieraan pääoman muodossa. Lisäksi perustettava yritys voi saada rahoitusmarkkinoilta rahoitusta oman ja vieraan pääoman muodossa, sekä tukena tai avustuksena rahoitusmarkkinoilla toimivilta eri instituutioilta. Rahoituksen välittäjän roolissa toimiva pankki välittää tarvittaessa tallettajilta perustettavalle yritykselle vieraan pääoman ehtoista rahoitusta. ELY-keskukselta tai Tekesiltä perustettava yritys voi saada hautomo- tai käynnistystukea taikka avustusta. Finnvera rahoittaa yrityksiä pääasiassa vieraan pääoman muodossa ja bisnesenkelit puolestaan oman pääoman muodossa. Yrityksen rahoitusrakenteen määrittää yrityksessä käytetyn oman ja vieraan pääoman suhde. Seuraavaksi esitellään tarkemmin erilaiset rahoituslähteet.

Siemenrahoituksella tarkoitetaan aloittavan yrityksen rahoitusta, joka voi olla joko oman tai vieraan pääoman muodossa taikka avustus. Tämä rahoitus on saatu yrityksen perustajilta, heidän perheeltään tai ystäviltään taikka erilaisilta instituutioilta, jotka rahoittavat aloittavia yrityksiä. Siemenrahoitukseksi voidaan lukea myös pankkilaina, mikäli yrityksen perustajataho on antanut sille vakuudeksi omaa henkilökohtaista omaisuuttaan, sillä se ei taloudellisessa mielessä täysin ulkoisen rahoituksen määritelmää. Pankkilaina luetaan siemenrahoitukseksi varsinkin tilanteissa, joissa perustettava yritys on yhtiömuodoltaan kommandiitti- tai avoin yhtiö, sillä tällöin yrittäjän riskiä ei ole rajattu vain yritykseen sijoitettuun pääomaan, vaan yrittäjät voivat joutua henkilökohtaisella omaisuudellaan maksamaan yrityksen velkoja, oli niitä sitten annettu lainojen vakuuksiksi tai ei.

Tulorahoitusta muodostuu, kun yritys on niin kannattava, että voitosta jää vielä osinkojen jakamisenkin jälkeen varoja yritykselle. Suomessa kuitenkin vuonna 2012 lopettaneista yrityksistä 54,2 prosenttia oli ollut toiminnassa enintään viisi vuotta (Työ- ja elinkeinoministeriö, 2014). Yrityksen toiminnan vakiintuessa kertyneet voittovarot ovat tärkeä voimavara, joka varmistaa että ulkoista rahoitusta on saatavilla.

Enkeli-sijoitukset puolestaan ovat yksityishenkilöiden eli niin sanottujen bisnesenkeliä aloittaviin kasvuyrityksiin tekemiä sijoituksia. Bisnesenkelit voivat rahoittamisen lisäksi

osallistua yrityksen toimintaan esimerkiksi jakamalla omaa tietotaitoaan tai luomalla liikeyhteyksiä. Suomessa bisnesenkelit tekevät yleensä n. 10 000-150 000 euron sijoituksia 2-4 vuodeksi oman pääoman ehtoisesti (Suomen Bisnesenkelit ry, 2014). Pääomasijoituksetkin ovat pääsääntöisesti oman pääoman ehtoisia sijoituksia esimerkiksi osakepääomana. Sijoittajana toimii joko kehitysyhtiö, joka hankkii yrityksestä yleensä enemmistöosuuden, tai ns. venture capital -yhtiö, joka hankkii vähemmistöosuuden kohdeyrityksestä. Molempien tehtävänä on edistää yrityksen toimintaa esimerkiksi rahoitustoimin tai antamalla henkistä pääomaa hallitustyöskentelyn kautta. Tyypillisesti yritykset, joita pääomasijoittajat rahoittavat, ovat saaneet aikaisemmassa vaiheessa rahoitusta enkelisijoituksena. Toiminnan vakiinnuttua pääomasijoittajat yleensä irtautuvat omistuksistaan yrityksessä. Koska edellä mainitut rahoittajat keskittyvät pääasiassa alkuvaiheessa olevien yritysten rahoittamiseen, ovat rahoitettavat yritykset tavallisesti pörssissä listaamattomia yrityksiä. Sekä bisnesenkelit että pääomasijoittajat sijoittavat hyvin valikoidusti pienyrityksiin, joilla on merkittävät kasvumahdollisuudet, mikä tekee näiden sijoitusten määrästä varsin marginaalisia verrattuna koko pienyrityskantaan (Berger & Udell, 1998). Tietäytyypillisille pienyrityksille niillä on kuitenkin suuri merkitys. Tässä tutkielmassa ei keskitytä tämän tarkemmin yksityisiin oman pääoman markkinoihin, koska ne koskevat vain niin pientä osaa pienyrityksistä. Julkista omaa pääomaa yritykset voivat hankkia listautumalla pörssiin, jossa sen osakkeilla aletaan listautumisen jälkeen käydä kauppaa.

Sekä bisnesenkelit, että pääomasijoittajat voivat järjestää yritykselle myös välirahoitusta, jolla on siis sekä oman että vieraan pääoman piirteitä. Välirahoituksesta mainittakoon esimerkkinä vaihtovelkakirjalainat, jotka ovat velkakirjalainoja joihin sisältyy ehto, että velkakirja voidaan etukäteen määrätyin ehdoin vaihtaa joko kokonaan tai osittain yhtiön osakkeisiin. Vaihdossa velkoja luopuu yhtiöön kohdistuvasta saamisoikeudestaan.

Yksityistä vieraan pääoman ehtoista rahoitusta yritykset voivat saada muun muassa sekä luottolaitoslainan, että kauppaluoton muodossa. Luottolaitoslainat ovat ehkä tyypillisin esimerkki vieraan pääoman ehtoisesta rahoituksesta, mikäli lainan vakuudeksi ei ole annettu yrittäjän henkilökohtaista omaisuutta. Kauppaluotot ovat lyhytaikaisia, ilman vakuuksia

tapahtuvia sekä muiden kuin luottolaitosten myöntämiä luottoituksia, jotka liittyvät tavaroiden tai palveluiden ostoihin. Käytännössä tämä siis tarkoittaa sitä, että tavarain tai palvelun myyjä myöntää ostajalle korotonta maksuaikaa esimerkiksi neljätoista päivää tavarain tai palvelun luovuttamisesta, tai käteisalennuksen, mikäli lasku maksetaan riittävän aikaisin ennen eräpäivää. Kauppaluottosopimus voi esimerkiksi antaa maksuaikaa 30 päivää, mutta laskun loppusummasta saa vähentää 2 prosenttia, mikäli lasku maksetaan 14 päivän kuluessa. Kauppaluotot ovatkin melko kalliita verrattuna luottolaitoslainoihin, mutta pienissä määrissä ne voivat olla transaktiokustannusten, maksuvalmiuden ja kassanhallinnan kannalta optimaalisia (Ferris, 1981). Myös factoring- ja leasing-rahoitus ovat yksityistä vieraan pääoman ehtoista rahoitusta.

Julkisen vieraan pääoman lähteitä ovat yritystodistukset, yksityissijoitukset sekä eri maturiteettien joukkovelkakirjalainat. Yritystodistukset ovat yritysten liikkeelle laskemia korottomia haltijavelkakirjoja, jotka lunastetaan eräpäivänä nimellisarvostaan. Sijoittaja saa tuottoa yritystodistuksesta ostamalla sen nimellisarvoa alhaisempaan hintaan. Joukkovelkakirjalainat ovat mm. yritysten liikkeeseen laskemia velkasitoumuksia, joissa lainasumma on jaettu velkakirjoiksi, joita sitten tarjotaan merkitsijöille ostettaviksi. Yksityissijoitukset, eli ns. private placement -lainat, ovat joukkovelkakirjalainoja, mutta niitä tarjotaan vain tietyille suppealle joukolle institutionaalisia sijoittajia.

Eri rahoituslähteet voivat olla keskenään substituutteja tai komplementteja. Esimerkiksi rahoitussopimus bisnesenkelin kanssa on usein laadittu sitä silmällä pitäen, että tulevaisuudessa saataisiin rahoitusta myös pääomasijoittajilta. Tämä viittaa siihen, että enkeli- ja pääomasijoitukset ovat usein toisiaan täydentäviä rahoituslähteitä. Myös pääomasijoitukset ja julkinen oma pääoma ovat komplementteja, sillä pääomasijoitusten tavoitteena on rahoitusta saavan yrityksen pörssilistautuminen. Luottolaitoslainat yleensä edellyttävät riittävää oman pääoman osuutta, joten se puolestaan on komplementti siemen- ja tulorahoituksen sekä enkeli- ja pääomasijoitusten kanssa. Muut kytkökset eri rahoitusvaihtoehtojen välillä ovat hienovaraisempia, mutta esimerkiksi yrityksen riippuvuus kauppaluotoista vähenee kun yrityksen pankkisuhde voimistuu, joten kauppaluotot ja pankkilainat vaikuttaisivat toistensa substituuteilta. (Berger & Udell, 1998.)

2.3.2 Yritystuet

Yritystukien on tarkoitus kannustaa uusien yritysten perustamiseen, vahvistaa jo olemassa olevien yritysten kasvua sekä tukea niin yhteiskunnalle kuin kokonaistaloudellekin hyödyllisiä investointihankkeita, jotka jäisivät toteuttamatta ilman julkista rahoitusta. Euroopan komissio (2015a) jakaa valtiolta saatavat yritystuet karkeasti kolmeen luokkaan: kriisitukeen, horisontaaliseen eli monialaiseen tukemiseen sekä valikoiviin vertikaalisiin tukiin ja sektoritukiin. Kriisituilla tarkoitetaan EU:ssa finanssikriisin aikana tehtyjä rahoitusinstituutioiden tukiopeeraatioita, joiden tarkoituksena on ollut vahvistaa markkinoiden luottamusta EU:n rahoitussektoriin. Horisontaaliset eli monialaiset valtiontuet puolestaan ovat niin sanottuja yleishyödyllisiä valtiontukia, joilla pyritään tukemaan yritystoimintaa laajemmin, eikä niitä ole täten kohdistettu yksittäisille sektoreille tai alueille. Esimerkiksi pienyritystuet, tutkimusavustukset ja ympäristötuet katsotaan horisontaalisiksi tuiksi. Vertikaaliset valtiontuet sen sijaan ovat valikoivia yritystukia, jotka on kohdistettu tietyille yrityksille tai teollisuudenaloille. Vuonna 2013 90,9 prosenttia Suomessa myönnettyistä valtiontuista oli horisontaalisia, joten tästä johtuen tässä luvussa käsitellään ainoastaan tämän tyyppisiä tukia.

Valtiontuki tarkoittaa määritelmällisesti julkista toimea, joka hyödyttää valikoituja yrityksiä samalla kasvattaen valtion menoja tai pienentäen tuloja. EU:n jäsenvaltioiden mahdollisuuksia rahoittaa tai tukea yrityksiä julkisin varoin säädellään Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artikloissa 107–109. Artiklan 107 kohdassa 1 määritellään valtiontuen tunnusmerkit. Ensinnäkin julkisia varoja kanavoidaan julkisiin tai yksityisiin yrityksiin ja toimenpide vähintään uhkaa vääristää kilpailua suosimalla tuensaajaa. Toiseksi edun täytyy olla valikoiva, eli se kohdistuu vain tiettyihin yrityksiin. Kolmantena tunnusmerkkinä on toimenpiteen vaikuttavuus jäsenvaltioiden väliseen kauppaan. (Työ- ja elinkeinoministeriö, 2015.)

Valtiontuet ovat lähtökohtaisesti kiellettyjä EU:n kilpailusäännösten mukaan, mutta ehtoihin on olemassa tiettyjä poikkeuksia, jotka mahdollistavat tukien myöntämisen. Jäsenvaltion täytyy kuitenkin hyväksyttää ennakoilmoitusmenettelyllä tuki Euroopan komissiolla, ennen kuin se myönnetään. Poikkeuksina ennakoilmoitusmenettelyyn ovat vähämerkitykselliset tuet ja yleisen ryhmäpoikkeusasetuksen mukaiset valtiontuet. Niistä ei erillistä ilmoitusta tarvitse

komissiolle tehdä, sillä niiden tarkoituksena vähentää yritysten hallinnollista rasitetta sekä helpottaa tukien myöntämistä hankkeille joilla on tarkoitus korjata markkinoiden epäonnistumista. Tukea voidaan pitää vähämerkityksellisenä, mikäli sitä myönnetään enintään 200 000 euroa kolmen verovuoden aikana.

Yritystukien kokonaismäärien arviointi ja maiden välinen vertailu on hankalaa, sillä niitä myönnetään niin monissa eri muodoissa. Esimerkkeinä mainittakoon suorat rahalliset avustukset, lainantakaukset, tuetut lainat, verotuet sekä pääomasijoitukset. Esimerkiksi julkisesti myönnettyt lainat ja lainantakaukset voidaan laskea joko nimellisarvoisina tai arvioimalla niihin sisältyvä valtion tukiosuus. Louhivuori (2014) tarkasteli muistiossaan Suomen pk-yritysten valtiontukia. Louhivuoren mukaan Euroopan komission arvioi Suomessa myönnettyjen valtiontukien kokonaisarvojen kasvaneen 2000-luvun aikana lähes 75 prosenttia. Vuonna 2000 Suomen teollisuudelle ja palvelualoille maksettiin yhteensä 500 miljoonaa euroa valtiontukia (vuoden 2012 hinnoilla), kun vuonna 2012 näille aloille maksettujen valtiontukien kokonaisarvo oli noussut jo 1,4 miljardiin euroon.

Kaiken kaikkiaan valtiontukia myönnettiin Suomessa vuonna 2013 2,5 miljardia euroa, kun rautateitä ei laskettu mukaan. Luku perustuu Euroopan komission arvioon valtiontukien tukiosuuksista. Jos komissiolla ei ole kaikkia tukiosuuden laskemiseen tarvittavia tietoja, arvioi se suorien tukien, lainojen ja takauksien tukiosuuksien olevan vastaavasti 100 prosenttia, 15 prosenttia ja 10 prosenttia tuen nimellisarvosta. (Euroopan yhteisöjen komissio, 2015a.)

Yritysystävällisen toimintaympäristön luominen jo olemassa oleville pk-yrityksille ja potentiaalisille yrittäjille on yksi EU:n päätavoitteista. Tämän tavoitteen taustalla on ajatus siitä, että valmius käyttää hyväksi pk-yritysten kasvua ja innovointipotentiaalia on ratkaisevan tärkeää EU:n tulevaisuuden hyvinvoinnin kannalta. Pk-yritysten kasvun ja innovointipotentiaalnin katsotaan syntyvän dynaamisten yrittäjien erityisen hyvästä tilaisuudesta hyödyntää globalisaatiota ja nopeiden teknologisten muutosten tarjoamista mahdollisuuksista. (Euroopan yhteisöjen komissio, 2008) EU:ssa 99 prosenttia yrityksistä on pk-yrityksiä, joten niiden katsotaan olevan EU:n talouden selkäranka (Euroopan yhteisöjen komissio, 2015b). Vuonna 2008 pk-yritysten tarpeille annettiin pysyvästi keskeinen sija EU:n politiikassa hyväksymällä

Eurooppalaisia pk-yrityksiä tukeva aloite (*Small Business Act*, SBA-aloite). Aloite rakentuu kymmenestä periaatteesta ja useista niiden täytäntöönpanoa tukevista toimintapolitiikka- ja lainsäädäntöaloitteista, joiden tarkoituksena on ohjata politiikan muotoilua ja toteuttamista niin EU:n tasolla kuin jäsenvaltioissakin. Yritysympäristön luomiseksi esteet, jotka haittaavat pk-yritysten potentiaalia kasvaa ja luoda työpaikkoja, tulisi saada poistettua.

Kymmenen periaatetta, joille SBA-aloite rakentuu, ovat:

1. Luodaan toimintaympäristö, jossa yrittäjät ja perheyrietykset menestyvät ja yrittäjäyys palkitaan.
2. Varmistetaan, että konkurssiin joutuneet, mutta vilpittömästi toimineet yrittäjät saavat nopeasti uuden mahdollisuuden.
3. Laaditaan säännöt "pienet ensin" -periaatteen mukaan.
4. Tehdään julkisesta hallinnosta joustavampi pk- yritysten tarpeiden kannalta.
5. Mukautetaan politiikan välineitä pk-yritysten tarpeisiin: helpotetaan pk-yritysten osallistumista julkisiin hankintoihin ja hyödynnetään mahdollisuutta myöntää valtiontukea pk-yrityksille.
6. Parannetaan pk-yritysten mahdollisuuksia saada rahoitusta ja kehitetään sellainen oikeudellinen ja liiketoimintaympäristö, joka tukee maksujen ajallaan suorittamista liiketoimissa.
7. Autetaan pk-yrityksiä hyödyntämään yhtenäismarkkinoiden tarjoamia mahdollisuuksia.
8. Edistetään pk-yrityksissä tarvittavien taitojen kehittämistä ja kaikenlaista innovointia.
9. Annetaan pk-yrityksille valmiudet muuttaa ympäristöuhat mahdollisuuksiksi.
10. Kannustetaan ja tuetaan pk-yrityksiä, jotta ne voivat hyötyä markkinoiden kasvusta.

Tämän tutkielman kannalta kaikista mielenkiintoisin on periaate numero kuusi, joka onkin ainoa johon tässä syvennyttään enemmän. Aloitteessa suurimpana ongelmana pk-yritysten rahoituksen saannissa nähdään investoijien ja pankkien riskin välttäminen, joka aiheuttaa yritysten rahoituksesta pidättäytymistä niiden perustamisvaiheessa ja kun niitä ollaan ensimmäistä kertaa laajentamassa. Ongelman korjaamiseksi aloitteessa nähdään tarpeelliseksi kartoittaa ja korjata markkinoiden mahdolliset toimintapuutteet pk-yritysten rahoituksen osalta, jotta Euroopan

riskipääomamarkkinoiden kehittämistä voidaan jatkaa, pk-yritysten mikroluottojen ja välirahoituksen saantia voidaan parantaa ja uusia tuotteita ja palveluita voidaan kehittää. Lisäksi yrittäjien neuvonta ja koulutus eri rahoitusmuotojen ja investointien rahoittamisen suhteen nähdään tarpeelliseksi. Aloitteessa listataan myös toimenpiteet, joilla komissio käytännössä pyrkii tukemaan tämän periaatteen toteutumista ja toimenpiteitä, joita jäsenvaltioita kehoitetaan toteuttamaan. (Euroopan yhteisöjen komissio, 2008.)

Komissio (2011) on tehnyt aloitteestaan uudelleentarkastelun, jossa arvioidaan aloitteen toteutuksen edistymistä aloitteen kahden ensimmäisen vuoden aikana, sekä arvioidaan mitä lisätoimia komissiolta ja jäsenvaltioilta vaaditaan jotta aloitteen tavoitteet saavutetaan täysimääräisesti. Pienyritysten rahoituksen saamisen edistämistä tukevan periaatteen osalta komissio katsoo edistyneensä siten, että EU:n rooli on kasvanut rahoituksen saatavuuden alalla. Kilpailukyvyn ja innovoinnin puiteohjelman rahoitusvälineistä oli vuoteen 2011 mennessä hyötynyt yli 100 000 pk-yritystä, joista 90 prosenttia oli mikroyrityksiä. Määrän odotettiin tuplaantuvan vuoteen 2013 mennessä. Komissio on perustanut pysyvän pk-yritysfoorumin, jossa pk-yritysten edustajat, pankit, markkinatoimijat ja muut rahoituslaitokset pyrkivät poistamaan käytännön esteitä, joita pk-yritykset kohtaavat hakiessaan luottoa. Jäsenvaltioissa rahoituksen saatavuus on parantunut SBA-aloitteen täytäntöönpanon jälkeen, mutta lisätoimia vaadittiin. Kuudessa jäsenvaltiossa, mukaan lukien Suomi, oli komission kehotuksen mukaisesti käyttöönotettu ns. luottoasiamies-konsepti, jossa erillinen luottoasiamies helpottaisi yritysten ja luottolaitosten välistä vuoropuhelua. Uudelleentarkastelussa todettiin, että taloustilanne vaatii jäsenmailta erityishuomiota pk-yritysten rahoitustarpeille. Komissio ehdottikin jäsenmaille uusia aloitteita rahoituksen saatavuuden parantamiseksi pääomamarkkinoiden kautta, sillä useat eurooppalaiset pankit olivat tiukentaneet yritysten luototusta koskevia vaatimuksiaan. Komissio puolestaan aikoi kiinnittää erityistä huomiota pk-yritysten lainansaantiin kohdistuviin vaikutuksiin ehdottaessaan pankkien pääomavaatimusten korottamista vuonna 2011. Jäsenvaltioiden tulisi myös rohkaista yrityksiä investointeihin budjettipolitiikan keinoin.

3 Pienyritysten rahoitusrakenteen valinta

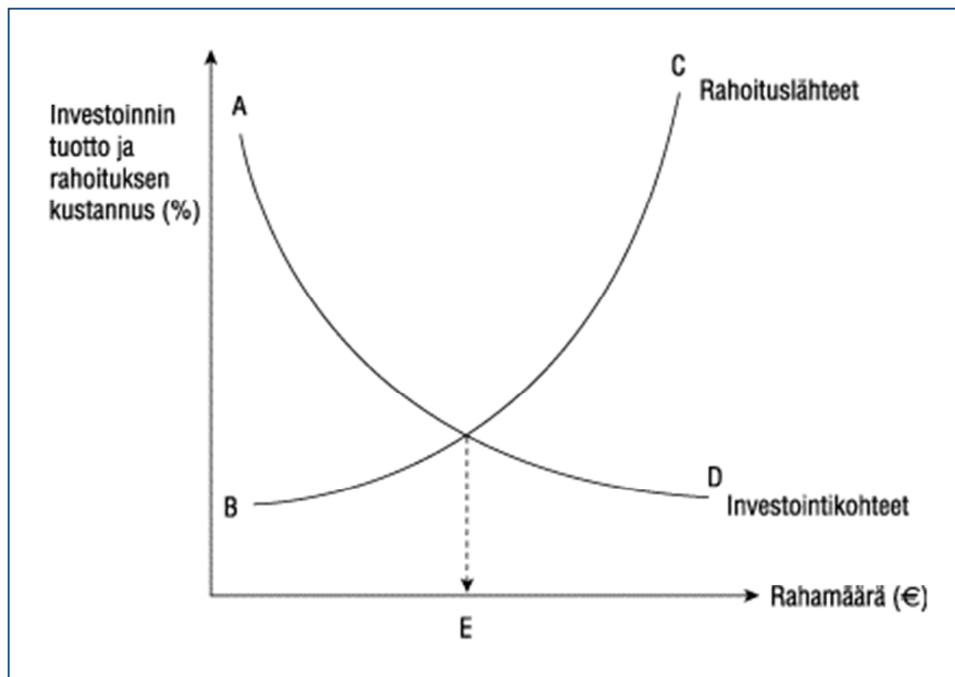
3.1 Rahoituksen kustannukset

Jotta rahoitusrakenteen valintaprosessia olisi mahdollista ymmärtää, on ensin avattava rahoituksen kustannusten käsitettä. Rahoituksen kustannukset ovat merkittävä seikka rahoitusrakenteen valinnassa, sillä yritystoiminnan tarkoitus on viime kädessä yrityksen omistajan sijoituksen arvon maksimoiminen. Mitä pienemmät ovat yritystoiminnan kustannukset, joihin myös rahoituksen kustannukset lukeutuvat, sitä suurempi osa yrityksen liikevaihdosta jää kasvattamaan omistajan varallisuutta. Tässä luvussa kerrotaan ensin, miten rahoituksen kustannukset muodostuvat. Seuraavaksi esitellään miten yrityksen käyttämät rahoituslähteet valitaan. Sen jälkeen tarkastellaan millainen olisi rahoituksen kustannusten kannalta optimaalinen rahoitusrakenne. Viimeisenä käydään läpi, miten rahoituksen kustannukset voivat erota pienten ja suurten yritysten välillä.

Rahoituksen kustannus koostuu kahdesta komponentista: riskittömästä markkinakorosta ja sen päälle lisätystä riskipreemiosta. Riskittömällä markkinakorolla tarkoitetaan korkoa joka saataisiin sijoittamalla johonkin riskittömäksi katsottuun sijoituskohteeseen, kuten valtion obligaatioihin. Riskipreemion suuruus vaihtelee tietenkin yrityksen riskisyyden mukaan. Oman pääoman tapauksessa riskipremio on suurempi kuin vieraan pääoman, ovathan oman pääoman ehtoiset velkojat huonommassa asemassa muihin velkojiin verrattuna. Lisäksi oman pääoman sijoittajat saavat tuottonsa yrityksen tuloksen mukaan, kun taas vieraalle pääomalle on sovittu tietty korko, joka yrityksen on maksettava tuloksen suuruudesta riippumatta. (Puttonen, 2007.) Oman pääoman sijoittajat ottavat siis rahoituksesta saatavan korvauksenkin suhteen suuremman riskin, kuin vieraan pääoman sijoittajat.

Yrityksen täytyy toiminnassaan tehdä rahoitukseen liittyen kaksi keskeistä päätöstä: investointi- ja rahoituspäätös. Investointipäätös on päätös yritystoiminnassa käytettävän pitkäaikaisen varallisuuden, kuten esimerkiksi koneiden ja laitteiden, hankinnasta. Rahoituspäätöksellä taas ratkaistaan miten valitut investointikohteet rahoitetaan. Yksinkertaisimmillaan yritysten rahoitusrakenteen, eli oman ja vieraan pääoman suhteen, valinnassa on kysymys investointien

tuottojen ja rahoituksen kustannusten yhteensovittamisesta. Investointien tuottojen ja rahoituksen kustannusten yhteensovittamista, eli rahoitusongelman ratkaisua, voidaan kuvata kuviolla 2:



KUVIO 2. Yrityksen rahoitusongelman ratkaisu (Leppiniemi & Lounasmeri, Yritysrahoitus, 1989, luku 3)

Kuviossa 2 alaspäin kaartuva käyrä kuvaa investoinnista saatavan prosentuaalista tuottoa suhteessa sijoitettavaan rahamäärään. Ylöspäin kaartuva käyrä taas kuvaa saatavilla olevan rahoituksen määrää. Kuvioista nähdään, että rahoituksen kustannuksen kasvaessa saatavilla olevan rahoituksen määrä kasvaa ja investoinnista saatava prosentuaalinen tuotto laskee investointikohteeseen sijoitettavan rahamäärän kasvaessa. Kuvion pisteessä A saadaan korkein korko investointikohteeseen sidotulle rahamäärälle ja pisteessä D matalin korko. Pisteestä B puolestaan löytyy rahanlähdevaihtoehdoista halvin ja pisteestä C kallein. Rahoitusongelma ratkaistaan investoimalla käyrien leikkauspisteiden osoittama rahamäärä E, jolloin sekä hyväksytyt investointikohteet että valitut rahan lähteet jäävät leikkauspisteen E vasemmalle puolelle. (Leppiniemi & Lounasmeri, 1989.)

Kustannusten kannalta yritykselle optimaalisin oman ja vieraan pääoman rakenne olisi sellainen, jolla pääoman painotettu keskimääräinen kustannus (*weighted average cost of capital, WACC*) minimoituu. Omalla pääomalla ja velalla rahoitetun yrityksen pääoman painotettu keskimääräinen kustannus lasketaan seuraavalla kaavalla, kun verot otetaan huomioon:

$$WACC = \frac{MV_e}{MV_d + MV_e} \cdot R_e + \frac{MV_d}{MV_d + MV_e} \cdot R_d \cdot (1 - t), \quad (1)$$

jossa MV_e on oman pääoman markkina-arvo, R_e on sijoittajien tuottovaatimus, MV_d on velan markkina-arvo, R_d velan kustannus (eli lainan korko) ja t on vallitseva yhteisövero. Verot on siksi otettu huomioon vain velkojen kustannuksessa, että ne ovat yrityksen verotuksessa vähennyskelpoisia. Omasta pääomasta maksettavat korvaukset, eli osingot, eivät sen sijaan ole verotuksessa vähennyskelpoisia. Mikäli yrityksellä on useampaa erilaista rahoitusta käytössä, on sen keskimääräisen kustannuksen laskenta monimutkaisempaa. Koska jokaiselle parametrille on tarjolla useampia perusteltavissa olevia arvoja, on keskimääräisen painotetun pääomakustannuksen laskemisessa ongelmia. Se voi siis saada useampia eri arvoja, jotka voidaan jokainen katsoa oikeaksi, vaikka sitä laskettaisiin vain yhdelle tietylle yritykselle yhden vuoden ajalta. Pääoman kustannusten painotettua keskiarvoa voidaan kuitenkin käyttää yrityksissä investointimahdollisuuksien kannattavuuden arvioinnissa.

Suomen pankin (2013a) mukaan yritysten nostamien uusien lainojen keskikorko oli tammikuussa 2013 noin 2,1 prosenttia. Uusien yrityslainojen keskikorossa on jonkin verran kuukausittaista vaihtelua, johtuen lähinnä suurien yritysten nostamista yli miljoonan euron lainoista. Niiden korot vaihtelevat enemmän kuukaudesta toiseen ja vaikuttavat keskikorkoon enemmän kuin kooltaan pienemmät lainat. Pienet, enintään 250 000 euron yrityslainat olivat tammikuussa 2013 selvästi kalliimpia kuin suuremmat yrityslainat; enintään 250 000 euron lainojen keskikorko oli tällöin noin 2,5 prosenttia, kun taas suuremmista tarvitsi maksaa noin 1,8 prosenttia korkoa. Kaikista kalleimpia olivat alle 50 000 euron lainat, joiden korko oli keskimäärin lähes 3,5 prosenttia. Pienten ja suurten yrityslainojen korkoero on kasvanut viimeisen parin vuoden aikana. Suomessa yleisesti viitekorkoina käytettävien euriborien ollessa historiallisen alhaisella tasolla, ovat lainamarginaalit leventyneet huomattavasti. Uusien

yrittyslainojen laskennallinen keskimarginaali oli tammikuussa 2013 1,76 prosenttiyksikköä. Laskennalliset marginaalit olivat leveimmillään uusissa enintään 50 000 euron yrittyslainoissa, ollen keskimäärin 3,05 prosenttiyksikköä. Kapeimmillaan laskennalliset marginaalit olivat uusissa yli miljoonan euron yrittyslainoissa, ollen keskimäärin 1,49 prosenttiyksikköä.

Lainojen hinnoitteluun vaikuttaa mm. se, että pienille yrityksille myönnetyt lainat arvioidaan tyypillisesti riskipitoisemmiksi, kuin toimintansa vakiinnuttaneiden suurempien yritysten suuremmat lainat. Riskipitoisemmiksi luokitelluilla lainoilla on suuremmat riskipainot pankkien vakavaraisuuslaskennassa, mikä aiheuttaa pankeille kustannuksia, kun niiden on pidettävä hallussaan suhteellisesti enemmän omia varoja näihin saamisiin liittyviä luottoriskejä vastaan. Suomessa toimivat pankit ovat perustelleet lainamarginaalien viimeaikaista leventämistä muun muassa varainhankintansa kallistumisella ja ennakoiduilla, kiristyvistä sääntelystä aiheutuvilla kustannuksilla. Tämän lisäksi euribor-korkojen lasku historiallisen matalalle on heikentänyt peruspankkitoiminnan kannattavuutta supistamalla pankkien korkokatteita. (Suomen Pankki, 2013a.)

Suurilla yrityksillä on enemmän rahoitusvaihtoehtoja tarjolla, joten suurten yritysten neuvotteluvara on suurempi kuin pienten. Osin tästä johtuen niiden lainamarginaalit ovat viimeaikojen kasvusta huolimatta leventyneet suhteessa vähemmän kuin pk-yrityksillä. Lisäksi pankit kiinnittävät entistä enemmän huomiota lainojen laskennallisesti sitomaan pääomaan, joka on suurilla suhteellisesti vähäisempi kuin pk-yrityksillä. (Suomen Pankki, 2013b.)

Koska suurin osa pienyritysten rahoituksesta muodostuu pankkilainoista (Hyytinen & Pajarinen, 2002b), on pankkisuhteen ominaisuuksien määrittely olennainen osa pienyritysten rahoituksen analysoinnissa. Pankkisuhteen keston voisi ajatella pienentävän yrityksen rahoituskustannuksia, sillä pankki pystyy hankkimaan sitä enemmän tietoa asiakkaastaan, mitä kauemmin asiakassuhde kestää. Peltoniemi (2007) tutki merkittävästä suomalaispankista saamallaan aineistolla pankkisuhteen ominaisuuksien vaikutuksia pienyrityksille myönnettyjen lainojen korkotasoon vuosina 1995–2001. Tutkimus osoitti, että suhteen keston ja lainakustannusten välillä on negatiivinen riippuvuus, eli pankkisuhteen keston kasvaessa pienyritysten lainakustannukset pienenevät. Etenkin korkeamman riskiluokituksen pienyritykset hyötyivät

pankkisuhteen keston kasvusta. Vaikka nämä korkeamman riskin pienyritykset maksoivatkin keskimäärin suurempaa korkoa lainoistaan, pieneni näiden pienyritysten korkotaso pankkisuhteen pitkittyessä suhteellisesti enemmän kuin pienemmän riskiluokituksen pienyrityksillä. Tämä tukee näkemystä, että korkean riskin yritysten tulisi muodostaa läheinen ja pitkäkestoinen suhde valitsemansa pankin kanssa. Muista suhteen ominaisuuksia kuvaavista muuttujista vain käytössä olevien lainojen lukumäärä selitti tilastollisesti merkittävästi pienyrityksen lainakustannuksia, siten että käytössä olevien lainojen lukumäärän kasvaessa myös lainakustannukset kasvoivat. Yrityksen velkaantuneisuusasteella pankille ei sen sijaan ollut merkitystä lainakustannuksia määritettäessä.

3.2 Optimaalisen rahoitusrakenteen teoriat pienyritysten näkökulmasta

Suuri osa pienempien ja nuorempien yritysten kasvuun kohdistuvasta huomiosta on keskittynyt rahoitusrakennepäätöksiin, sillä rahoitukseen liittyvät ongelmat ovat niillä hallitsevia (Terpstra & Olson, 1993). Pienet yritykset myös eroavat suurista yrityksistä juuri rahoitusrakennepäätöksissä. Toisin kuin suuremmilla yrityksillä, pienyritysten riippuvaisuus yksityisistä markkinoista rajoittaa saatavilla olevia rahoituslähteitä. Kun tämä yhdistetään pienten yritysten toiminnan alkaessa käyttämään sisäiseen rahoitukseen, syntyy erikoislaatuinen tilanne jossa rahoitusrakennepäätöksiä tehdään. Onkin hyvin laajasti hyväksytty, että pienyrityksillä on erilaiset optimaaliset rahoitusrakenteet kuin suuremmilla ja niiden rahoitus tapahtuu erilaisilla rahoituslähteillä toiminnan eri vaiheissa (Berger & Udell, 1998). Pelkkä WACC:in soveltaminen rahoitusrakenteen valinnassa johtaisi hyvin velkapainotteiseen rahoitusrakenteeseen, sillä velka on omaa pääomaa edullisempaa. Käytännössä yrityksiä ei kuitenkaan ole rahoitettu pelkällä velkarahalla, joten tämän selittämiseksi on kehitetty optimaalisen rahoitusrakenteen teorioita. Tässä luvussa esitellään viisi erilaista teoriaa optimaalisen rahoitusrakenteen valinnan tueksi ja arvioidaan niiden soveltuvuutta pienyritysten käyttöön. Teoriat ovat Modiglianin ja Millerin rahoitusrakennepropositio, trade-off -teoria (*trade-off theory*), nokkimisjärjestysteoria (*pecking order theory*), transaktiokustannusten taloustieteen (*transactions cost economics*) näkökulma sekä financial growth cycle -malli (FGC-malli).

Suuri osa rahoitusrakenteisiin liittyvistä tutkimuksista juontavat juurensa Modiglianin ja Millerin (1958) artikkeliin optimaalisista rahoitusrakenteista. Modiglianin ja Millerin mallissa rahoitusrakenne on optimaalinen, mikäli se maksimoi yrityksen arvon. He tarkastelivat yritysten erilaisten rahoitusrakenteiden vaikutusta yrityksen arvoon täydellisillä rahoitusmarkkinoilla. Täydellisten rahoitusmarkkinoiden oletuksiin kuuluu talouden verottomuus, informaation vapaa ja viiveetön saatavuus sekä yksilöiden ja yritysten mahdollisuus lainata rahaa riskittömällä korkokannalla ilman rajoituksia. Tärkeä oletus on myös se, että yrityksen investointikohteet ovat riippumattomia rahoitusrakenteesta, eli yritysomaisuuden koostumukseen ei vaikuta sen rahoitustapa. Edellä mainittujen ehtojen vallitessa Modigliani ja Miller johtivat propositionsa,

jonka mukaan yrityksen rahoitusrakenne ei voi vaikuttaa yrityksen arvoon. Yrityksen rahoitusrakenne voi ainoastaan määrittää mille yrityksen sidosryhmälle yrityksen tuotot ohjautuvat. Täydellisten rahoitusmarkkinoiden oletus on kuitenkin ongelmallinen, sillä todellisuudessa korkeintaan investointikohteiden riippumattomuus voi pitää paikkansa. Modiglianin ja Millerin tulos on siis vähintäänkin kyseenalainen. Pienyrityksille Modiglianin ja Millerin propositio tuo kuitenkin lisäarvoa rahoitusrakenteen valintaan, sillä myös niiden tulee määrittää rahoitusrakenteensa niin, että se maksimoi yrityksen arvon. Sen sijaan, että pienyritykset maksimoisivat osakepääomansa arvoa, tulee niiden keskittyä maksimoimaan tilikauden tulosta. Näin siksi, että pienyritysten osakkeilla ei käydä yleisesti kauppaa rahoitusmarkkinoilla, joten osakkeen arvonmääritys on pienyrityksillä ongelmallisempaa. Tilikauden tulos on sen sijaan helppo määrittää.

Ottaen huomioon, että todellisuudessa markkinoilta löytyy verojen ja konkurssikustannusten kaltaisia epätäydellisyyksiä, Kraus ja Litzenberger (1973) kehittivät trade-off -teorian, jonka mukaan yritys valitsee kuinka paljon se käyttää omaa ja vierasta pääomaa tasapainottamalla vieraaseen pääomaan liittyvät kustannukset ja hyödyt. Velkarahoitukseen liittyy verohyötyjä, sillä velkarahan kustannukset saa vähentää verotuksessa, toisin kuin oman pääoman kustannukset. Velkarahan kustannukset on kuitenkin maksettava yritystoiminnan kannattavuudesta riippumatta. Mikäli yritys ei pysty selviytymään lainavelvoitteistaan, se ajautuu konkurssiin. Konkurssista aiheutuu taas omat konkurssikustannuksensa.

Trade-off -teorian mukaan yrityksen optimaalinen lainan määrä ilmenee seuraavasta yhtälöstä:

$$\begin{aligned}
 V(D) &= \sum_{j=1}^n (Y_j + Z_j)P_j \\
 &= \begin{cases} \sum_{j=1}^n [(1 - T_j)X_j + T_j D]P_j, & \text{kun } 0 \leq D \leq X_1, \\ \sum_{j=1}^{k-1} (X_j - C_j)P_j + \sum_{j=k}^n [(1 - T_j)X_j + T_j D]P_j, & \text{kun } X_{k-1} < D \leq X_k \text{ (} k = 2, \dots, n \text{)}, \\ \sum_{j=1}^n (X_j - C_j)P_j, & \text{kun } D > X_n, \end{cases} \quad (2)
 \end{aligned}$$

jossa

1. $V(D)$ on yrityksen markkina-arvo.
2. j on mahdollinen maailmantila välillä $[1, n]$.
3. X_j on yrityksen tulos ennen korkoja ja veroja maailmantilassa j . Maailmantilat on numeroitu siten, että X_j :lle pätee $X_1 \leq X_2 \leq \dots \leq X_{n-1} \leq X_n$. Yksinkertaisuuden vuoksi oletetaan, että erisuuruudet eri maailmantiloissa toteutuvien tulosten välillä ovat voimakkaita. X_j ei myöskään riipu yrityksen markkina-arvosta.
4. D on lainan määrä ja siis lainanantajille maksettavaksi luvattu määrä, joka ei riipu maailmantilasta. Yrityksen kyky selviytyä tästä maksusta riippuu D :n suuruudesta suhteessa X_j :hin. Yritys määritetään maksukyvyttömäksi, mikäli yritys ei jossakin maailmantilassa kykene täysin suoriutumaan velkavelvoitteistaan. Jos edellä mainitun kaltainen maailmantila toteutuu, ajautuu yritys konkurssiin.
5. Y_j on lainanantajien saama summa maailmantilassa j . Se on yhtä suuri kuin D , mikäli D on pienempi tai yhtä suuri kuin X_j . Jos taas D on suurempi kuin X_j , on lainanantajien saama summa yrityksen tulos josta on vähennetty konkurssikustannukset.
6. Z_j on omistajille maailmantilassa j maksettava osuus yrityksen tuloksesta. Oletuksena on, että koko verojen ja lainamaksujen jälkeen jäljelle jäävä tulos maksetaan osakkeenomistajille. Mikäli yritys ajautuu konkurssiin, on osakkeenomistajille maksettava määrä siis 0.
7. P_j on alkeellisen arvopaperin markkina-arvo maailmantilassa j , siten että $0 \leq P_j \leq 1$. Em. arvopaperi koostuu yhden euron rahoitusvaateesta. Arvopaperi on alkeellinen, mikäli sen arvo ei riipu mistään muista seikoista, kuin yrityksen taloudellisesta tilanteesta.
8. T_j on tuloveroaste maailmantilassa j . Tässä oletetaan, että kaikki velkoihin liittyvät maksut ovat verovähennyskelpoisia ja että T_j on suurempi kuin nolla.
9. C_j on maksukyvyttömyydestä aiheutuvien kulujen, eli konkurssikustannusten, määrä maailmantilassa j . Koska yrityksen omistajien vastuun oletetaan rajoittuvat yritykseen sijoitettuihin varoihin, on oltava voimassa $0 \leq C_j \leq X_j$.

Yhtälöstä (2) selviää, että D :n optimaalinen arvo on jokin arvoista $X_1, X_2, \dots, X_{n-1}, X_n$. Ensinnäkin, mikäli D olisi suurempi kuin X_n , ajautuisi yritys konkurssiin, joten tämä ei voi olla optimaalinen veron määrä. Sen sijaan yhtälön kaksi ensimmäistä lauseketta ovat muuten identtiset, paitsi että toiseen lausekkeeseen on lisätty $\sum_{j=1}^{k-1} (X_j - C_j)P_j$, jonka täytyy olla suurempi kuin nolla, mikäli $X_j > C_j$. Konkurssikustannukset eivät kuitenkaan ole yleensä hirveän mittavat, joten niiden voidaan olettaa olevan yrityksen tulosta pienemmät. Tästä seuraa, että

$$\sum_{j=1}^{k-1} (X_j - C_j)P_j + \sum_{j=k}^n [(1 - T_j)X_j + T_j D]P_j > \sum_{j=1}^n [(1 - T_j)X_j + T_j D]P_j, \quad (3)$$

joten D :n optimaalinen arvo on jokin arvoista $X_1, X_2, \dots, X_{n-1}, X_n$. Kun $X_{j-1} < D \leq X_j$ on voimassa, verohyödyn nykyarvo kasvaa D :n arvon lähestyessä X_j :tä samaan aikaan kun konkurssikustannusten nykyarvo pysyy samana. Optimaalinen rahoitusrakenne ratkaistaan siis laskemalla yrityksen arvo velan mahdollisilla arvoilla X_1, \dots, X_n , joita on siis rajallinen määrä. (Kraus & Litzberger, 1973.) Trade-off -teoriasta seuraa, että menestyvillä yrityksillä pitäisi olla enemmän velkaa, kuin vähemmän menestyvillä. Näin ei kuitenkaan ole, kuten Fama ja French (2002) tutkimuksessaan osoittivat. Trade-off -teoriaa on kritisoitu myös siitä, että verohyötyjen ja konkurssikustannusten suhde on liian epätasapainoinen määrittämään optimaalista rahoitusrakennetta, sillä verohyödyt ovat varmoja, kun taas konkurssikustannukset epätodennäköisempiä (Miller, 1977). Teoria on kuitenkin sikäli hyödyllinen pienyritysten näkökulmasta, että se tuo esille velkarahoitukseen liittyvät verohyödyt. Samalla trade-off -teoria tuo konkurssikustannusten kautta esille velkarahoituksen määrän kasvuun liittyvän yritystoiminnan riskisyyden kasvun.

Myersin (1984) esittelemä nokkimisjärjestysteoria selvittää pk-yritysten rahoitusrakennepäätöksiä takana olevia kannustimia. Teorian mukaan yritykset käyttävät mieluiten sisäiset rahoituslähteet ja vasta sitten turvautuvat ulkoiseen rahoitukseen, kun sisäiset lähteet ovat riittämättömät. Lisäksi ulkoisesta rahoituksesta ensin hankitaan mieluiten velkarahoitusta ja vasta sen jälkeen ulkoista omaa pääomaa. Etenkin omistaja-johtajalla on voimakas kannuste hankkia ennemmin ulkoista vierasta pääomaa kuin ulkoista omaa pääomaa

säilyttääkseen täyden määräysvallan yrityksestään. Moraalikatko (*moral hazard*, ks. esim. Hyytinen ja Väänänen, 2004) voi kuitenkin tehdä velkasopimuksista ongelmallisia. Moraalikatko merkitsee tässä yhteydessä sitä, että yrityksen voi olla kannattavaa lisätä riskinottoaan lainanmyöntämisen jälkeen, sillä pankki joutuisi kantamaan riskin toteutumisen seuraukset joko osittain tai kokonaan. Vakuudet ja riittävä määrä siemenrahoitusta pienentävät kuitenkin moraalikadon ongelmaa. Nokkimisjärjestysteoria on huomattu erityisen merkitykselliseksi pienyritysten näkökulmasta. Holmes ja Kent (1991) huomasivat, että pienyritysten kohdalla nokkimisjärjestys on erityisen selkeä, koska niiden mahdollisuudet saada ulkoista rahoitusta ovat rajalliset.

Siinä missä Modigliani ja Miller, sekä trade-off -teoria kohtelevat omaa ja vierasta pääomaa samankaltaisina rahoitusinstrumentteina, transaktiokustannusten taloustiede painottaa, että etenkin niiden hallinnollisten ominaispiirteiden eroilla on merkitystä optimaalista rahoitusrakennetta pohdittaessa. Oman ja vieraan pääoman tärkeimmät hallinnolliset erot on esitelty taulukossa 2. (Williamson, 1989.)

TAULUKKO 2. Oman ja vieraan pääoman tärkeimmät hallinnolliset ominaispiirteet

(suomennettu lähteestä Williamson, 1989, s. 168)

	Rahoitusinstrumentti	
Hallinnollinen ominaispiirre	<i>Vieras pääoma</i>	<i>Oma pääoma</i>
<i>Sopimusperusteiset rajoitteet</i>	Lukuisia	Ei mitään
<i>Etuoikeusasema</i>	Maksetaan konkurssissa ennen oman pääoman ehtoisia sijoituksia	Maksetaan viimeisenä
<i>Vaikutusmahdollisuudet</i>	Olemattomat	Kattavat

Taulukosta 2 voidaan nähdä, että vieraaseen pääomaan liittyy lukuisia sopimusperusteisiä rajoitteita, johtuen velanantajan olemattomista vaikutusmahdollisuuksista yrityksen toimintaan. Vieras pääoma on kuitenkin konkurssitilanteessa etuoikeutettua omaan pääomaan nähden, sillä vieras pääoma maksetaan ennen oman pääoman ehtoisia sijoituksia. Omaan pääomaan taas ei

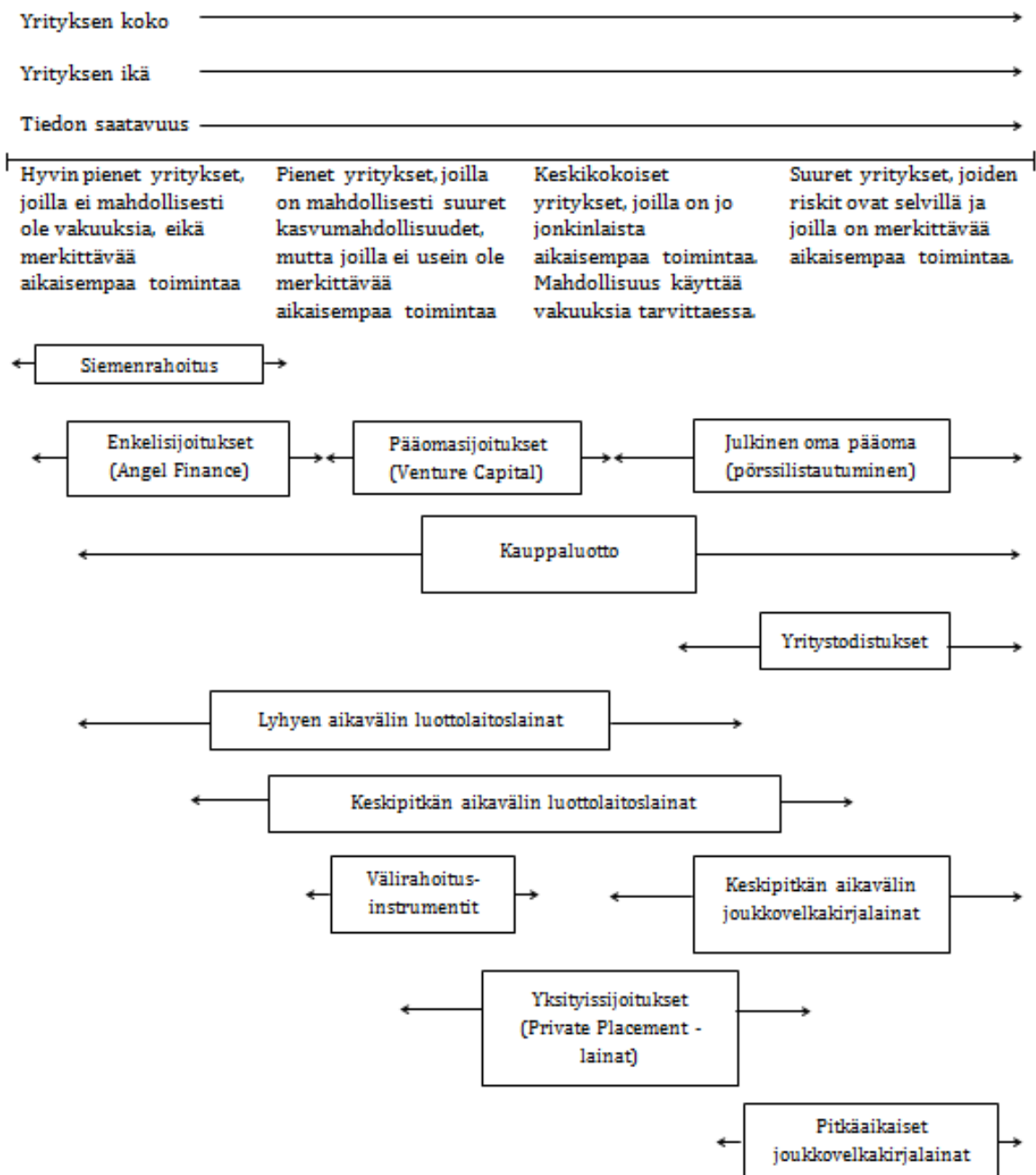
liity sopimusluonteisia rajoitteita, sillä oman pääoman ehtoisilla sijoittajilla on kattavat vaikutusmahdollisuudet yrityksen toimintaan.

Transaktiokustannusnäkökulma korostaa, että sellaiset investointiprojektit, joiden rahoittaminen vieraalla pääomalla on yksinkertaista, *pitäisi* rahoittaa vieraalla pääomalla. Tällaisia projekteja ovat sellaiset, joissa käytettävä aineellinen varallisuus on erityisyydeltään vähäistä tai kohtuullista. Kuten luvussa 2.2 todettiin, varallisuus on sitä erityisempää, mitä vaikeampi sitä on siirtää uuteen käyttötarkoitukseen pienentämättä sen arvoa. Varallisuuden erityisyyden kasvaessa suureksi lainanantajien etuoikeusasema antaa investoinnille vain rajoitetun suojan, sillä varallisuuden siirrettävyys uuteen käyttötarkoitukseen on rajoitetumpi. Oman pääoman sijoittajien vaikutus- ja valvontamahdollisuudet omistajan asemassa ovat laajemmat, joten oma pääoma on suositeltavin rahoitusinstrumentti projekteihin joissa varojen erityisyys on korkea. (Williamson, 1989.)

Transaktiokustannusten taloustieteen näkökulma yksinkertaistaa melkoisesti pääomarakenteen valintaprosessia, sillä se liittyy investointiprojekteihin ainoaksi vaikuttavaksi tekijäksi varallisuuden erityisyyden. Näkökulma johdattaa kuitenkin pienyritykset pohtimaan omaa tulonansaintamalliaan. Yritykset, joilla on erilaiset tulonansaintamallit, rahoitetaan nimittäin todennäköisesti erilaisilla kombinaatioilla omaa ja vierasta pääomaa. Yrityksillä, jotka toimivat suuren riskin ja suuren kasvun sektoreilla, on oman pääoman ehtoinen rahoitus velkaa suuremmassa roolissa. Suuri riski tekee yrityksestä velanantajan näkökulmasta vähemmän houkuttelevan, sillä velkarahoitukseen liittyy olemattomat vaikutusmahdollisuudet yrityksen toimintaan. Tasaisemman tulovirran pienyritykset taas saavat useammin ulkoista velkarahoitusta esimerkiksi pankeilta. Sama pätee myös pienyrityksiin, joilla on tavanomaista kiinteää omaisuutta, kuten ajoneuvoja, rakennuksia ja yksinkertaisia koneita, sillä näitä omaisuuseriä on mahdollista käyttää lainojen vakuuksina.

Edellä esitellyt neljä optimaalisen rahoitusrakenteen teoriaa eivät ota kantaa pienyritysten erityisyyteen, sillä niitä ei ole luotu erityisesti pienyrityksiä ajatellen. Berger ja Udell (1998) ovat sen sijaan artikkelissaan havainnollistaneet FGC-mallin avulla, millaisia rahoituslähteitä

pienyrittäjillä on käytettävissään. Lisäksi FGC-malli kuvaa miten yritysten rahoitusrakenteet vaihtelevat yritysten elinkaaren eri vaiheissa. Yritysten voidaan ajatella kulkevan taloudellisen kasvusyklin (*financial growth cycle*) läpi, jossa yritysten rahoitustarpeet ja -vaihtoehdot muuttuvat niiden liiketoiminnan kasvaessa, kokemuksen lisääntyessä ja yritysten muuttuessa informaation suhteen läpinäkyvämmäksi. Tätä on havainnollistettu kuviossa 3, jossa yritykset sijaitsevat koko/ikä/tieto-jatkumolla. Kuviossa 3 nähdään kuinka pienemmät, nuoremmat tai tiedon suhteen läpinäkyvämmät yritykset sijaitsevat jatkumon vasemmassa päässä, mikä tarkoittaa että ne ovat riippuvaisia siemenrahoituksesta, kauppaluotosta tai bisnesenkeleiltä saatavasta rahoituksesta. Myöhemmin, kun yritykset ovat kasvaneet isommiksi, on niiden mahdollista saada rahoitusta erilaisilta rahoituksen välittäjiltä: vieraan pääoman ehtoista rahoitusta esimerkiksi pankeilta ja oman pääoman ehtoista rahoitusta pääomasijoittajilta. Pääomasijoittajat voidaan nähdä rahoituksen välittäjinä, sillä yleensä ne ovat pörssinoteerattuja yhtiöitä, jotka osakemarkkinoiden kautta välittävät rahoitusta suurelta joukolta pienempiä sijoittajia yksittäisille yrityksille. Lopulta, mikäli yrityksen toiminta ja kasvu jatkuu, on mahdollista saada rahoitusta julkisilta velka- ja pääomamarkkinoilta.



KUVIO 3. Yritykset koko/ikä/tieto-jatkumolla sekä rahoituslähteet (suomennettu artikkelista Berger & Udell, 1998, s. 623)

FGC-mallin ei ole tarkoituskaan olla sopiva jokaiselle pienyritykselle. Sen sijaan FGC-mallin on tarkoitus antaa yleisluontoinen kuvaus siitä, mitkä rahoituksen lähteet ovat tärkeitä kulloisessakin yrityksen kasvusyklin vaiheessa. Myöskään rahoituslähteiden janojen, joilla osoitetaan kulloisenkin rahoituksen lähteen alku ja loppu syklissä, ei ole tarkoitus olla ehdottomia. Esimerkiksi jopa kaikista suurimmat yritykset saattavat turvautua pankkilainoihin, vaikka tätä ei olekaan havainnollistettu kuvassa.

FGC-mallin mukaan kenties tärkein ominaispiirre pienyritysten rahoituksessa on niiden läpinäkymättömyys tiedon suhteen (*informational opacity*). Pienyritysten liikesopimukset eivät ole yleistä tietoa, eikä niiden tilinpäätöksillekään ole välttämättä suoritettu tilintarkastusta. Pienyritysten voi olla siis vaikeaa saada sidosryhmänsä vakuuttumaan omasta laadukkuudestaan. FGC-mallissa pienyritysten läpinäkymättömyys tiedon suhteen muuttaa niiden optimaalisen rahoitusrakenteen valintaa siten, että huomio kiinnittyy enemmän rahoituksen saatavuuteen. Pienyritykset eivät siis voi valita mitä tahansa rahoituslähdeä rahoitusrakenteeseensa, vaan sen valikoima on huomattavasti suppeampi kuin suurilla yrityksillä. FGC-mallin mukaan luottolaitoslainojen ei tyypillisesti pitäisi olla pienyrityksen saatavilla ennen kuin yrityksen tase sisältää huomattavaa aineellista omaisuutta, jota voidaan käyttää lainan vakuutena. Vakuudeksi kelpaavaa aineellista omaisuutta ovat esimerkiksi yrityksen saamiset, vaihto-omaisuus tai kalusto.

Yritykset voivat hankkia julkista omaa pääomaa listautumalla pörssiin, jossa sen osakkeilla aletaan tämän jälkeen käydä kauppaa. Pörsseillä on omat listautumisedellytyksensä, joiden vaatavuuden vuoksi pienten yritysten ei ole mahdollista hankkia oman pääoman ehtoista rahoitusta listautumisen kautta. Oletettavasti pienyritysten läpinäkymättömyys tiedon suhteen on suurin syy edellä mainittuun, mutta se ei suinkaan ole ainoa syy. Julkiseen omaan ja vieraaseen pääomaan liittyy merkittäviä kuluja, jotka muodostuvat osakkeen tai lainan liikkeeseen laskua edeltävästä due diligence -prosessista, jakelusta ja arvopaperien rekisteröinnistä. Monet näistä kustannuksista ovat pohjimmiltaan kiinteitä, joten antikoolle muodostuu skaalaetuja. Koska osakeannin koolla ja yrityksen oman pääoman määrällä on vahva positiivinen yhteys, pienien ja keskisuurten yritysten voi olla vaikeaa saavuttaa nämä skaalaedut.

Yritykseen liittyvän informaation saatavuus ja antikokoon liittyvät skaalaedut määrittävät siis yrityksille vähimmäiskoon, jolla yleisöanti muodostuu niille taloudellisesti houkuttelevaksi vaihtoehdoksi. Pienyritykset ovat siis riippuvaisempia yksityisistä rahoitusmarkkinoista, kuin suuret yritykset. Suurille yrityksille on tarjolla suurempi määrä erilaisia rahoituslähteitä, johtuen niiden mahdollisuudesta hyödyntää julkisia rahoitusmarkkinoita. Suuri koko ei myöskään sulje pois kaikkia yksityisiä rahoituslähteitä. (Berger & Udell, 1998.)

Robb ja Robinson (2014) tutkivat millaisia rahoitusrakennepäätöksiä yritykset tekevät ensimmäisenä toimintavuotenaan. Siitä huolimatta, että aineiston yritykset olivat vasta aivan elinkaarensa alussa, olivat ne yllättävän riippuvaisia pankkilainoista. Mikäli analyysistä oli jokin yrittäjille tyypillinen rahoitusrakenne poimittavissa, oli aloittavan yrityksen tyypillinen velan ja arvon välinen suhde noin 40 prosentin tienoilla. Ottaen huomioon, että monissa tapauksissa kyseessä oli yksittäisen ammatin- tai liikkeenharjoittajan yritys, tai käytössä oli muuten yrittäjän henkilökohtaista omaisuutta lainojen vakuutena, oli monilla yrittäjillä huomattavia velkoja pääomavaateitaan vastaan. Pankit järjestivät aloittaville yrityksille maksuvalmiutta, yrittäjän kantaessa konkurssiriski täysimääräisesti antamalla vakuudeksi henkilökohtaista omaisuuttaan. Pankkilainojen saatavuus oli yllättävän suurta ottaen huomioon aloittavien yritysten läpinäkymättömyys tiedon suhteen. Kolme tärkeintä rahoituslähdettä suurimmalle osalle aloittavista yrityksistä järjestyksessä tärkeimmästä vähiten tärkeään olivat pankkilainat, yrittäjän oman pääoman ehtoiset sijoitukset ja kauppaluotot. Tästä ei kuitenkaan voida vetää johtopäätöstä, että aloittavan yrityksen nokkimisjärjestys olisi tässä luetellun kaltainen. Edellä mainittujen rahoituslähteiden käyttömäärät kuvastivat nimittäin enemmän rahoituksen kysynnän ja tarjonnan tasapainoa, kuin yrittäjän preferenssejä. Toisin sanoen yrittäjä olisi saattanut käyttää rahoituslähteitä eri suhteissa, jos hänellä olisi ollut varaa valita.

Pienyrityksen ikääntyessä rahoituksen osuus perustaja-omistajalta kasvaa merkittävästi. Tämä voi johtua joko voittovarojen kertymisestä ajan kuluessa tai sitten sellaiset yritykset menestyvät paremmin, joilla suurempi osuus rahoituksesta alun perinkin tulee perustaja-omistajalta. Perustaja-omistajan sijoittaman oman pääoman osuus voi myös kasvaa siten, että yritys käyttää kertyneitä voittovaroja ostamalla muita osakkaita ulos omia osakkeita hankkimalla. Tällöin

perustaja-omistajan pääoma kasvaa ajan kuluessa suhteessa enemmän, kuin mitä yrityksen oma pääoma kasvaa. Lisäksi perustaja-omistajan lainat yritykselle, samoin kuin omistajan lähipiirin antamat lainat, vähenevät yrityksen vanhentuuessa ja lyhentäessä näitä alkuvaiheessa tarvittuja velkavaroja. Yhdysvaltalaisissa yrityksissä kauppaluottojen määrä vähenee yrityksen ikääntyessä, johtuen mahdollisesti siitä, että myös pankkisuhteen ikääntyessä yrityksestä tulee pankille informaation suhteen läpinäkyvämpi. (Berger & Udell, 1998.)

Gregory, Rutherford, Oswald ja Gardiner (2005) tutkivat FGC-mallia empiirisesti multinomiaalisella logistisella regressiolla, miten yrityksen ikä, koko ja siitä saatavilla olevan informaation määrä vaikutti siihen, että yritys oli valinnut tietyn rahoitusrakenteen suhteessa muihin vaihtoehtoihin. Selitettäviä muuttujia oli kolme: 1) yritykset, jotka rahoittivat toimintansa siemenrahoituksella, kauppaluotoilla tai business enkeleiden sijoituksilla (alkeellisin rahoitusrakenne), 2) yritykset, jotka rahoittivat toimintansa pääomasijoittajien sijoituksilla tai keskipitkän aikavälin velalla (keskitason rahoitusrakenne) ja 3) yritykset, jotka rahoittivat toimintansa julkisella omalla pääomalla tai pitkäaikaisella velalla (kehittynein rahoitusrakenne). Käytännössä kolmen selitettävän muuttujan käyttö tarkoittaa sitä, että tulokseksi saadaan kolme erilaista mallia. Yhdessä verrataan alkeellisen rahoitusrakenteen valintaa suhteessa keskitason rahoitusrakenteeseen, toisessa alkeellisen valintaa kehittyneimpään rahoitusrakenteeseen ja viimeisessä keskitason valintaa kehittyneimpään. Tutkimuksen mukaan FGC-malli ei anna koko kuvaa yrityksen ominaispiirteiden ja rahoitusrakennepäätösten välisestä yhteydestä.

FGC-mallin kolmesta ominaispiirteistä vain työntekijöiden lukumäärällä mitattu yrityksen koko ja yrityksen ikä olivat tilastollisesti merkitseviä selittäviä muuttujia. Lisäksi yrityksen koko näytti ilmaisevan vain sen, että suuremmat yritykset valitsivat todennäköisemmin kehittyneimmän rahoitusrakenteen vain kun sitä verrattiin alkeellisimpaan rahoitusrakenteeseen, muttei silloin kun kehittyneintä rahoitusrakennetta verrattiin keskitasoon. Yrityksen iän vaikutus puolestaan oli päinvastainen, kuin mitä FGC-malli antoi ymmärtää. Tutkijat tosin itsekin tunnustivat tekemänsä tutkimuksen heikkoudet. Ensinnäkin, informaation läpinäkymättömyyttä tutkittiin vain dummy-muuttujalla, vaikka yrityksistä voi olla informaatiota saatavilla eriasteisesti, jolloin jatkuva muuttuja olisi ollut luontevampi, joskin vaikeammin toteutettava. Toiseksi tutkimuksessa

käytettiin aineistosta vain niitä yrityksiä, jotka selvästi käyttivät vain yhtä edellä mainituista rahoitusrakenteista. FGC-mallia ei nimittäin ole tarkoitettu tulkittavaksi siten, että sitä mukaa kun yritys kasvaa, vanhenee tai tulee tiedon suhteen läpinäkyvämmäksi, poistuu siltä rahoituslähdevalikoimasta kokonaan aikaisemmassa vaiheessa käytettävissä olleet rahoituslähteet. Päinvastoin, sitä mukaa kuin yrityksistä tulee suurempia, vanhempia tai tiedon suhteen läpinäkyvämpiä, niillä on suurempi valikoima rahoituslähteitä käytettävissään. Toki on myönnettävä, että mallin tutkiminen empiirisesti voi olla haastavaa ilman tiettyjä yksinkertaistuksia. Gregory, Rutherford, Oswald ja Gardiner ehdottavat lopuksi tutkimuksessaan yrittäjän ominaispiirteiden lisäämistä malliin paremman kokonaiskuvan saamiseksi, sillä kunkin yrityksen toiminta voi vaihdella siinä missä omistajien persoonallisuudetkin.

Pienyrityksillä siis optimaalisen rahoitusrakenteen valinta eroaa monilta osin suurten pörssiyhtiöiden valintaprosessista. Ensinnäkään pienyritysten osakkeilla ei yleensä käydä kauppaa rahoitusmarkkinoilla, joten osakepääoman arvon maksimointi on ongelmallinen peruste rahoitusrakenteen optimointiin. Lisäksi pienyritykset joutuvat rahoitusrakennerratkaisuissaan useammin tyytymään niihin rahoituslähteisiin, mitä on saatavilla. Suuret yritykset voivat puolestaan useammin valita haluamansa rahoituslähteet, toki bisnesenkeli- ja pääomasijoitusrahoitusta lukuun ottamatta.

3.3 Pienyritysten rahoitusrakenteeseen vaikuttavat seikat

On olemassa seikkoja, jotka vaikuttavat yritysten rahoitusrakenteen valintaan, mutta joita ei ole huomioitu luvun 3.2 teorioissa. Tällaisia seikkoja ovat yhteiskunnan vaikutus sekä yrityksen omistajarakenteen vaikutukset. Nämä seikat vaikuttavat kaiken kokoisiin yrityksiin, mutta niiden on havaittu vaikuttavan voimakkaammin pienyrityksiin (ks. esim. Niskanen ja Niskanen, 2010 sekä Beck, Demirgüç-Kunt ja Maksimovic, 2005). Yhteiskunta voi vaikuttaa omalla ohjauksellaan sekä omalla kehittyneisyyden asteellaan yritysten rahoitusrakenteen valintaan. Omistusrakenne taas vaikuttaa rahoitusrakenteisiin yrityksen ja sen sidosryhmien välille syntyvien agenttikustannusten kautta. Tässä luvussa käsitellään ensin yhteiskunnan ja sen jälkeen omistusrakenteen vaikutuksia pienyritysten rahoitusrakennepäätöksiin.

3.3.1 Yhteiskunnan vaikutus

On olemassa tilanteita, joissa yhteiskunnan kannattaa vaikuttaa siihen, millaisia rahoitusratkaisuja yritykset tekevät. Esimerkiksi rahoitusmarkkinoiden epäonnistuessa saattaa käydä niin, että yritykset investoivat vähemmän, kuin yhteiskunnan kannalta olisi optimaalista. Rahoitusmarkkinat voivat epäonnistua myös siten, että uusia yrityksiä ei synny riittävästi, kun rahoitusta ei ole saatavilla. Mikäli nämä edellä mainitut esimerkit johtuisivat siitä, ettei rahoituksen välittäjillä ole riittävästi informaatiota, tulisi yhteiskunnalla olla markkinoita parempaa tietoa rahoitettavien yritysten laadusta. Yritykset voivat investoida yhteiskunnan kannalta liian vähän myös sellaisessa tilanteessa, kun yksityistaloudellisesti kannattamattomasta investoinnista syntyy merkittäviä positiivisia ulkoisvaikutuksia. Tämä puolestaan vaatii yhteiskunnalta erityistä kykyä tunnistaa sen kannalta merkittävät hankkeet, jotka jäisivät toteutumatta ilman julkista tukea. Voi kuitenkin olla vaikeaa tunnistaa ne hankkeet, jotka tukea tarvitsevat. Yrityksille voi nimittäin olla houkuttelevaa hakea julkista tukea, vaikka investointi olisi yksityiselläkin rahoituksella kannattava. On tärkeää kohdistaa tuet oikein, sillä väärin kohdistettuina tuet saattavat syrjäyttää yksityistä rahoitusta ja tukea jo muutenkin kannattavia investointeja sen sijaan, että ne korjaisivat markkinaongelmia. Toisaalta yritykset voivat ottaa toimituksissaan enemmän riskiä, kuin yhteiskunnan kannalta olisi suotavaa.

Yhteiskunta voi ohjata yrityksiä rahoitusrakenteen valinnassa kolmea eri vaikutuskanavaa käyttäen, jotka ovat velvoittavuudeltaan eriasteisia. Ensinnäkin yhteiskunta voi käyttää veropolitiikkaa yritysten ohjauksessa. Esimerkiksi se, voidaanko rahoituksen kustannukset vähentää verotettavasta tulosta, tai se miten korkoja, osinko- ja muita rahoitustuottoja verotetaan saajansa verotuksessa, vaikuttaa yritysten rahoitusrakennepäätöksiin. Toisena yhteiskunnan vaikutuskanavana toimivat luvussa 2.3.2 esitellyt tuet. Valtio voi esimerkiksi tarjota avustuksia, edullista lainoitusta yms. tietyillä toimialoilla tai alueilla toimiville yrityksille tai tietyn kokoisille ja tietyn omistuspohjan omaaville yrityksille. Velvoittavimpana vaikutuskeinonaan yhteiskunnalla on käskyt ja kiellot. Esimerkiksi yhteisöläinsäädännössä ja arvopaperilainsäädännössä voidaan sallia tietyt rahoitusmuodot, sekä asettaa eri rahoituskanaville tiettyjä ehtoja. (Leppiniemi & Lounasmeri, 1989.)

Yhteiskunnan ohjauksen lisäksi myös sillä, kuinka kehittynyt yhteiskunta on, on vaikutusta yritysten rahoitusratkaisuihin. Fan, Titman ja Twite (2010) tutkivat institutionaalisen ympäristön vaikutuksia yritysten rahoitusrakente- ja laina-aikavalintoihin sekä kehittyneissä että kehittyvissä maissa. Tutkimuksen mukaan maan oikeuslaitoksella ja verotusjärjestelmällä, korruption määrällä sekä rahoittajien mieltymyksillä voidaan selittää huomattavaa osaa lainamäärien ja laina-aikojen suhteiden vaihtelua. On löydettävissä näyttöä, että korruptoituneemmissa maissa yrityksillä on tapana käyttää vähemmän varoja ja enemmän velkaa, etenkin lyhytaikaista velkaa, kun taas yrityksillä, jotka toimivat maissa joissa oikeuslaitos tarjoaa paremman turvan rahoituksenantajille, on rahoitusrakenteissaan enemmän varoja ja suhteellisesti enemmän pitkäaikaisia lainoja. Lisäksi täsmällisten konkurssilakien tai talletusvakuutuksien olemassaolo yhdistyy suurempiin lainamääriin ja pidempiin laina-aikoihin. Tutkimuksesta käy ilmi myös, että maissa joissa lainoista aiheutuu suuremmat verohyödyt yritykset käyttävät enemmän lainoja. Maissa, joissa on suuremmat valtion joukkovelkakirjamarkkinat, yritykset valitsevat matalamman lainojen tason, mikä antaisi ymmärtää valtion joukkolainojen syrjäyttävän yrityslainoja.

Psillaki ja Daskalakis (2009) puolestaan tutkivat vaikuttaako yrityksen toimintaympäristö enemmän rahoitusrakenteen valintaan, kuin yrityksen omat perusominaisuudet. Heidän

aineistonsa koostui neljästä ns. ranskalaiseen oikeusjärjestelmäalueeseen kuuluvasta maasta (Ranska, Kreikka, Portugali ja Italia) kerätystä pienyritysaineistosta. Tutkimuksen mukaan pienyritysten perusominaisuuksilla oli suurempi vaikutus rahoitusrakenteen valintaan, kuin toimintaympäristöllä. Samanlaiseen tulokseen tulivat myös Hall, Hutchinson ja Michaelas (2004), kun he tutkivat asiaa eurooppalaisista pienyrityksistä kerätyllä aineistolla. Verrattuna Fanin, Titmanin ja Twiten (2010) tutkimukseen kahdessa edellä mainitussa, pienyrityksillä toteutetussa tutkimuksissa, vertailtavat maat olivat ainakin kehitystasoltaan melko samalla tasolla, ja ensimmäisessä tutkimuksessa myös oikeusjärjestelmältään samantyyppisiä. Tämän vuoksi on vaikea sanoa onko pienyritysten tapauksessa toimintaympäristöllä vähemmän vaikutusta rahoitusrakenneteknisiin verrattuna kaikenlaisista yrityksistä koostuvalla aineistolla toteutettuun tutkimukseen.

Se kuinka kehittynyt yhteiskunta on, vaikuttaa myös käytettyjen kauppaluottojen määrään. Venäjän tapaisessa kehittyvässä maassa kauppaluotot voivat toimia pankeille signaalina yrityksen laadusta (Cook, 1999). Taloudellisessa ympäristössä, jossa tietoinfrastruktuuri on heikko ja vähemmän kehittynyt pankkijärjestelmä, voivat kauppaluotot siis olla tärkeämmässä asemassa, koska ne voivat vähentää informaatio-ongelmia.

3.3.2 Yrityksen omistajarakenteen vaikutus

Omistajarakenne vaikuttaa yrityksen menestymismahdollisuuksiin, eikä mitenkään yksiselitteisesti voida sanoa onko laaja vai keskittynyt omistajarakenne parempi. Toimialasta ja markkinaympäristöstä riippuu, mitkä seikat ovat yrityksen kannalta tärkeitä. Yrityksen koolla on selvä vaikutus omistajarakenteeseen, sillä mitä suurempi on yrityksen optimaalinen koko, ja mitä suurempi on siten yrityksen investointitarve, sitä hajautuneempi on yleensä yrityksen omistus. (Knüpfer & Puttonen, 2007.) Tässä onkin eräs eroavaisuus pienten ja suurten yritysten rahoituksessa: suurin osa pienyrityksistä on omistajan johtamia, kun taas suurissa yrityksissä johto ja omistus ovat hajautuneet.

Myös markkinoiden sääntely vaikuttaa omistajarakenteeseen. Markkinalähtöisissä maissa, kuten Yhdysvalloissa, on lainsäädännöllä suojattu voimakkaasti pienosakkeenomistajia, mikä on mahdollistanut omistuksen suuremman hajaantumiseen. Vastaavasti pankkikeskeisissä

järjestelmissä, kuten Saksassa, on omistus usein keskittynyttä. (La Porta, Lopez-De-Silanez & Schleifer, 1999.) Erilaisia omistajarakenteita voidaan karkeasti jaotellen katsoa olevan kolme: yksityinen perheyritys, omistukseltaan keskittynyt julkisesti noteerattu yritys ja julkisesti noteerattu yritys, jolla on hajautettu omistus.

Hajautetulla omistuksella tarkoitetaan tässä sitä, ettei yhdelläkään yksittäisellä omistajalla ole kymmentä prosenttia yrityksen osakkeista. Yksityisen perheyrityksen etuna on se, että informaation epäsymmetria johdon ja omistajan välillä jää pieneksi, sillä tavallisesti johtajisto on osa omistajaperhettä. Informaation epäsymmetria ulkoisten rahoittajien ja omistaja-johtajan välillä voi sen sijaan olla suurempi, kun yritykseltä puuttuu riskiä kaihtava palkkajohtaja. Tämä puolestaan voi kasvattaa sidosryhmien vaatimaa riskipreemiota. Perheyrityksen pääsy tehokkaille työ- ja pääomamarkkinoille onkin rajattu, joten tästä johtuen myös kasvun mahdollisuudet saattavat olla rajattuja. Pääomamarkkinoille pääsyä voi perheyrityksillä rajoittaa myös se, että yleensä perheyrityksissä johtamiskäytännöt ovat epämuodollisia ja raportointi minimaalista. Perheyrityksissä ongelmaksi voi myös muodostua se, että omistaja-johtajan koko sijoitusvarallisuus voi olla kiinni omistamassaan yrityksessä. Tällöin omistaja-johtaja voi henkilökohtaista riskiään pienentääkseen tinkiä tavoitteestaan maksimoida yrityksen arvoa. Siirryttäessä julkisesti noteerattuihin yhtiöihin informaation epäsymmetria johdon ja omistajien välillä kasvaa, kuten myös pääsy tehokkaille työ- ja pääomamarkkinoille. (Puttonen, 2007.)

Yrityksen johto tietää yrityksen tilan parhaiten, koska se on vastuussa käytännön liiketoiminnasta. Julkisesti noteeratuissa yrityksissä tiedottaminen tapahtuu määrämuotoisesti kaikille sidosryhmille tasavertaisesti, kun taas yksityisissä perheyhtiöissä tiedotus voi olla vapaamuotoisempaa. Julkisesti noteeratun yrityksen on mahdollista muokata pääomarakennettaan ja taseensa kokoa vapaasti. Perheyritykselle taas perheen sisäisen osakeannin järjestäminen voi olla vaikeaa, mikäli omistavan perheen tai suvun varallisuudesta suuri osa on jo yrityksen osakkeissa. Perheyrityksen etuna voi kuitenkin olla omistuksen kasvullisuus, sillä vastuullinen omistaja tuntee vastuunsa sidosryhmistään myös huonoina aikoina, mikä todennäköisesti pienentää sidosryhmien vaatimaa riskipreemiota. Omistuksen kasvullisuus yhdistettynä hyvään liikemiestaitoon onkin mahdollistanut useiden perheyritysten

menestyksellisen kasvun. Vastuullisen kasvullisen omistuksen kääntöpuolena saattaa esiintyä sidosryhmien painostuksesta johtuva muutosvastarinta. (Puttonen, 2007.) Puttonen (2004) viittaa raportissaan Anssi Mattilan vuonna 2002 tekemään pro gradu -tutkielmaan todetessaan, että omistusrakenteella on selvä yhteys yrityksen kokoon: Vuosina 1994–2000 Helsingin Pörssin suurimman 20 prosentin yrityksistä neljänneksessä on valtio ollut suurin osakkeen omistaja ja toisessa neljänneksessä omistus on ollut hajautunut. Pienimmän 20 prosentin yrityksistä 70 prosenttia on ollut sellaisia, että niissä yhdellä perheellä on suurin omistusosuus.

Yrittäjän ja yrityksen taloudellinen yhteenkietoutuneisuus on yksi tärkeä pienyritysrahoituksen ominaispiirre. Ulkopuoliset rahoittajat ja rahoituksen välittäjät usein antavat suuren painoarvon yrittäjän henkilökohtaiselle taloudelliselle tilanteelle ja maineelle sekä henkilökohtaisille suhteilleen yrittäjän kanssa tehdessään sijoituspäätöksiä. Melko uusien pienten yritysten tapauksessa on usein helpompaa ja informatiivisempaa arvioida itse yrittäjän luottokelpoisuutta. Yrittäjästä voi olla saatavilla enemmän tietoa hänen mahdollisesti pidemmän luottohistoriansa, suuremman pantattavaksi kelpaavan omaisuutensa sekä muun henkilökohtaisen aineiston perusteella. Pienyritysten tutkimista vaikeuttaakin se, ettei tutkijoilla useinkaan ole käytettävissä aineistoa sekä yrityksen rahoitustiedoista, että omistajan henkilökohtaisesta taloudesta. (Berger & Udell, 1998.) Suurilla yrityksillä omistajan henkilökohtaisella taloudella tai hänen henkilökohtaisilla ominaisuuksillaan ei sen sijaan ole mitään vaikutusta yrityksen rahoituskysymyksiin.

Niskanen ja Niskanen (2010) tutkivat omistajuuden ja johdon yhdistymisen vaikutuksia lainojen saatavuuteen ja niiden ehtoihin. Tutkimuksen mukaan pienten ja mikroyritysten lainamahdollisuudet kaventuvat ja lainaehdot tiukentuvat, mitä tiiviimmin niissä johto ja omistus on yhdistynyt. Johdon ja omistuksen tiiviimpi yhdistyminen saa pankin olettamaan agenttikustannuksia pankin ja yrityksen väliseen kanssakäymiseen. Jensenin ja Mecklingin (1976) agenttiteorian mukaan yritysten täytyy hoitaa monia eri suhteita erilaisten sidosryhmien kanssa, etenkin yrityksen omistajien, eli päämiehien, ja yrityksen johdon, eli agenttien, välillä. Toisaalta lainanantaja voidaan ajatella päämieheksi, jolloin yrityksen omistajat ovat agenttiteorian mukaisia agenteja. Päämiehellä ja agentilla on erilaiset kannustimet yrityksen toiminnan

suhteen, sillä yrittäjä voi tietyissä tilanteissa ottaa enemmän riskiä kuin pankin kannalta olisi suotavaa. Pankin korkotuotot kun eivät muutu, vaikka yritys enemmän riskiä ottaisi, mutta yrityksen voitot voivat sen sijaan kasvaa. Tällainen tilanne voi syntyä etenkin silloin, kun yrittäjällä on hyvin vähän omaa omaisuutta kiinnitettynä yritystoimintaan suhteessa ulkoisen vieraan pääoman määrään. Näin muodostuu agenttikustannuksia, jotka pankki huomioi määrittäessään lainarahan kokonaiskustannuksia. Yrityksen onkin puntaroitava agenttikustannuksia suhteessa lainarahoituksen etuihin. Agenttikustannusten yhteydessä myös moraalikato muodostuu todelliseksi ongelmaksi (Hyytinen & Väänänen, 2004). FGC-mallin mukaan ulkoinen oman pääoman ehtoinen rahoitus bisnesenkeleiltä tai pääomasijoittajilta voikin olla erityisen tärkeä rahoituksen lähde suuren kasvupotentiaalin, mutta myös suuren riskin omaaville uusille yrityksille, joissa siemenrahoituksen osuus koko pääomasta on pieni (Berger & Udell, 1998).

Lisäksi Niskanen ja Niskanen (2010) havaitsivat tutkimuksessaan, että johdon ja omistuksen tiivis yhdistyminen lisää pankkien vakuusvaatimuksia. Rahoituksen kustannuksiin omistuksen ja johdon yhdistymisellä oli epälineaarinen vaikutus, sillä lainamarginaalit olivat korkeimmillaan, kun omistuksen ja johdon keskittyminen oli keskitasoa. Omistajuuden keskittymisen vaikutukset olivat samankaltaisia kuin omistuksen ja johdon yhdistymisen asteella. Tutkimuksessa havaittiin, että yrityksillä joilla oli hajautetumpi omistajarakenne, oli helpommin tarjolla rahoitusta ja näiltä yrityksiltä vaadittiin vähemmän vakuuksia. Omistajuuden keskittymisellä ei kuitenkaan ollut vaikutusta rahoituksen kustannuksiin. Tulokset antavat siis ymmärtää, että pankit arvostavat omistuksen hajautuneisuutta, mikä merkitsisi sitä että hajautuneeseen omistajuuteen liittyy pankin näkökulmasta pienemmät agenttikustannukset. Vaihtoehtoinen selitys omistajuuden keskittymiseen liittyviin tuloksiin olisi se, että hajautunut omistus merkitsisi vankempaa pääomarakennetta ja suurempaa kykyä kerätä lisäpääomaa. Tätä selitystä ei tutkimuksessa kuitenkaan nähty uskottavana, sillä pankit ovat lähes ainoa ulkopuolisen rahoituksen lähde listautumattomille yrityksille. Pienten ja mikroyritysten tapauksessa pankit siis rankaisevat siitä, että johdolla on merkittäviä omistusosuuksia ja vastaavasti palkitsevat hajautetusta omistajarakenteesta. Käytännössä näillä löydöksillä on merkitystä sellaisissa tilanteissa, kun yrityksissä harkitaan johdon palkitsemista osakeoptioilla tai muilla omistajuuteen liittyvillä

palkkioilla. Lisäksi yritykset voivat parantaa mahdollisuuksiaan saada pankkilainaa lisäämällä yrityksen omistajien lukumäärää.

Anderson, Mansi ja Reeb (2003) havaitsivat tutkimuksessaan, että suurilla listatuilla yrityksillä perustajaperheen omistus vaikutti lainojen kustannuksia pienentävästi. Ellul, Guntay ja Lel (2007) puolestaan totesivat, että suurilla yrityksillä perheomistajuuden vaikutukset lainanantajien kokemiin agenttikustannuksiin riippuvat siitä millainen sijoittajansuoja toimintaympäristössä vallitsee. Maissa joissa on vahva sijoittajansuoja perheomistukseen liittyy pienemmät agenttikustannukset, kuin sellaisissa maissa joissa suoja on heikompi. La Portan, Lopez-De-Silanezin ja Scheiferin (1999) mukaan Suomi kuuluu skandinaaviseen oikeusjärjestelmä-alueeseen, jossa on heikompi sijoittajansuoja kuin esimerkiksi USA:ssa. Tämä antaisi olettaa, että Suomessa perheyrittäjäiltä vaaditaan korkeampia korkoja kuin ei-perheyrittäjäiltä ja että perheyrittäjien lainojen saatavuus ja lainaehdot olisivat vähemmän edulliset.

Niskanen, Niskanen ja Laukkanen (2010) tutkivatkin miten perheomistajuus vaikuttaa pienten ja mikroyritysten rahoituksen saatavuuteen ja lainaehtoihin. He havaitsivat tutkimuksessaan edellä oletetun mukaisesti, että perheomistajuuden lisääntyessä lainojen saatavuus laskee ja vakuusvaatimukset lisääntyvät. Päinvastoin kuin suurille listatuille yrityksille tehdyissä tutkimuksissa, tässä tutkimuksessa ei kuitenkaan havaittu yhteyttä perheomistajuuden ja korkotason välillä. Näihin tuloksiin vedoten voidaan väittää, että perheyrittäjiin liittyvät agenttikustannukset ovat pankkien näkökulmasta suuremmat, kuin ei-perheyrittäjiillä. Vaikuttaisi siltä, että pankit huomioivat nämä agenttikustannukset seuloessaan lainahakemuksia, mutta niitä ei huomioida rahoituksen hintaa määritettäessä. Lisäksi tutkimuksessa havaittiin, että lainasaatavuuden ja -ehtojen ratkaisevat tekijät ovat erilaisia perhe- ja ei-perheyrittäjiillä. Perheyrittäjiillä lainojen saatavuus ei parane yrityksen ikääntyessä, vaikka ei-perheyrittäjiillä näin tapahtuu. Tämän voidaan tulkita tukevan näkemystä, jonka mukaan perheyrittäjiin liittyvä halu pitää yritystoiminta ja sen 'hedelmät' perheen sisällä vaikuttaa perheyrittäjien mahdollisuuksiin hankkia ulkoista rahoitusta. Tutkimuksessa havaittiin myös, että vaikka toiminnan kannattavuuden paraneminen parantaa rahoituksen saatavuutta kaikilla yrityksillä,

niin ainoastaan perheyriityksillä se vaikuttaa myös korkotasoa ja vakuusvaatimuksia vähentävästi.

Perheomistajuudella ei siis näyttäisi olevan kovin suurta arvoa pankkilainamarkkinoilla, vaikka aikaisempien suuria yrityksiä tutkineiden tutkimusten mukaan perheyriityksiä usein arvostetaan strategisten visioidensa pitkäjänteisyyden ja taloudellisuutensa vuoksi. Päinvastoin pankit näyttäisivät varautuvan perheen ja johdon yhteen juurtumiseen tai perheenjäsenten mahdolliseen vapaamatkustajuuteen olemalla tiukempia lainatessaan perheyriityksille kuin ei-perheyriityksille. Pankin näkökulmasta perheomistajuuteen liittyvät agenttikustannukset vaikuttaisivat melko ankarilta, kun pankki mieluummin kieltäytyy myöntämästä lainaa, kuin korottaa lainan korkoa toimenpiteenä agenttikustannuksia vastaan.

4 Pienyritysten rahoituksen saatavuus

4.1 Rahoituksen saatavuuteen vaikuttavat tekijät

Suurilla yrityksillä rahoitusrakenteen valinta voidaan helpommin toteuttaa lainan kustannuksia minimoimalla ja yrityksen arvoa maksimoimalla, kuin pienyrityksillä. Pienyritysten rahoitusrakennetekijät ovat rajatumpia, koska niillä ei ole niin laajaa valikoimaa rahoitusvälineitä käytettävissään, eikä yrityksen arvonmääritys tapahdu automaattisesti rahoitusmarkkinoilla. Sen vuoksi rahoituksen saatavuuteen liittyvät kysymykset ovat hyvin olennaisia pienyrityksille.

Pienyritysten rahoituksen saatavuuteen vaikuttavat tekijät jakautuvat karkeasti kahteen luokkaan. Ensinnäkin pienyrityksen omilla ominaisuuksilla, kuten esimerkiksi sen iällä, kannattavuudella ja omistajuuteen liittyvillä seikoilla on vaikutusta rahoituksen saatavuuteen. Toiseksi pienyrityksen liiketoimintaympäristön ominaisuuksilla, kuten esimerkiksi makrotaloudellisilla heilahteluilla ja rahoitusmarkkinoiden kehittyneisyydellä, on omat vaikutuksensa. Seuraavaksi tässä käsitellään lyhyesti pienyritysten rahoituksen saatavuuteen vaikuttavia yrityksen ominaisuuksia. Sen jälkeen luvuissa 4.1.1 ja 4.1.2 käsitellään laajemmin pienyritysten liiketoimintaympäristön ominaisuuksien vaikutusta rahoituksen saatavuuteen, sillä ne ovat vaikutuksiltaan koko kansantalouden tasolta tarkasteltuna merkittävämpiä. Lopuksi luvussa 4.1.3 tarkastellaan rahoituksen saatavuusongelmien vaikutusta pienyritysten kasvuun.

Niskanen ja Niskanen (1999) havaitsivat tutkimuksessaan liikevaihdolla mitatun yrityksen koon olevan selvästi yhteydessä saatavuuteen siten, että suurempien pienyritysten oli helpompi saada lainarahoitusta kuin pienempien. Myös toimialalla havaittiin olevan vaikutusta pienyritysten rahoituksen saatavuuteen, sillä kaupan ja teollisuuden toimialoilla toimivien pienyritysten oli vaikeampi saada investointeihinsa lainaa kuin muilla toimialoilla toimivien. Yrityksen iän vaikutuksista pienyritysten rahoituksen saatavuuteen sen sijaan on ristiriitaisia tuloksia. Niskanen ja Niskanen (1999) havaitsivat tutkimuksessaan myös pienyrityksen iällä olevan lainojen saatavuuteen kielteinen vaikutus. Tuoreemmassa pienyritysten perheomistajuuteen keskittyneessä tutkimuksessa sen sijaan todettiin perheyrityksillä lainojen saatavuuden ja iän

välillä negatiivinen riippuvuus ja ei-perheyriyksillä positiivinen riippuvuus (Niskanen, Niskanen & Laukkanen, 2010). Perheomistajuus vaikuttaa muutenkin pienyritysten rahoituksen saatavuuteen siten, että perheomistajuuden lisääntyessä lainojen saatavuus laskee. Tutkimuksessa havaittiin myös, että toiminnan kannattavuuden lisääntyminen paransi rahoituksen saatavuutta kaikilla tutkimuksen pienyrityksillä. (Niskanen, Niskanen & Laukkanen, 2010.) Perheomistajuuden lisäksi myös muunlaisella johdon ja omistuksen yhdistymisellä on havaittu lainojen saatavuutta heikentävä vaikutus (Niskanen & Niskanen, 2010). Pienyritykset voivat kuitenkin parantaa mahdollisuuksiaan saada ulkoista rahoitusta panostamalla yrityksen ulkoisiin sidosryhmiin kohdistuvaan viestintään esimerkiksi tuottamalla korkealaatuisia ja tilintarkastettuja tilinpäätöksiä, vaikka tähän ei lain velvoittamaa pakkoa olisikaan (Hyytinen & Pajarinen, 2002a).

4.1.1 Makrotaloudelliset heilahtelut ja rahoitusmarkkinoiden epäonnistuminen

Pienyritysten rahoituksen saatavuus voi olla erityisen haavoittuvaista makrotaloudellisen ympäristön heilahteluille. Ensinnäkin pienyritykset ovat ulkoisen rahoituksen suhteen lähes poikkeuksetta täysin riippuvaisia rahoituslaitoksista. Toiseksi pienyritykset voivat läpinäkymättömyytensä vuoksi kärsiä suhteettoman paljon markkinoiden epäonnistumisesta johtuvasta rahoitusvajeesta. Rahoitusmarkkinat voivat epäonnistua joko makrotalouden heilahteluidenkin seurauksena tai johtuen markkinoiden toimijoiden välillä vallitsevasta informaation epäsymmetriasta. Julkisessa keskustelussa on pelätty, että rahoitusmarkkinat epäonnistuisivat juuri pienyritysten kohdalla. Huoli johtuu sekä pienyritysten huomattavasta taloudellisesta merkityksestä, että niiden rajoitetummasta rahoituslähdevalikoimasta. Tässä luvussa käsitellään ensin rahoitusmarkkinoiden epäonnistumisen mahdollisia syitä. Tämän jälkeen tarkastellaan makrotaloudellisten heilahtelujen vaikutuksia pienyritysten rahoituksen saatavuuteen. Makrotaloudellisten heilahteluiden lähteistä käsitellään pankkikriisejä sekä rahapolitiikan kiristymistä.

On mahdollista, että rahoituksen kysyntä ja tarjonta eivät kohtaakaan esimerkiksi sen vuoksi, että rahoittajan saama informaatio yrityksestä ja sen toiminnan riskeistä on puutteellista. Rahoittajalla voi olla vaikeuksia erotella luotettavasti eri riskitason lainanhakijoita toisistaan,

koska yrityksillä on enemmän tietoa hankkeen riskitasosta ja tuotto-odotuksista kuin rahoittajalla. Informaation puutteesta aiheutuvaan riskiin rahoittaja voi reagoida nostamalla rahoituksen korkoa ja kasvattaa siten yksittäisestä investoinnista vaatimaansa tuottoa (Louhivuori, 2014). Koron nostamisella on kuitenkin kahdenlaisia vaikutuksia investointien tuotto-odotuksiin.

Ensinnäkin, korkeampi korkotaso tekee matalamman tuotto-odotuksen investoinneista kannattamattomia ja siten poistaa tällaisia hankkeita markkinoilla. Niiden riskitaso on usein myös matalampi, kuin korkeamman tuotto-odotuksen hankkeissa. Tällöin markkinoille jäävien hankkeiden riskitaso on keskimäärin korkeampi, mikä aiheuttaa markkinoille haitallisen valikoitumisen (*adverse selection*) ongelman. Pahimmillaan vähäriskisempien hankkeiden katoaminen markkinoilta voi johtaa rahoitusmarkkinoiden täydelliseen romahtamiseen, mikäli rahoittajien reaktio markkinoiden kohonneeseen riskitasoon aiheuttaa koronnostojen kierteen (Akerlof, 1970). Tavallisesti korkeamman riskin hankkeiden tuotot ovat onnistuessaan suuremmat, mutta niissä on myös suurempi riski epäonnistua.

Toiseksi koron nosto vähentää investoinnista saatavan nettotuoton määrää kasvattamalla lainanottajan luottokustannuksia, mikä puolestaan lisää moraalikadon riskiä. Lainan myöntämisen jälkeen pienemmät nettotuotot voivat nimittäin vaikuttaa lainanottajan kannusteisiin toteuttaa investointi parhaalla mahdollisella tavalla. Koron noston kielteisten vaikutusten vuoksi rahoittajat voivat koron noston sijaan maksimoida tuottojaan sääntelemällä luotonmyöntöä (Stiglitz & Weiss, 1981). Tämän vuoksi jopa monet kannattavat investointihankkeet voivat jäädä ilman rahoitusta. Rahoittajat voivat koron noston lisäksi edellyttää yrityksiltä suurempaa oman pääoman määrää pienentääkseen moraalikadon mahdollisuutta tai vaatimalla luottotappion varalle vakuuksia. Etenkin pienet yritykset voivat helpottaa ulkoisen rahoituksen saamista lisäämällä oman pääoman määrää (Berger & Udell, 1998).

Pankkikriisit ovat eräs makrotaloudellisen heilahtelun aiheuttaja, joka voi johtaa rahoitusmarkkinoiden epäonnistumiseen. Viimeisen 25 vuoden aikana ympäri maailmaa on ollut useita pankkikriisejä, joihin on liittynyt vararikkoja, pääomavajeita, muutoksia sääntelyssä sekä

muita taloudellisia vaikeuksia. Suomikin on saanut osansa pankkikriiseistä, niin 1990-luvun alussa, kuin nyt viimeisimpänä euroalueen velkakriisin yhteydessä. Pankkikriisejä on seurannut laman tai taantuneen talouskasvun ajanjaksoja. Siirtomekanismi, jolla ongelmat pankkialalla välittyvät makrotaloudellisen suorituskyvyn laskuun, ei ole täysin tunnettu. Siirtymän voidaan ainakin osittain väittää tapahtuvan pienyritysten vähentyneen pankkiluototuksen kautta (Berger & Udell, 1998).

Rahoitusvaikeudet pankkialalla voivat aiheuttaa lyhytaikaisia vaikutuksia lainanantoon, kun pankit vähentävät altistustaan luottoriskille ja pyrkivät parantamaan kantarahasto-osuuksiaan. Lisäksi pankkien vararikot voivat aiheuttaa pitkäaikaisia kustannuksia pankkisuhteiden ja niiden aikana kerätyn tiedon menetyksen muodossa, tehden kannattavien investointien rahoittamisesta hankalaa joillekin lainanottajille (Slovin, Sushka & Polonchek, 1993). Pankkisuhteen menetys vaikuttaa mitä todennäköisimmin tiedon suhteen läpinäkymättömiin pienyrityksiin, jotka ovat riippuvaisia pankeistaan ja joilla olisi vaikeuksia löytää ulkoista rahoitusta muualta. Investoinneissa tapahtuva vähennys voisi puolestaan pahentaa alueellisia tai makrotaloudellisia ongelmia (Bernanke, 1983). Kauppaluotot voivat kuitenkin toimia puskurina luottokriisissä, rahapolitiikan kiristytessä tai muiden rahoituksen saatavuuteen vaikuttavien shokkien aikana, jolloin luottolaitokset ovat haluttomampia tai kyvyttömämpiä tarjoamaan luottoa (Biais & Gollier, 1997; Nielsen, 2002).

Rahapolitiikan kiristyminen taas on sellainen makrotaloudellinen tekijä, joka ei varsinaisesti aiheuta rahoitusmarkkinoiden epäonnistumista, vaan muuttaa niillä toimivien toimijoiden käyttäytymistä. Teoreettisesti rahapolitiikan kiristyminen vaikuttaa rahoituksen saatavuuteen eri mekanismien kautta. Perinteinen rahapolitiikan vaikutuskanava on koron muuttuminen, joka vaikuttaa taloudentoimijoiden reaalisiin kulutuspreferensseihin. Kaksi muuta rahapolitiikan hypoteettista vaikutusmekanismia, jotka perustuvat yksityisten velkamarkkinoiden epätäydellisyyksiin, toimivat rahan tarjonnan ja kysynnän kautta.

Tarjontapuolen mekanismi toimii pankkien reservien pienenemisen kautta, jolloin jotkut pankit ovat pakotettuja vähentämään lainatarjontaansa. Vähentynyt lainatarjonta pakottaa puolestaan osaa velallisista vähentämään reaalista kulutustaan, koska ainakaan lyhyellä tähtämellä muita

rahoituslähteitä ei välttämättä ole saatavilla tai ne saattavat olla liian kalliita (Bernanke & Blinder, 1988). Kulutuksen väheneminen taas näkyy makrotalouden hidastumisena. Sikäli kuin tarjontapuolen mekanismi hypoteesina toimii, on rahapolitiikan kiristymisellä suhteettoman suuret vaikutukset pankkisuhteista riippuvaisiin pienyrityksiin, joilla on vain vähän muita rahoituslähteitä.

Kysyntäpuolen mekanismi toimii ikään kuin yritysten taseen kautta, sillä korkeampi korkotaso heikentää vakuuksien arvoa tai muuten pienentää joidenkin velallisten pääoman arvoa. Heikentyneet vakuuksien tai pääomien arvot tekevät velallisista vähemmän luottokelpoisia ja siis pienentää heidän mahdollisuuksiaan hankkia rahoitusta. Kysyntäpuolen mekanismilla on todennäköisesti suhteettoman suuret vaikutukset pienyrityksiin joilla on pankkilainoja, sillä Niskasen ja Niskasen (2010) tutkimassa pienyritysaineistossa jopa 93 prosentissa lainoista oli käytetty vakuuksia. Vakuuksien arvon laskiessa siis monien pienyritysten luottokelpoisuus heikkenee.

4.1.2 Liiketoimintaympäristön vaikutukset

Berger ja Udell (2006) ovat kehittäneet teoreettisen kehikon, joka selittää kuinka valtiovalta pystyy omilla toimintaperiaatteillaan vaikuttamaan pienyritysten rahoituksen saatavuuteen. Kehikossa vaikutusketju kulkee valtiovallan toimintaperiaatteista rahoitusmarkkinoiden rakenteiden kautta pienyritysten rahoituksen saatavuuteen. Tarkemmin sanottuna rahoitusmarkkinoiden rakenteiden vaikutus pienyritysten rahoituksen saatavuuteen välittyy eri lainaustekniikoiden käytettävyyden kautta.

Rahoitusmarkkinoiden rakenteet sisältävät rahoitusmarkkinoiden instituutorakenteen sekä lainanannolle välttämättömät edellytykset eli lainanannon infrastruktuurin. Rahoitusmarkkinoiden instituutorakenne taas käsittää markkinoilla toimivien rahoitusinstituutioiden moninaisuuden sekä instituutioiden välisen kilpailun. Lainanannon infrastruktuurilla tarkoitetaan puolestaan sääntöjä ja säännöksiä, jotka vaikuttavat rahoitusinstituutioiden kykyyn antaa lainaa. Rahoitusmarkkinoiden rakenteista instituutorakenne vaikuttaa käytettyihin lainaustekniikoihin, koska eri instituutiotyypeillä on suhteellinen etu eri lainaustekniikoissa. Lainanannon infrastruktuuri puolestaan vaikuttaa eri

lainaustekniikoiden käyttöön niiden laillisuuden ja kannattavuuden kautta. Yksinkertaisemmin sanottuna valtiovalta määrittää esimerkiksi sääntelyllä millaisia rahoitusinstituutioita markkinoilla on sekä sen, millaiset mahdollisuudet erilaisten lainaustekniikoiden käyttöön on. Rahoitusinstituutioiden monimuotoisuus ja niiden mahdollisuudet käyttää eri lainaustekniikoita määrittävät pienyritysten rahoituksen saatavuuden. (Berger & Udell, 2006.) Esimerkiksi mitä useampia erilaisia rahoitusinstituutioita markkinoilla toimii ja mitä turvatumppaa rahoitusinstituutioiden toiminta on, sitä enemmän pienyrityksille on saatavilla rahoitusta.

Bergerin ja Udellin (2006) mukaan jokainen lainaustekniikka voidaan määritellä sille erityisten ominaisuuksien kautta. Lainaustekniikoiden erityiset ominaisuudet ovat ensisijainen tietolähde, seulonta- ja valintamenetelmät, lainan sopimusrakenne sekä valvontastrategia. Lainaustekniikat on jaoteltu karkeasti kahteen tyyppiin sen mukaan, mikä on ensisijaisen tietolähteen tiedon luonne: liiketoimintaperusteisiin lainaustekniikoihin, jotka turvautuvat 'kovaan', sekä pankkisuhdeperusteiseen lainaustekniikkaan, joka turvautuu ensisijaisesti 'pehmeään' tietoon.

Liiketoimintaperusteisissa lainaustekniikoissa käytettävä tieto on luonteeltaan sellaista, että sitä on helpompi havainnoida, todentaa ja siirtää. Tällaisia lainaustekniikoita ovat factoring-rahoitus, leasing-rahoitus sekä tilinpäätösperusteinen, pienyritysten luottotietoperusteinen, varallisuusperusteinen ja käyttöomaisuusperusteinen lainaustekniikka. Vaikka kaikki liiketoimintaperusteisista lainaustekniikoista käyttävätkin ensisijaisena tietolähteenään kvantitatiivista tietoa luototettavasta yrityksestä, eivät ne kuitenkaan muodosta täysin homogeenista lainaustekniikkajoukkoa. Tilinpäätösperusteinen lainaustekniikka perustuu ensisijaisesti lainanhakijan tilinpäätöstietojen vankkuuteen ja sitä käytetäänkin lähinnä tiedon suhteen melko läpinäkyviin yrityksiin. Pienyrityksen luottotietoperusteisessa tekniikassa käytetään hyväksi kuluttaja- ja yritysluottoyhtiöiden keräämää tietoa niin yrittäjän kuin yrityksenkin luottokelpoisuudesta. Tätä tekniikkaa voidaan käyttää pk-yrityksiin, jotka ovat tiedon suhteen hyvinkin läpinäkyvättömiä, sillä suuri osa käytetystä tiedosta perustuu yrittäjän henkilökohtaiseen luottohistoriaan, eikä niinkään yrityksen tietoihin. Varallisuusperusteinen lainaustekniikka perustuu yrityksen myyntisaamisten ja varastojen käyttöön vakuuksina käyttöpääomaksi hankittavaa rahoitusta varten. Myönnettävä luoton määrä määräytyy tässä

tekniikassa vakuuden arvon mukaan, eikä yrityksen luottokelpoisuuden mukaan. Factoring-rahoitus merkitsee sitä, että lainanantaja ostaa rahoitettavan yrityksen myyntisaamiset, joten rahoituksen saantiin vaikuttaa lainanhakijan ominaisuuksien sijaan sen velallisten laatu. Käyttöpääomaperusteisessa tekniikassa yritys antaa kiinteää omaisuuttaan lainansa vakuudeksi ja lainamäärä riippuu siis tämän vakuudeksi tarjottavan omaisuuden arvosta ja laina-aika omaisuuden jäljellä olevasta käyttöajasta. Leasing-rahoitus puolestaan perustuu lainanantajan ostamaan kiinteään omaisuuteen, jonka se vuokraa lainanottajalle. Leasing-sopimukset yleensä sisältävät mahdollisuuden, että lainanottaja voi ostaa vuokraamansa kiinteän omaisuuden ennalta määrätyllä hinnalla sopimusajan loppuessa. Luotonanto, joka perustuu jollain tavalla yrityksen varallisuuden arvoon, mahdollistaa liiketoimintaperusteisten lainatekniikoiden käytön myös tiedon suhteen läpinäkymättömämmille pk-yrityksille. (Berger & Udell, 2006.)

Pankkisuhteet lainaustekniikkana toimivat yleensä 'pehmeään' tietoon pohjautuen. Tällaista tietoa on esimerkiksi yrityksen omistajan persoonallisuus ja luotettavuus, joita voi olla vaikea ilmaista määrällisesti, todentaa sekä siirtää pankin johtamisjärjestelmän eri tasojen läpi. Pienillä ja hallintorakenteeltaan matalilla pankeilla voi siis olla suhteellinen etu pankkisuhteeseen perustuvassa lainanannossa. Pankkisuhteeseen perustuva lainaustekniikka mahdollistaa rahoituksen saamisen sellaisille tiedon suhteen läpinäkymättömille pienyrityksille, joilla ei ole vankkoja talouden tunnuslukuja, vakuuksia tai luottotietoja yhdistämällä suhteellisen heikkoja taloustietoja ajan mittaan tapahtuneen kanssakäymisen yhteydessä hankittuun pehmeään tietoon. (Berger & Udell, 2002; Berger & Udell, 2006) Tiettyyn luottokelpoiseen pk-yritykseen käytetty lainaustekniikka riippuu mistä lähteistä yrityksestä on mahdollista saada informaatiota, sekä siitä kuinka joustavia ja sopivia eri seulonta- ja valintamenetelmät, lainan sopimusrakenne sekä valvontastrategia ovat kussakin ympäristössä toimivalle yritykselle.

Berger ja Udell (2006) kritisoivat artikkelissaan tutkimustuloksia, joiden mukaan suuret pankit olisivat epäedullisessa asemassa tarjoamaan luottoa informaation suhteen läpinäkymättömille pk-yrityksille. Heidän mukaansa tämä virheellinen päätelmä johtuu yleisestä yliyksinkertaistuksesta, jossa kaikki liiketoimintaperusteiset lainaustekniikat katsotaan samanlaisiksi ja yleisesti pk-yrityksille sopimattomiksi. Bergerin ja Udellin mukaan tilanne on

todellisuudessa päinvastainen, sillä jotkut liiketoimintaperusteisista lainaustekniikoista soveltuvat hyvin pk-yritysten rahoittamiseen. Suurilla rahoitusmarkkinainstituutioilla on kuitenkin suhteellinen etu liiketoimintaperusteisissa lainaustekniikoissa ja pienillä suhteellinen etu pankkisuhteisiin perustuvassa lainanannossa. (Berger & Udell, 2006.) Rahoitusmarkkinoilla ei siis tarvitse välttämättä olla suurta määrää pieniä pankkeja, jotta rahoitusta olisi pienyritysten saatavilla. Markkinoiden instituutorakenteesta vain riippuu, millaisia lainaustekniikoita pienyritysten luototukseen yleisimmin käytetään.

Lainanannon infrastruktuurilla on voimakas vaikutus pk-yritysten rahoituksen saatavuuteen. Parempi infrastruktuuri voi huomattavasti parantaa rahoituksen saatavuutta helpottamalla eri rahoitustekniikoiden käyttöä. Etenkin lait, jotka tehokkaasti määrittävät ja suojelevat omistusoikeuksia ja niiden toimivaa täytäntöönpanoa, ovat elintärkeitä liiketoimia ajatellen. Näihin kuuluvat lait, sääntely ja instituutiot, jotka luovat, rekisteröivät ja tarvittaessa realisoivat lainavakuudet, sekä tehokas konkurssimenettely. (Berger & Udell, 2006.) Maissa, joissa on tehokkaammat ja sopeutuvammat oikeusjärjestelmät, onkin pienyritysten rahoituksen saatavuus parempi, kuin maissa joissa oikeusjärjestelmä on tehottomampi (Beck, Demirgüç-Kunt & Levine, 2005). Lisäksi esimerkiksi paremmat kirjanpitostandardit voivat kannustaa tilinpäätösperusteisten tekniikoiden käyttöön, parempi panttilainsäädäntö voi helpottaa varallisuus- ja käyttöpääomaperusteisten tekniikoiden käyttöä sekä laajempi tiedon jakaminen voi helpottaa pienyritysten luottotietoperusteista lainanantoa (Berger & Udell, 2006). Etenkin luottotietojen jakamisen positiivisista vaikutuksista pk-yritysten rahoituksen saatavuuteen on useita tutkimustuloksia (ks. esim. Pagano & Jappelli, 1993; Love & Mylenko, 2003). Huonompi lainausinfrastruktuuri voi vastaavasti heikentää pk-yritysten rahoituksen saatavuutta. Esimerkiksi ankara sääntely-ympäristö voi rajoittaa rahoitusmarkkinoiden instituutorakennetta, mikä puolestaan voi estää tietyntyyppisiä instituutioita hyödyntämästä suhteellista etuaan määrätyissä lainaustekniikoissa. Tutkimukset osoittavat, että nämä vaikutukset voivat olla melko voimakkaita, etenkin mikäli valtionjohto rajoittaa ulkomaisten instituutioiden markkinoille pääsyä tai ylläpitää suuria markkinaosuuksia valtion omistamille instituutioille. (Berger & Udell, 2006.)

Lainaustekniikoista pienyritysten kannalta merkittävin on pankkisuhteeseen perustuva tekniikka, sillä vahvat pankkisuhteet pienentävät pienyritysten rahoitukseen liittyviä informaatio-ongelmia (Berger & Udell, 2002). Pankkisuhteiden informaatio-ongelmia pienentävä vaikutus perustuu pankkisuhteen aikana niin pienyrityksestä kuin sen omistajastakin kerättyyn kvalitatiiviseen tietoon ja suhteen osapuolien väliseen luottamukseen. Pankin ja pienyrityksen välillä vallitseva luottamus mahdollistaa sen, että pienyritys voi saada rahoitusta, vaikka sen viralliset taloustiedot olisivatkin suhteellisen heikkoja. Pankkisuhteiden tärkeyttä pienyritysten rahoituksessa, niin rahoituksen saatavuuden kuin lainaehtojenkin osalta, tukevia empiirisiä tutkimuksia löytyy jopa suomalaisaineistoista.

Esimerkiksi Niskanen ja Niskanen (1999, 2010) ovat tutkimuksissaan todenneet pankkisuhteiden merkityksen pienyrityksille olevan suuri. Jopa niinkin suuri, että pienyritysten käyttämien pankkien lukumäärän kasvu aikaisempien lainojen hajauttamisen muodossa heikensi lainarahoituksen saatavuutta tulevaisuudessa. Pankkipalvelujen kilpailuttaminen sen jälkeen, kun pienyrityksellä on jo ollut jokin aikaisempi pankkisuhte, ei siis paranna pienyritysten rahoituksen saatavuutta, vaan pikemminkin päinvastoin. Toisaalta pääpankin kanssa solmitun pankkisuhteen pitkän keston havaittiin edesauttavan saatavuutta sekä vähentävän vakuusvaatimuksia. Tutkimusten tulokset osoittivat, että pankit rankaisevat yrityksiä, jotka ovat lainasuhteessa monien pankkien kanssa. Tällaisten yritysten lainahakemukset hylätään todennäköisemmin. Mikäli lainaa kuitenkin myönnettiin, oli todennäköisempää, että sille vaadittiin vakuuksia. Tästä johtuen pienyrityksen johdon tulisi kiinnittää huomiota eri lainasuhteidensa määrään.

4.1.3 Rahoituksen saatavuus kasvun rajoitteena

Rahoitukselliset ja institutionaaliset puutteet voivat puolestaan estää pk-yrityksiä kasvamasta optimaaliseen kokoonsa. Tämä voi myös selittää sitä, miksi pk-yritysten ja talouden kasvun välille ei ole voitu empiirisesti osoittaa olevan merkittävämpää yhteyttä, vaikka monissa maissa pk-yritysten työllistävä vaikutus on merkittävä. (Beck & Demirguc-Kunt, 2006.) Erityisesti sekä uusien, että pk-yritysten kasvu- ja investointimahdollisuuksiin vaikuttaa paikallisen yritysrahoituksen saatavuus. Tämä johtuu siitä, että rahoittajien kannalta niihin liittyvä

oleellinen tieto on ainakin osittain paikallista. Tällaista tietoa voi olla esimerkiksi rahoitushankkeeseen liittyvät riskit ja tuottomahdollisuudet tai yrityksen yleinen elinkelpoisuus ja osaamis pohja. (Hyytinen, 2013.)

Schiffer ja Weder (2001) osoittivat tutkimuksessaan, että pienyritykset raportoivat jatkuvasti kohtaavansa suurempia kasvun esteitä, kuin keskikokoiset ja suuret yritykset. Beck, Demirgüç-Kunt, Laeven ja Maksimovic (2006) puolestaan havaitsivat tutkimuksessaan, että yrityksen rahoitusongelmien luotettavimmat ennustavat muuttujat olivat koko, ikä ja omistusrakenne. Kiinteiden transaktiokustannusten ja epäsymmetrisen informaation vuoksi pienyritykset, jotka tarvitsevat pienempiä lainoja kohtaavat suhteessa suurempia transaktiokustannuksia ja riskipreemioita, ovathan ne tyypillisesti läpinäkymättömämpiä ja omaavat vähemmän vakuudeksi kelpaavaa omaisuutta. Näillä suuremmilla rahoituksen saannin esteillä on vaikutusta pienyritysten kasvuun. Pienyritysten rahoitusongelmilla on melkein kaksinkertainen vaikutus vuotuisen kasvuun suuriin yrityksiin verrattuna (Beck, Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 2005).

Sen lisäksi, että pienyritykset kärsivät transaktiokustannusten ja epäsymmetrisen informaation tapaisista markkinoiden epätäydellisyyksistä enemmän kuin suuret yritykset, näillä epätäydellisyyksillä on suhteettomasti suuremmat vaikutukset pienyrityksille maissa joissa oli vähemmän kehittyneet instituutiot (Beck, Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 2005; Beck, Demirküç-Kunt, Laeven & Levine, 2008). Rahoituksellisten ja laillisten esteiden vaikutus etenkin pienyritysten kasvuun ovat pienemmät maissa, joissa on kehittyneemmät oikeusjärjestelmät (Beck, Demirgüç-Kunt & Levine, 2005).

Tutkimukset viittaavat siihen, että oikeusjärjestelmän ja rahoitusmarkkinoiden kehittäminen parantavat kaikkien sen ansaitsevien yritysten rahoituksen saatavuutta ja kasvua, mutta vaikutus on suurempi pienyrityksillä. Sekä yritys- että toimialatason tutkimukset viittaavat siihen, että pienyritykset pärjäävät suhteessa suuria paremmin, kun yhteiskunnassa vallitsee hyvin kehittyneet instituutiot. Etenkin hyvin kehittyneiden rahoitusmarkkinoiden ja oikeusjärjestelmän puuttuessa yritysten on vaikea saavuttaa optimaalinen kokonsa, sillä yrityksen ulkopuolisten sijoittajien vaikeudet estää sisäpuolisten väärinkäytöksiä rajoittavat yrityskokoa. Tämä on tärkeää pk-yrityksiä tukevien toimien kannalta, sillä jos yritysten on

optimaalista pysyä pienikokoisena liiketoimintaympäristön heikkouksien vuoksi, pk-yritysten subventointi voi parhaimmillaan olla tehotonta, mutta pahimmillaan haitallista. Kirjallisuus viittaa siihen, että tehokkain keino poistaa pk-yritysten kasvun esteitä on kehittää instituutioita ja liiketoimintaympäristöä. Tämä on kuitenkin aikaa vievä prosessi ja sillä välin innovatiiviset lainaustekniikat voivat tarjota markkinaystävällisiä keinoja helpottaa pk-yritysten kohtaamia esteitä. (Beck & Demirguc-Kunt, 2006.)

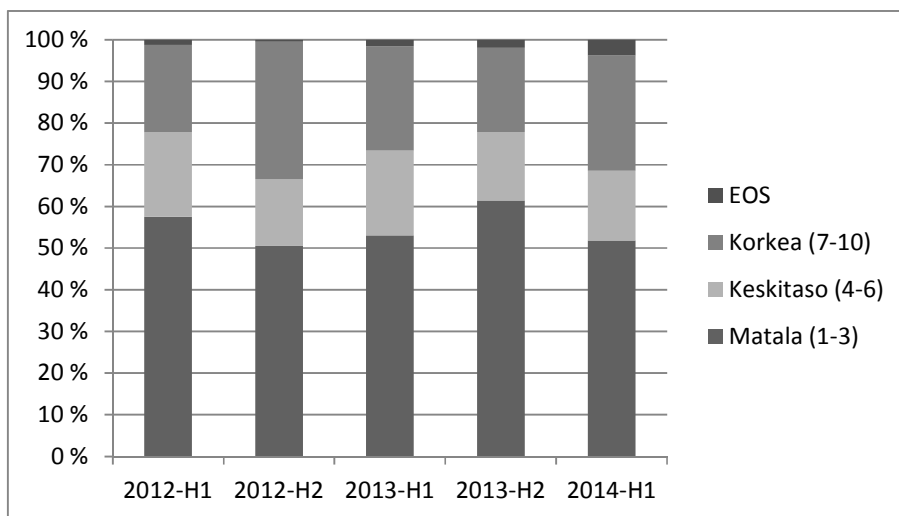
4.2 Rahoituksen saatavuus euroalueen velkakriisin puhkeamisen jälkeen

Rahoituksen saatavuuteen vaikuttavista tekijöistä pankkikriisien aiheuttamat makrotaloudelliset heilahtelut ovat viime vuosikymmenen tapahtumien valossa ja nimenomaan euroalueen velkakriisin vuoksi mielenkiintoisia. Euroalueen velkakriisi puhkesi samaan aikaan, kuin Yhdysvalloissa alkanut finanssikriisi, ja sen puhkeamisen keskeisimpinä syinä voidaan nähdä 2000-luvulla tapahtunut voimakas luottoekspansio ja ongelmamaiden vaihtotaseen vajeet (Tervala, 2012). Vaikka Suomi ei velkakriisin ongelmamaihin kuulunutkaan, oli kriisillä vaikutusta myös Suomen rahoitusmarkkinoihin. Suomen Pankki totesikin rahoitusmarkkinaraportissaan (2008) rahoituksen saatavuuden heikentyneen etenkin pienillä yrityksillä jo elokuussa 2008.

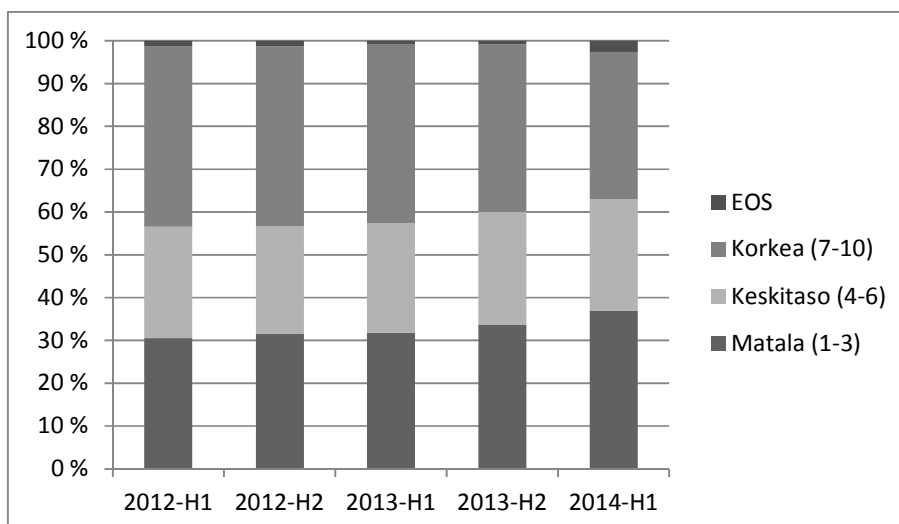
Seuraavaksi tarkastellaan pienyritysten rahoituksen saatavuuden kehitystä Suomessa euroalueen velkakriisin puhkeamisen jälkeen. Tarkastelussa käytetty aineisto on peräisin Euroopan keskuspankin (2014) puolivuositain tekemästä kyselystä *'Survey on the access to finance of SMEs in the euro area'* (SAFE-kysely). Kyselytutkimus käsittelee siis euroalueen pk-yritysten näkemyksiä rahoituksen saatavuudesta. Tätä tarkastelua varten hyödynnetyt kyselyt kattavat pankkilainoja tarkasteltaessa ajanjakson, joka alkaa vuoden 2009 alkupuolelta ja päättyy syyskuuhun 2014. Muilta osin hyödynnetyt kyselytulokset ovat alkaen joko syyskuusta 2010 tai huhtikuusta 2012 ja päättyen samoin syyskuuhun 2014. Erimittaisten tarkasteluajanjaksojen käyttö johtuu siitä, että kaikista kyselyn kysymyksistä ei ollut aineistoa saatavilla yhtä pitkältä ajalta. Raportoidut luvut ovat kyselyihin vastanneiden yritysten havaintomäärillä painotettuja keskiarvoja kullekin ajanjaksolle laskettuna. Ensin kuvioissa tarkastellaan kuinka vakavana ongelmana pk-yritykset Suomessa ja euroalueella ovat pitäneet rahoituksen saatavuutta. Tämän jälkeen vertaillaan pk-yritysten pankkilainojen saatavuutta Suomessa ja euroalueella. Viimeisistä kuvioista käy ilmi, kuinka suuri osuus pankki- ja kauppaluottoja sekä muuta ulkoista rahoitusta hakeneista suomalaisista ja euroalueen pk-yrityksistä on saanut hakemansa lainamäärän kokonaan tai melkein kokonaan.

Kuvio 4 kertoo kuinka suurena ongelmana vastaajat pitivät rahoituksen saatavuutta Suomessa. Huhtikuun 2012 ja syyskuun 2014 välisenä aikana 51–61 prosenttia kyselyn vastaajista pitivät

rahoituksen saatavuusongelmia matalana, 16–20 prosenttia keskitasoisina ja 20–33 prosenttia vakavana. Kuvio 5 puolestaan kuvaa vastaavia tuloksia koko euroalueelta yhteensä. Euroalueella keskimäärin näyttäisi siis olevan suurempia ongelmia rahoituksen saatavuudessa, kuin suomalaisilla pk-yrityksillä. Euroopan keskuspankin (2014) kyselytutkimuksen mukaan pk-yritysten yksityisen rahoituksen tilanne näyttää siis Suomessa vahvemmalta, kuin euromaissa keskimäärin.

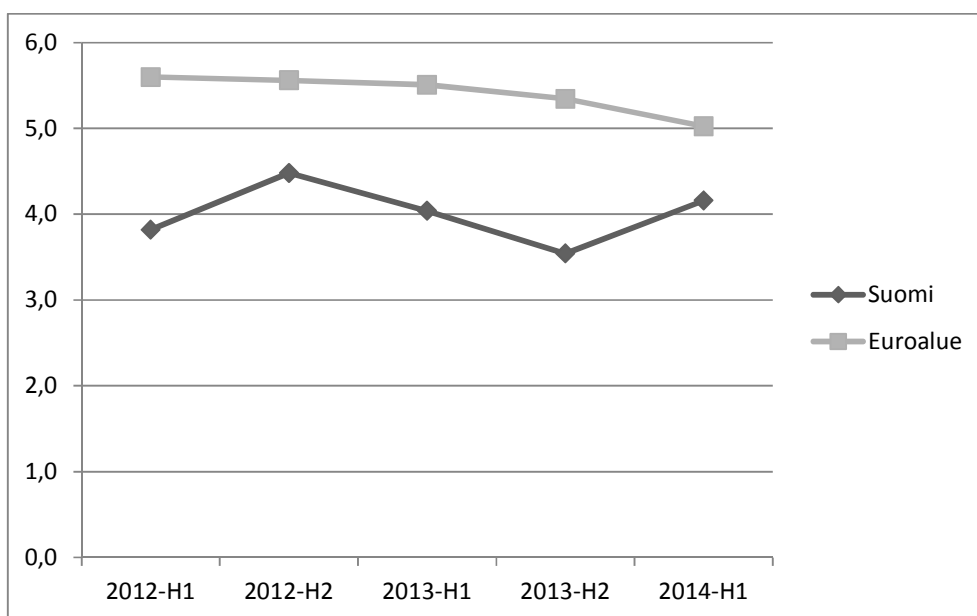


KUVIO 4. Rahoituksen saatavuusongelmien vakavuus Suomessa, % vastaajista



KUVIO 5. Rahoituksen saatavuusongelmien vakavuus euroalueella, % vastaajista

Kuvio 6 vahvistaa edellisistä kuvioista silmämääräisesti tehdyn arvion, sillä aineistona käytetyn viiden kyselyn aikana suomalaisten pk-yritysten vastausten keskiarvo on vaihdellut 3,5–4,5 välillä, kun taas koko euroalueella vastaava väli on 5-5,6. Rahoituksen saatavuuden sijaan suomalaiset pk-yritykset kokivat suurimmiksi ongelmikseen erityisesti kilpailun ja tuotantokustannukset (Euroopan keskuspankki, 2014). Rahoituksen saatavuusongelman vakavuudessa ei voida Suomen aineistolla havaita tällä aikavälillä mitään selvää trendiä, mutta euroalueella ongelman vakavuus näyttäisi olevan laskussa.

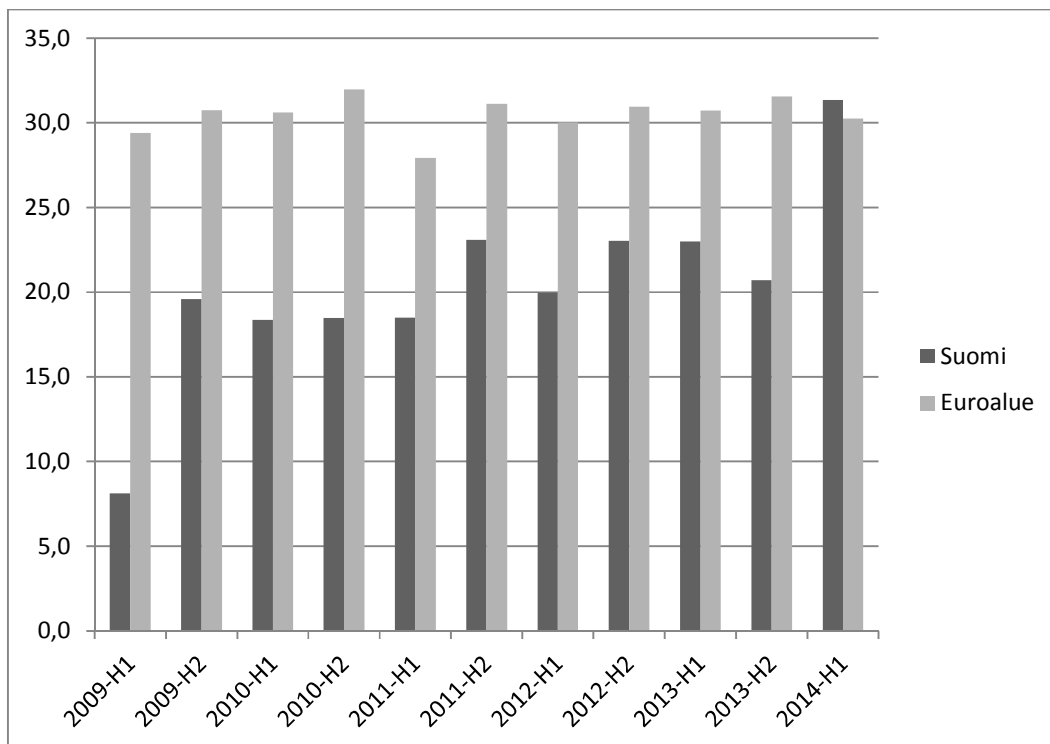


KUVIO 6. Rahoituksen saatavuusongelman vakavuus, vastausten painotettu keskiarvo

Kuvioista 7 nähdään, että suomalaiset pk-yritykset ovat viimeisintä kyselyä lukuun ottamatta hakeneet kyselyjä edeltäneiden kuuden kuukauden aikana vähemmän pankkilainoja, kuin koko euroalueen pk-yritykset keskimäärin. Suomalaisten pk-yritysten kysyntä pankkirahoitukselle on ollut, ensimmäisen ja viimeisen kyselyn ääriarvoja lukuun ottamatta, noin 20 prosentin luokkaa kyselystä toiseen. Ensimmäisessä kyselyssä pankkilainaa oli hakenut vain 8 prosenttia suomalaisista pk-yrityksistä ja viimeisimmässä kyselyssä 31 prosenttia. Pitkälti ensimmäisen ja viimeisen kyselyn ääriarvojen vuoksi pankkilainanhakijat näyttäisivät olevan Suomessa selvässä kasvussa. Euroalueella pk-yrityksistä kyselyjä edeltäneiden kuuden kuukauden aikana

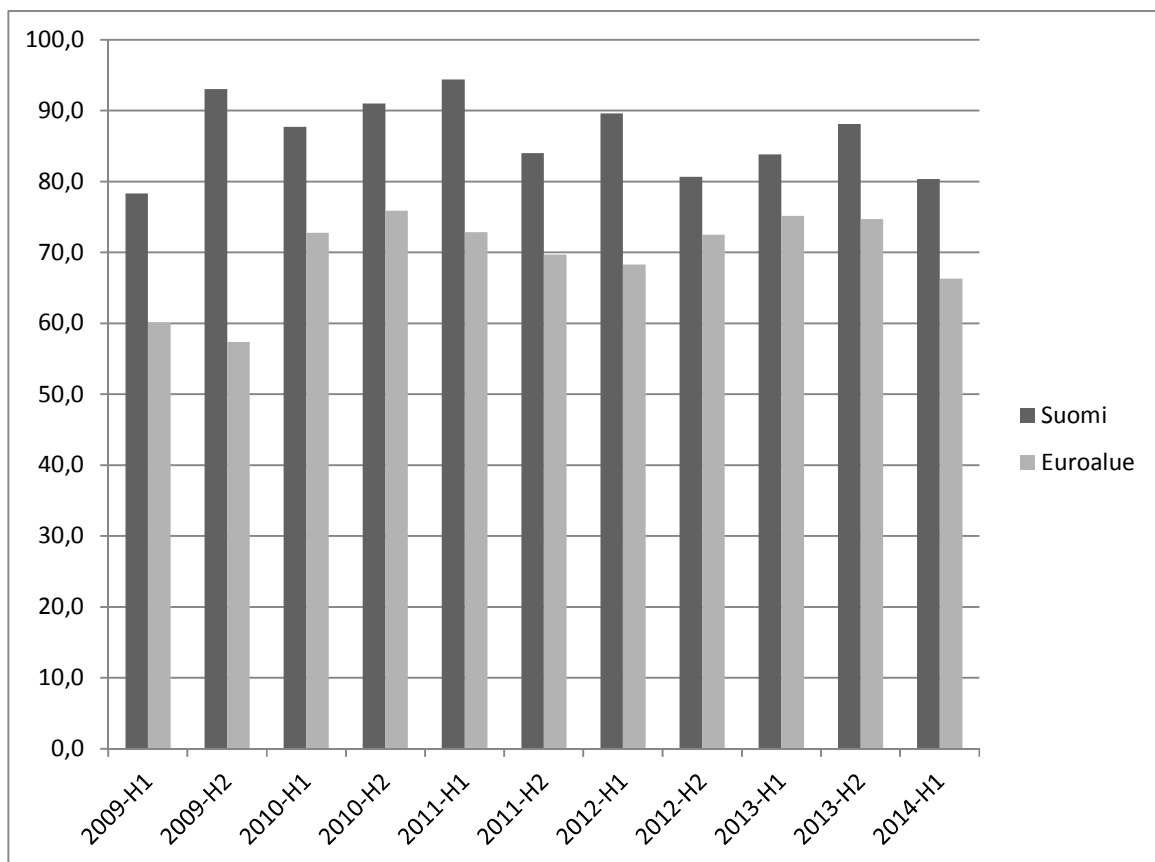
pankkilainaa hakeneita on tasaisesti ollut noin 30 prosenttia kyselystä toiseen. Se, että Suomessa pankkilainan hakijoiden määrä on ollut tasaisesti pienempi kuin euroalueella, voi johtua Suomen koko yrityssektorin vahvasta omarahoitussuhteesta.

Suomen yrityssektorin (asuntoyhteisöjä lukuun ottamatta), omarahoitussuhde eli bruttosäästöjen suhde investointeihin on nimittäin 90-luvun lamasta toipumisesta lähtien ollut yli 100 prosenttia koko kansantalouden tasolla tarkasteltuna. Kansantalouden tilinpidon termeillä ilmaistuna rahoitusmarkkinoilta haettavaa ulkoista rahoitusta ei tarvita, sillä yrityssektorin bruttosäästö on suurempi kuin kiinteän pääoman bruttomuodostus. Viime vuosina omarahoitussuhde on tosin jäänyt pienemmäksi, kuin ennen finanssikriisiä. (Suomen Pankki, 2013b.) Omarahoitussuhde kuvaa koko yrityssektorin varsin vahvaa sisäistä rahoitusta, mutta varsinkin pienten ja aloittavien yritysten tilanne voi poiketa huomattavasti keskimääräisestä sisäisestä rahoituksesta. Näyttäisi siis siltä, että keskimäärin noin 20 prosentilla pk-yrityksistä bruttosäästöt eivät ole riittäneet kattamaan kiinteän pääoman bruttomuodostusta.



KUVIO 7. Pankkilainan hakijoiden määrä (%)

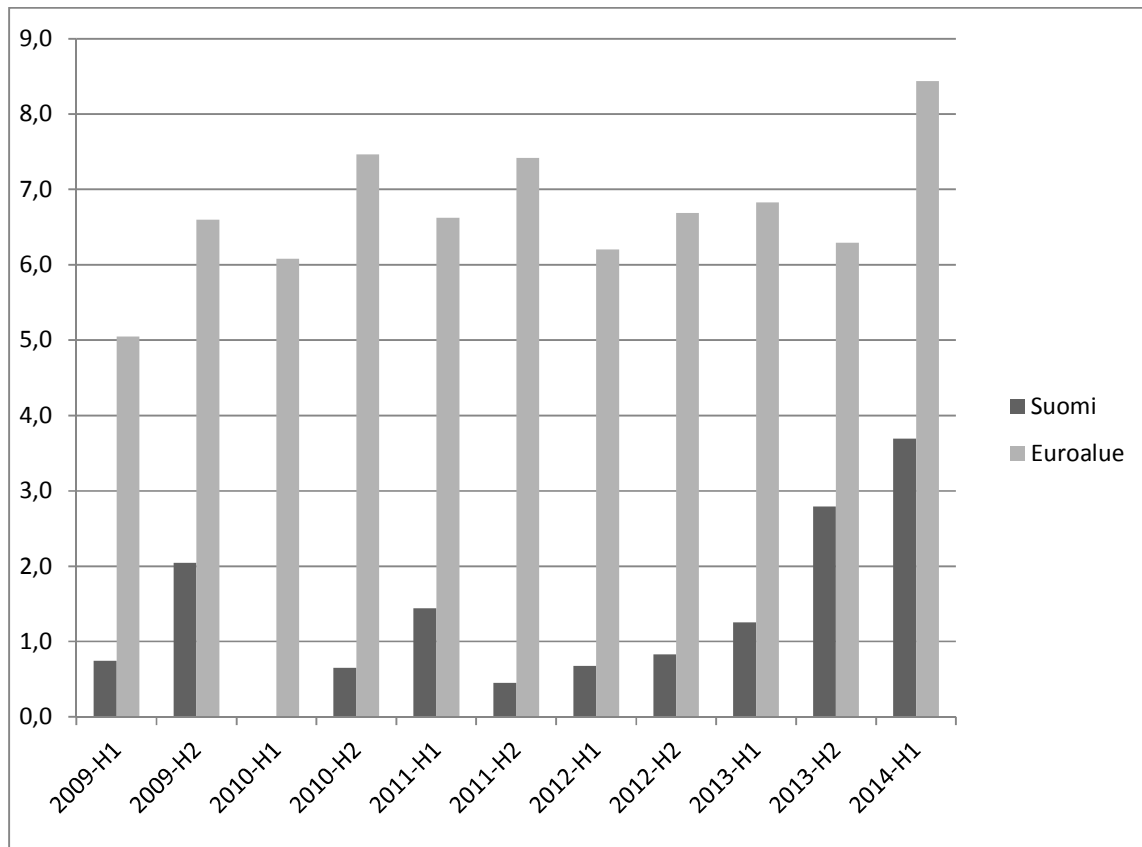
Kuvio 8 puolestaan esittää kuinka suuri osa pankkilainan hakijoista on saanut hakemansa pankkilainan kokonaan tai melkein kokonaan. Suomalaisyrittäjillä tämä luku on ollut 78–94 prosenttia ja joka kyselyssä vähintään 5 prosenttiyksikköä suurempi, kuin euroalueella keskimäärin. Suomessa hakemansa pankkilainan kokonaan tai melkein kokonaan saaneiden määrä on hienoisessa laskussa, kun taas euroalueella vastaava määrä oli hienoisessa nousussa. Erot Suomen ja euroalueen välillä näyttäisivät siis olevan tasoittumaan päin.



KUVIO 8. Sai pankkilainan kokonaan tai melkein kokonaan (%)

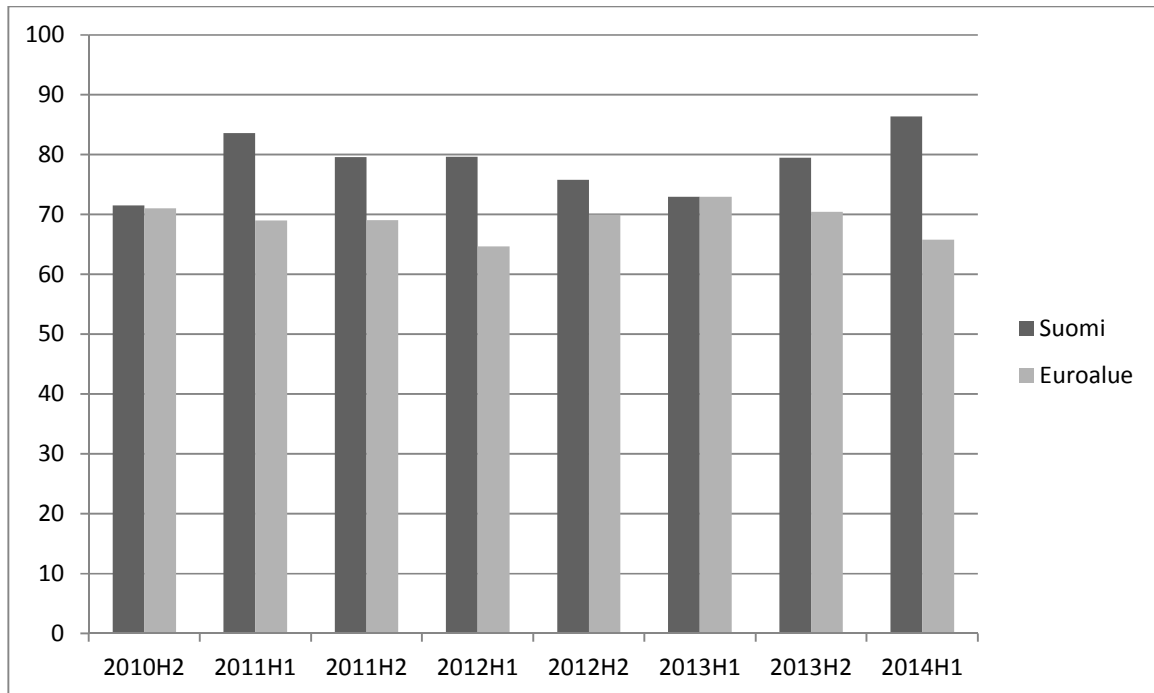
Kuviosta 9 käy ilmi kuinka suuri osa pk-yrityksistä olisi tarvinnut pankkilainaa, mutta ei sitä hakenut koska oli varma hakemuksensa hylkäämisestä. Lannistuneet luotonhakijat ovat selvästi harvinaisia Suomessa, mutta niiden määrä on hiljalleen kasvanut vuoden 2012 ensimmäisen puolisko kyselystä asti. Koko euroaluetta tarkastellessa lannistuneet luotonhakijat ovat selvästi

yleisempiä kuin Suomessa. Myös euroalueella lannistuneiden luotonhakijoiden määrä näyttäisi olevan kasvussa. Koko euroalueella lannistuneita luotonhakijoita oli syyskuussa 2014 8,1 prosenttia, kun Suomessa niitä oli 3,7 prosenttia.



KUVIO 9. Lannistuneet luotonhakijat (%)

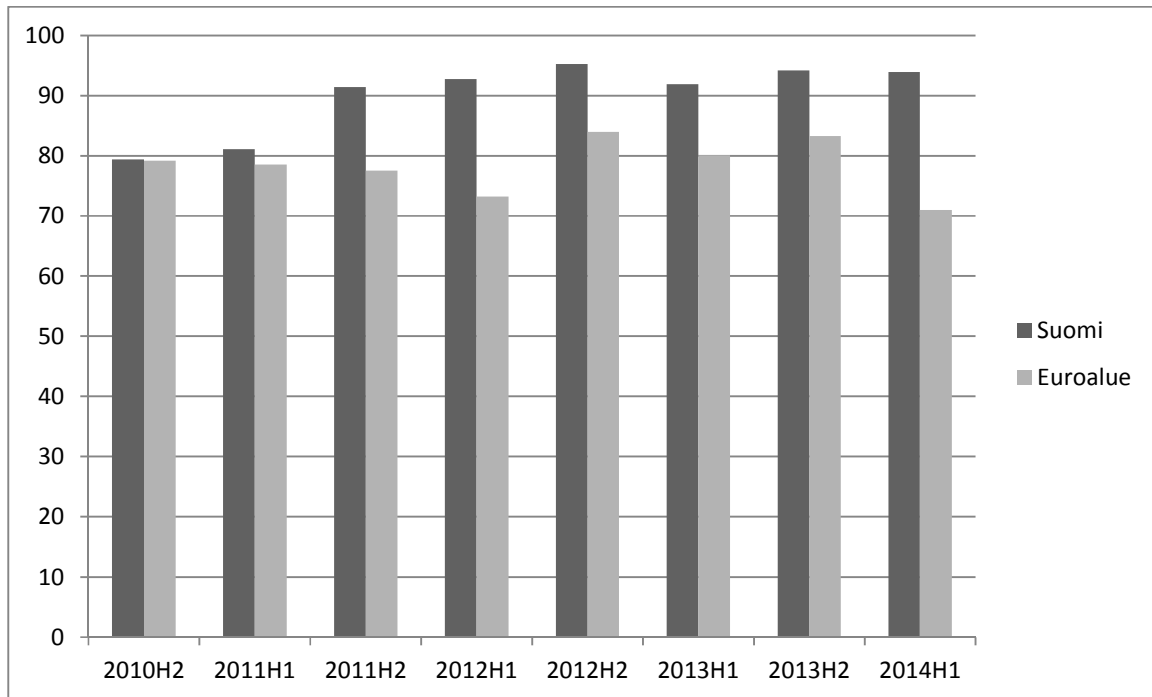
Kuviosta 10 nähdään, että suomalaisten pk-yritysten luottolimiitti- ja luottokorttihakemuksista hyväksyttiin kokonaan tai melkein kokonaan vuoden 2010 toisen kyselyn ja vuoden 2014 ensimmäisen kyselyn välillä 71–86 prosenttia. Euroalueella vastaava määrä on ollut pienempi, se on vaihdellut 64–73 prosentin välillä. Suomessa kokonaan tai melkein kokonaan hyväksytyjen luottolimiitti- ja luottokorttihakemusten määrä näyttäisi olevan hienoisessa kasvussa, kun taas koko euroalueella ei ole havaittavissa selvää trendiä.



KUVIO 10. Haettu luottolimiitti- ja luottokorttiluototus: Sai kokonaan tai melkein kokonaan (%)

Kuviosta 11 ilmenee, että kokonaan tai melkein kokonaan hyväksytyjen kauppaluottojen määrä on sekä Suomessa, että euroalueella ollut korkeampi kuin haettujen luottolimiitti- ja luottokorttiluottojen vastaava määrä. Suomessa kokonaan tai melkein kokonaan hyväksytyjen kauppaluottojen määrä on ollut 79 ja 95 prosentin välillä. Hyväksytyissä kauppaluotoissa näyttäisi Suomessa olevan lievää kasvua. Euroalueella tämä määrä on ollut kauppaluottojenkin osalta Suomea alhaisemmalla tasolla, vaihdellen 70 ja 83 prosentin välillä. Euroalueella ei kauppaluottojen hyväksynnässä näytä olevan mitään selvää trendiä. Ero hyväksytyjen kauppaluottojen sekä luottolimiitti- ja luottokorttiluottojen välillä voisi viitata siihen, että Euroopassa tavaroiden ja palveluiden tuottajat olisivat luotonantajia paremmassa asemassa toimimaan käyttöpääoman tarjoajina. Joissain tapauksissa tavaroiden tai palveluiden toimittajilla on etulyöntiasema luotonantajiin verrattuna, sillä heillä voi olla parempaa tietoa pienyritysten toimialasta ja tuotantoprosessista tai käyttää tulevaisuuden toimituksista pitäytymistä tehokkaampana vaikuttimena, mikäli ostaja ei suorita maksujaan ajallaan (Biais & Gollier, 1997).

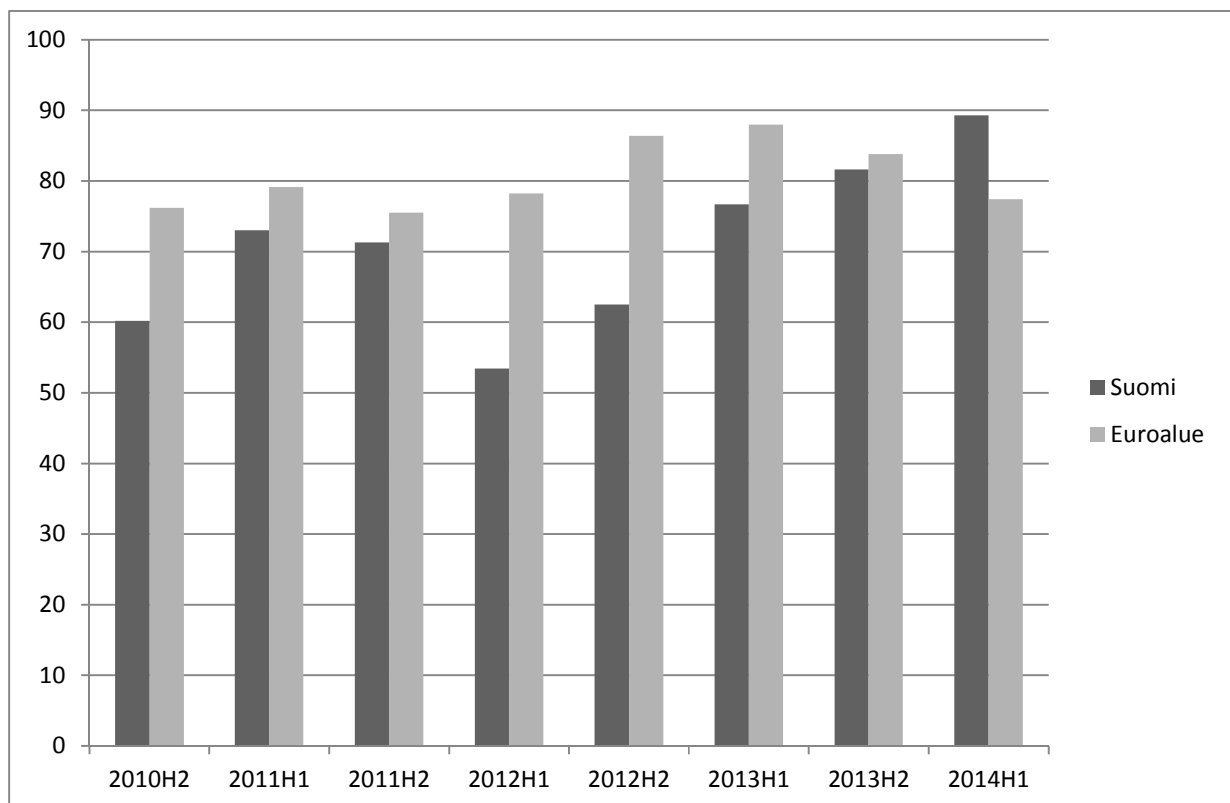
Toimittajat voivat myös olla paremmassa asemassa ulosmittaamaan ja uudelleen myymään toimitetut tuotteet (Mian & Smith, 1992).



KUVIO 11. Haetut kauppaluotot: Sai kokonaan tai melkein kokonaan (%)

Kuvio 12 esittelee kuinka suuri osa suomalaisista ja euroalueen pk-yrityksistä sai hakemansa muun ulkoisen rahoituksen kokonaan tai melkein kokonaan. Kyselyssä muulla ulkoisella rahoituksella tarkoitetaan kaikkea muuta ulkoista rahoitusta kuin pankkilainoja, luottolimiitti- ja luottokortti- ja kauppaluottoja, kuten esimerkiksi oman pääoman ehtoista rahoitusta tai leasing-rahoitusta. Suomalaisten pk-yritysten hakemasta muusta ulkoisesta rahoituksesta on hyväksytty kokonaan tai melkein kokonaan 53–89 prosenttia, kun euroalueella vastaava määrä on ollut 76–88 prosenttia. Suomen luvut ovat kaikissa muissa, paitsi viimeisimmässä kyselyssä ollut alhaisempia kuin euroalueen vastaavat. Lisäksi Suomen kokonaan tai melkein kokonaan hyväksytyyn muun ulkoisen rahoituksen hyväksynnän vaihtelu on ollut suurempaa kuin euroalueella keskimäärin. Suomessa muun ulkoisen rahoituksen hyväksyntä näyttäisi olevan kasvussa, koko euroalueella ei sen sijaan mitään selvää trendiä ole havaittavissa. Suomen ja

euroalueen erot voisivat olla merkki alueiden erilaisista rahoitusmarkkinoiden rakenteista, jotka tekevät erilaisista lainaustekniikoista kannattavampia eri alueilla. Suomen rahoitusmarkkinoiden instituutiorakenne ja lainanannon infrastruktuuri saattaisivat siis olla enemmän kauppaa-, luottolimiitti- ja luottokorttiluottoja suosiva, kun taas euroalueella keskimäärin suhteellinen etu voisi olla muussa ulkoisessa rahoituksessa. Asia vaatii kuitenkin paljon kattavampia tutkimuksia, kuin pelkkien hyväksymismäärien erojen tarkastelua.

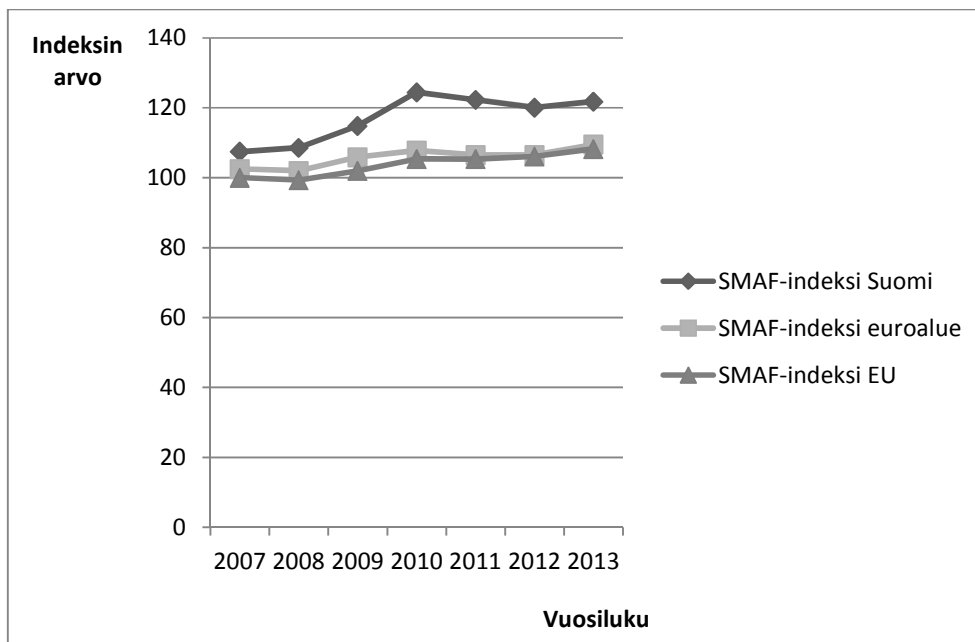


KUVIO 12. Haettu muu ulkoinen rahoitus: Sai kokonaan tai melkein kokonaan (%)

Pk-yritysten markkinaehtoisen rahoituksen saatavuutta voidaan arvioida myös SAFE-kyselyn tuloksia hyödyntävän 'SME Access to Finance' (SMAF) -indeksin avulla. Indeksi lasketaan kahden alaindeksin painotettuna keskiarvona. Alaindeksit puolestaan koostuvat 14 velka- ja pääomarahoituksen indikaattorista. Velkarahoituksen indikaattorit ovat pankkilainoja hyödyntävien yritysten prosenttimäärä, alle 250 000 euron lainojen korkotaso, luottolimiittien

korkotaso, luotollisia yritystilejä käyttävien yritysten prosenttimäärä, leasing-, osamaksu- tai factoring-palveluita hyödyntävien yritysten prosenttimäärä, lannistuneiden luotonhakijoiden prosenttimäärä, lainaa hakeneiden, mutta sitä vain osittain saaneiden yritysten prosenttimäärä, hyväksymiskelvottoman lainatarjouksen hylänneiden yritysten prosenttimäärä sekä pankkien lainanmyöntöhalukkuus. Pankkien lainanmyöntöhalukkuutta kuvataan niiden pankkilainan hakijoiden prosenttimäärällä, jotka ilmoittivat lainanmyönnön tiukentuneen. Pääomarahoituksen indikaattorit puolestaan ovat bruttokansantuotteeseen suhteutetut pääomarahoitussijoitukset, pääomarahoitusta hyödyntävien yritysten kokonaismäärä, bisnesenkelsijoitusten kokonaisarvo sekä bisnesenkelsijoitusten lukumäärä. Pääomarahoituksen viimeinen indikaattori on prosenttiosuus yrityksistä, jotka kokevat voivansa puhua rahoituksesta pääomarahoittajien ja pääomarahoitusyritysten kanssa. Viimeistä indikaattoria ei ole suhteutettu bruttokansantuotteeseen. (Euroopan yhteisöjen komissio, 2015c.)

Indeksin perusvuotena toimii vuosi 2007 Euroopan unionin indeksin tuolta vuodelta ollessa 100. SAFE-kyselyn lisäksi velkarahoituksen tiedot pohjautuvat Euroopan keskuspankin aineistolle sekä pääomarahoituksen tiedot taas Euroopan pääomasijoitusyhdistyksen ja Euroopan bisnesenkeli-verkoston aineistoille. Indeksissä velkarahoituksen alaindeksin paino on 85 prosenttia ja pääomasijoituksen on loput 15 prosenttia, joten se kuvastaa erityisesti velkarahoituksen saatavuutta. (Euroopan yhteisöjen komissio, 2015c.)



KUVIO 13. SMAF-indeksin kehitys vuosina 2007–2013

Kuviosta 13 huomataan, että indeksiluvulla mitattu rahoituksen saatavuus kasvoi Suomessa kriisiä edeltäneeltä vuodelta 2007 vuoteen 2010 asti. Euroalueella ja koko Euroopan unionin alueella indeksi sen sijaan laski vuonna 2008 vuoden 2007 arvosta, lähtien sen jälkeen Suomea vaatimattomampaan nousuun. Vuoden 2010 jälkeen indeksin arvo laski sekä Suomessa, että euroalueella, kunnes vuonna 2013 indeksin arvo taas kasvoi hieman. Koko unionin alueella indeksi pysyi samalla tasolla vuosina 2010 ja 2011, kasvaen sen jälkeen hieman. On tosin huomattava, että vaikka Suomen indeksiluku on kasvanut vuosien 2007–2013 aikana, ei siitä vielä voida suoraan päätellä, että rahoituksen saatavuus olisi euromääräisesti kasvanut. Indeksilukua kohottaa esimerkiksi euroalueen talouskriisin puhkeamisen myötä tapahtunut yleisen korkotason aleneminen. Toisaalta yleisen korkotason aleneminen tuskin riittää yksin selittämään indeksiluvun kasvua. Suomen indeksiluku kasvoi nimittäin vuosina 2007–2013 noin 1,9 kertaa enemmän, kuin Euroopan unionissa keskimäärin.

Kaiken kaikkiaan suomalaisten pk-yritysten rahoituksen saatavuus vaikuttaisi varsin hyvältä, ainakin kun niitä verrataan euroalueen keskimääräiseen saatavuuteen. On mahdollista, että Suomen 1990-luvun pankkikriisi on vaikuttanut pankkien toimintaan niin paljon, että uuden

koko euroaluetta vaivanneen kriisin vaikutukset jäivät Suomessa pienemmiksi. Suomen ja euroalueen erojen selvittämiseksi tarvittaisiin kuitenkin kattavampia tutkimuksia, kuin mitä tämän tutkielman puitteissa oli mahdollista toteuttaa. Saatavuuden tarkasteluissa on kuitenkin hyvä muistaa seuraavat kolme näkökulmaa, jotka Hyytinen (2014) artikkelissaan toteaa. Ensinnäkin olisi hyvä, ettei kaikkia uusia liikeideoita ja muita hankkeita käynnistettäisi lainkaan. On kuitenkin hyvin haasteellista järjestelmällisesti etukäteen erottaa hyviä hankkeita huonoista. Sen tunnistaminen, milloin hankkeen rahoittaminen kannattaa lopettaa, on monissa tapauksissa oleellista. Hyvin toimivaan yritysrahoitusjärjestelmään kuuluu, että hankkeita sekä käynnistetään, että karsitaan. Se, minkälaisille yrityksille rahoitusta on saatavilla, määrittää millaiset yritykset pystyvät jatkamaan ja laajentamaan toimintaansa ulkoisen rahoituksen avulla.

Toiseksi rahoituksen rajoitteiden sekä rahoitusmarkkinoiden epätäydellisyyksien tunnistaminen voi olla haastavaa. Yksiselitteiseksi todisteeksi ei kelpaa se, jos tietty osuus yrityksistä kokee rahoituksen saatavuuden pahimmaksi esteeksi yrityksen kehittämiseen. Tiettyyn rajaan asti näin tuleekin olla. Kolmanneksi julkisen yritysrahoituksen tarjonnan kohdentumiseen liittyy huolestuttavia piirteitä, vaikka niiden taustalla on usein monia hyvää tarkoittavia syitä. (Hyytinen, 2014.) Kyselytutkimusten mukaan nimittäin peräti 27 prosenttia kaikista pk-yrityksistä ja 63 prosenttia voimakkaasti kasvuhakuisista pk-yrityksistä aikoo kohdistaa hakemuksensa julkista yritysrahoitusta tarjoaville valtion toimijoille (Suomen Yrittäjät, Finnvera Oyj & Työ- ja elinkeinoministeriö, 2015). On epäselvää kuvaako tämä yksityisten rahoitusmarkkinoiden toimimattomuutta vai jonkinlaista ei-toivottua valikoitumista (Hyytinen, 2014).

5 Lopuksi

Pienyrityksillä on huomattava taloudellinen merkitys maailmantaloudelle, niin runsaslukuisuutensa kuin merkittävien työllistämisaikutuksiensa vuoksi. Pienyritysten määrittelyä on useita tapoja, mutta yleensä määritelmät sisältävät henkilöstön lukumäärään ja rahamääriin perustuvia kynnyksisarvoja. Euroopan yhteisöjen komissio käyttää määritelmässään henkilöstön lukumäärää sekä vuosiliikevaihdon ja taseen loppusumman arvoja. Pienyritysten olemassaolon ja yritysten kokojakauman selittämiseksi on neljä päänäkökulmaa, jotka pohjautuvat joko erilaisille tehokkuusnäkökulmille, markkinoiden epätäydellisyyteen tai erilaisiin dynaamisiin malleihin. Näkökulmien mukaan pienyrityksiä on olemassa joko suureen kokoon liittyvien tehottomuuksien, erikoistumisen tai yrityksen nuoren iän vuoksi.

Yritysten on turvauduttava rahoitusmarkkinoiden apuun, kun niillä ei ole riittävästi omaa rahoitusta hankkeidensa toteuttamiseen. Rahoitusmarkkinoiden tehtävänä on allokoida rahoitusta ylijäämäiseltä sektorilta alijäämäiselle, välittää informaatioita, määrittää rahoituslähteiden hinnat ja parantaa niiden likviditeettiä sekä mahdollistaa riskin hajauttaminen. Rahoituslähteitä on monenlaisia: on yksityisiltä ja julkisilta rahoitusmarkkinoilta hankittavia, oman ja vieraan pääoman ehtoisia sekä yrityksen sisäisiä ja ulkoisia rahoituslähteitä, eikä julkisyhteisöjen tavalla tai toisella myöntämää rahoitustakaan sovi unohtaa.

Käytetyn pääoman keskimääräisen kustannuksen minimointi ainoana kriteerinä rahoitusrakenteen valinnassa johtaisi hyvin velkapainotteiseen rahoitusrakenteeseen, sillä velkarahoitus on omaa pääomaa edullisempaa. Pääoman keskimääräinen kustannus ei myöskään huomioi korkeaan velkaantuneisuusasteeseen liittyvää kohonnutta yritysriskiä. Käytännössä yritysten rahoitukseen ei käytetä pelkkää velkaa, joten tämän selittämiseksi on kehitetty useita optimaalisen rahoitusrakenteen teorioita. Pääoman keskimääräisen kustannuksen minimoinnin sijaan yritysten on löydettävä rahoitusrakenne, joka maksimoi yrityksen arvon.

Pelkkä verohyötyjen ja konkurssikustannusten huomioiminen ei riitä selittämään yritysten rahoitusrakennepäätöksiä, sillä sekin johtaisi varsin velkapainotteiseen rahoitusrakenteeseen.

Vaikka nokkimisjärjestysteoria onkin alun perin kehitetty suuria yrityksiä silmällä pitäen, kuvaa se pienyritysten rahoitusrakennepäätöksien takana olevia kannustimia erityisen hyvin. Pienyrityksillä kun rahoituksen saanti on rajatumpaa ja omistajalla on suuremmat intressit pitää kiinni määräysvallastaan. Rahoituksen saannin rajallisuus ja omistajan intressit johtavat siihen, että monet pienyritykset käyttävät mieluiten ensin sisäistä rahoitusta, sen jälkeen ulkoista vierasta pääomaa ja vasta viimeisenä vaihtoehtona ulkoista omaa pääomaa. Transaktiokustannusten taloustieteen näkökulma yksinkertaistaa melkoisesti pääomarakenteen valintaprosessia, sillä se liittää investointiprojekteihin ainoaksi vaikuttavaksi tekijäksi varallisuuden erityisyyden. Näkökulma johdattaa kuitenkin pienyritykset pohtimaan omaa tulonsaintamalliaan. Yritykset, joilla on erilaiset tulonsaintamallit, rahoitetaan nimittäin todennäköisesti erilaisilla kombinaatioilla omaa ja vierasta pääomaa.

FGC-malli kuvaa ehkä parhaiten mitä rahoituslähteitä pienyrityksillä on käytettävissään sekä sitä, miten yritysten rahoitusrakenteet vaihtelevat yritysten elinkaaren eri vaiheissa. FGC-malli onkin ainoa rahoitusrakenne-malli, joka on kehitetty pienyrityksiä varten. Yritysten voidaan ajatella kulkevan taloudellisen kasvusyklin läpi, jossa sen rahoitustarpeet ja -vaihtoehdot muuttuvat yritysten liiketoiminnan kasvaessa, kokemuksen lisääntyessä ja yrityksiä muuttuessa informaation suhteen läpinäkyvämmäksi. Vaikka FGC-malli on luultavasti toimivin pienyritysten rahoitusratkaisujen kuvaukseen, ei sekään kuvaa tyhjentävästi kaikkien pienyritysten rahoitusrakenteen valintaa. Pienyritykset ovat kuitenkin joukkona niin heterogeeninen, että yhden kaikenkattavan mallin löytäminen voi olla mahdotonta.

Monet suurten ja pienten yritysten rahoituksen välillä olevista eroista johtuvat siitä, että pienet yritykset ovat suuriin verrattuna huomattavasti läpinäkymättömpiä tiedon suhteen. FGC-malli nostaa tämän tärkeimmäksi ominaispiirteeksi pienyritysten rahoituksessa. Määrämuotoisen säännöllisen raportoinnin ja kenties jopa tilintarkastettujen tilinpäätösten puuttuessa, pienyritysten voi olla vaikeaa saada sidosryhmänsä vakuuttumaan omasta laadukkuudestaan. FGC-mallissa huomio kiinnittyy enemmän pienyritysten rahoituksen saatavuuteen, sillä läpinäkymättömyys tiedon suhteen johtaa rajoitetumpaan rahoituslähdevalikoimaan, kuin suurilla yrityksillä..

Rajattu rahoituslähdevalikoima tekee siis rahoituksen saatavuudesta erityisen olennaisen näkökannan pienyritysten rahoituksessa. Pienyritysten rahoituksen saatavuuteen vaikuttavat tekijät jakautuvat karkeasti kahteen luokkaan. Ensinnäkin pienyrityksen omilla ominaisuuksilla, kuten esimerkiksi sen iällä, kannattavuudella ja omistajuuteen liittyvillä seikoilla on vaikutusta rahoituksen saatavuuteen. Toiseksi pienyrityksen liiketoimintaympäristön ominaisuuksilla, kuten esimerkiksi makrotaloudellisilla heilahteluilla ja rahoitusmarkkinoiden kehittyneisyydellä, on omat vaikutuksensa. Liiketoimintaympäristön ominaisuudet vaikuttavat toki kaikenkokoisiin yrityksiin, mutta pienyrityksiin niillä on erityisen voimakas vaikutus. Rahoitukselliset ja institutionaaliset puutteet voivat nimittäin estää pienyrityksiä kasvamasta optimaaliseen kokoonsa.

Pienten ja suurten yritysten rahoitus eroaa toisistaan monella tavalla. Pienten yritysten lainarahoituksen kustannukset ovat yleensä suuremmat kuin suurilla yrityksillä, johtuen kahdesta syystä. Ensinnäkin, pienille yrityksille myönnetyt lainat arvioidaan tyypillisesti riskipitoisemmiksi, jolloin ne sitovat pankkien pääomaa suhteellisesti enemmän, kuin suurten yritysten lainat. Toiseksi suurilla yrityksillä on suuremman rahoituslähdevalikoiman vuoksi enemmän neuvotteluvaraa, jolla on rahoituksen kustannuksia edelleen pienentävä vaikutus.

Useat pien- ja suuryritysten välisistä eroista liittyvät omistusrakenteisiin. Suurissa yrityksissä omistus on useimmiten hajautunut, kun taas pienyrityksissä se on yleensä keskittyneempää. Omistus ja johto ovat pienyrityksissä useammin yhdistyneet, kun taas suurissa yrityksissä ne ovat yleensä eriytyneet. Omistuksen ja johdon yhdistyminen merkitsee pienempiä agenttikustannuksia johtajien ja omistajien välillä, mutta suurempia yrityksen ja pankin välillä. Johdon ja omistuksen eriytyminen puolestaan johtaa päinvastaiseen tulokseen. Omistuksen ja johdon yhdistyminen on yksi syy sille, miksi hyvät pankkisuhteet ovat pienyrityksille niin tärkeitä. Perheomistajuudella on rahoituksen hankinnassa etua vain suurille listatuille yrityksille.

Pienyrityksillä esiintyy myös yrittäjän ja yrityksen taloudellista yhteenkietoutuneisuutta. Ensinnäkään pienyrittäjän vastuu ei useinkaan rajaudu vain yritykseen sijoittamaansa varallisuuteen, vaikka yritys olisikin yhtiömuodoltaan osakeyhtiö. Yrittäjä nimittäin joutuu usein antamaan pankkilainoihinsa omaa henkilökohtaista omaisuuttaan, etenkin jos yrityksellä ei ole

mainittavaa vakuudeksi kelpavaa aineellista omaisuutta. Toiseksi myös yrittäjän henkilökohtaisilla taloustiedoilla saattaa olla merkitystä rahoitusta hankittaessa, kun yrityksestä ei ole saatavilla riittävästi tietoa rahoituksen myöntämiseen.

Suurilla yrityksillä rahoitusrakenteen valinta voidaan helpommin toteuttaa lainan kustannuksia minimoimalla ja yrityksen arvoa maksimoimalla, kuin pienyrityksillä. Pienyritysten rahoitusrakennetekniset ratkaisut ovat rajatumpia, koska ne ovat riippuvaisempia yksityisistä rahoitusmarkkinoista, eikä yrityksen arvonnäyttö tapahdu automaattisesti rahoitusmarkkinoilla. Lisäksi pienyrityksille pääomarakenteen muokkaaminen on vaikeampaa, sillä yrittäjillä tai heidän lähipiirillään voi olla vaikeuksia järjestää sisäinen osakeanti, jos suuri osuus heidän varallisuudestaan on jo sidottuna yritykseen.

On olemassa seikkoja, jotka vaikuttavat rahoitusrakenteen valintaan, mutta joita ei ole huomioitu optimaalisten rahoitusrakenteiden teorioissa. Tällaisia seikkoja ovat yhteiskunnan vaikutus, sekä yrityksen omistajarakenteen vaikutukset. Nämä seikat vaikuttavat kaiken kokoisiin yrityksiin, mutta niiden on havaittu vaikuttavan voimakkaammin pienyrityksiin. Yhteiskunta voi vaikuttaa omalla ohjauksellaan sekä omalla kehittyneisyyden asteellaan yritysten rahoitusrakenteen valintaan. Omistusrakenne taas vaikuttaa rahoitusrakenteisiin yrityksen ja sen sidosryhmien välille syntyvien agenttikustannusten kautta.

Tarkasteltaessa pk-yritysten rahoituksen saatavuuden kehitystä Suomessa euroalueen velkakriisin puhkeamisen jälkeen, suomalaisyritysten tilanne vaikuttaisi varsin hyvältä, ainakin koko euroalueeseen verrattuna. Esimerkiksi Suomessa kokonaan tai melkein kokonaan hyväksytyjen pankkilainojen määrä on ollut vuosina 2009–2014 tasaisesti korkeammalla tasolla, kuin koko euroalueella. Lisäksi Suomen pk-yritysten rahoituksen saatavuutta kuvaava SMAF-indeksi kasvoi vuosina 2007–2013 noin 1,9 kertaa enemmän, kuin Euroopan unionissa keskimäärin. Tarkastelussa käytettiin Euroopan keskuspankin (2014) puolivuositain tekemästä kyselytutkimuksesta *'Survey on the access to finance of SMEs in the euro area'* saatua aineistoa. Kyselytutkimus käsittelee siis euroalueen pk-yritysten näkemyksiä rahoituksen saatavuudesta.

Kyselyn tuloksista ilmeni kolme seikkaa. Ensinnäkin Suomessa pankkilainan hakijoiden määrä on ollut tasaisesti pienempi, kuin koko euroalueella. Suomen pienempi pankkilainanhakijoiden määrä voi johtua Suomen koko yrityssektorin vahvasta omarahoitussuhteesta. Toiseksi kyselyn tuloksista ilmeni, että Suomessa ja koko euroalueella kokonaan tai melkein kokonaan hyväksytyjen kauppaluottojen määrät olivat tasaisesti korkeammalla tasolla, kuin luottolimiitti- ja luottokorttiluottojen vastaavat määrät. Ero hyväksytyjen kauppaluottojen sekä luottolimiitti- ja luottokorttiluottojen välillä voisi viitata siihen, että Euroopassa tavaroiden ja palveluiden tuottajat olisivat luotonantajia paremmassa asemassa toimimaan käyttöpääoman tarjoajina. Kolmanneksi vaikuttaisi siltä, että Suomen rahoitusmarkkinoiden instituutorakenne ja lainanannon infrastruktuuri olisivat enemmän kauppa-, luottolimiitti- ja luottokorttiluottoja suosiva, kun taas euroalueella keskimäärin suhteellinen etu näyttäisi olevan muussa ulkoisessa rahoituksessa. Suomen ja euroalueen erojen selvittämiseksi tarvittaisiin kuitenkin kattavampia tutkimuksia, kuin mitä tämän tutkielman puitteissa oli mahdollista toteuttaa. Saatavuuden tarkasteluissa on lisäksi hyvä muistaa, että toimiviin rahoitusmarkkinoihin kuuluu se, että investointihankkeista toteutetaan vain kaikista kannattavimmat. Rahoituksen rajoitteiden sekä rahoitusmarkkinoiden epätäydellisyyksien tunnistaminen voi myös olla haastavaa, eivätkä kyselytutkimukset välttämättä ole paras keino niiden tunnistamiseen.

Pienyritysten toimintaperiaatteet ja menestymismahdollisuudet riippuvat hyvin voimakkaasti yrittäjän henkilökohtaisista ominaisuuksista. Mielenkiintoinen jatkotutkimusaihe olisikin tarkastella miten esimerkiksi yrittäjän optimismi vaikuttaa pienyrityksen rahoitusrakenteeseen, eli ovatko optimististen yrittäjien pienyrityksissä enemmän velkaa, kuin vähemmän optimististen. Vaihtoehtoisesti voisi tutkia, miten yrittäjän henkilökohtaiset ominaisuudet, kuten esimerkiksi luottokelpoisuus, vaikuttavat pienyrityksen rahoituksen saatavuuteen.

Lähdeluettelo

- Akerlof, A. G. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 488-500.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A. & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 263-286.
- Baumol, W. J., Panzar, J. C. & Willig, R. D. (1982). *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*. New York: Harcourt Brace Jovanovich.
- Beck, T. & Demirgüç-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance*, 2931-2943.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (2005). Law and Firms' Access to Finance. *American Law and Economics Review*, 211-252.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2005). Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter? *The Journal of Finance*, 137-177.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L. & Maksimovic, V. (2006). The determinants of financing obstacles. *Journal of International Money and Finance*, 932-952.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L. & Levine, R. (2008). Finance, Firm Size, and Growth. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1379-1405.
- Berger, A. N. & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The role of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 613-673.
- Berger, A. N. & Udell, G. F. (2002). Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organisational structure. *The Economic Journal*, F32-F53.
- Berger, A. N. & Udell, G. F. (2006). A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of Banking & Finance*, 2945-2966.
- Bernanke, B. S. (1983). Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *The American Economic Review*, 257-276.
- Bernanke, B. S. & Blinder, A. S. (1988). Credit, Money, and Aggregate Demand. *The American Economic Review*, 435-439.
- Biais, B. & Gollier, C. (1997). Trade Credit and Credit Rationing. *The Review of Financial Studies*, 903-937.

- Cook, L. D. (1999). Trade Credit and Bank Finance: Financing Small Firms in Russia. *Journal of Business Venturing*, 493-518.
- Di Tommaso, M. R. & Dubbini, S. (2000). Towards a theory of the small firm: theoretical aspects and some policy implications. (No. 87). Santiago: United Nations Publications.
- Ellul, A., Guntay, L. & Lel, U. (2007). External Governance and Debt Agency Costs of Family Firms. *International Finance Discussion Papers (No 908)*. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Euroopan keskuspankki. (2014). *Survey on the access to finance of enterprises (SAFE)*. Viitattu 24.5.2015
<http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>
- Euroopan yhteisöjen komissio. (2003). *Suositus mikroyritysten sekä pienten ja keskisuurten yritysten määritelmästä*. Viitattu 15.4.2011
<http://eur-lex.europa.eu/Notice.do?val=284986:cs&lang=fi&list=284986:cs,284128:cs,&pos=1&page=1&nbl=2&pgs=10&hwords=&checktexte=checkbox&visu=#texte>
- Euroopan yhteisöjen komissio. (2008). "Pienet ensin" - Eurooppalaisia pk-yrityksiä tukeva aloite ("Small Business Act"). *Komission tiedonanto*. Bryssel.
- Euroopan yhteisöjen komissio. (2011). Eurooppalaisia pk-yrityksiä tukevan Small Business Act -aloitteen uudelleentarkastelu. *Komission tiedonanto*. Bryssel.
- Euroopan yhteisöjen komissio. (2015a). *State Aid Scoreboard 2014*. Viitattu 29.4.2015
http://ec.europa.eu/competition/state_aid/scoreboard/index_en.html
- Euroopan yhteisöjen komissio. (2015b). *Entrepreneurship an Small and medium-sized enterprises (SMEs)*. Viitattu 12.5.2015
http://ec.europa.eu/growth/smes/index_en.htm
- Euroopan yhteisöjen komissio. (2015c). *SME Access to Finance Index*. Viitattu 28.5.2015
http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/smaf/index_en.htm
- Fama, E. F. & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 1-33.
- Fan, J., Titman, S. & Twite, G. (2010). *An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Ferris, J. S. (1981). A Transactions Theory of Trade Credit Use. *The Quarterly Journal of Economics*, 243-270.

- Gregory, B. T., Rutherford, M. W., Oswald, S. & Gardiner, L. (2005). An Empirical Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing. *Journal of Small Business Management*, 382-392.
- Hall, G. C., Hutchinson, P. J. & Michaelas, N. (2004). Determinants of the Capital Structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 711-728.
- Holmes, S. & Kent, P. (1991). An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 141-154.
- Hyytinen, A. (2013). Pienten ja keskisuurten yritysten rahoituksen saatavuus. *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 484-489.
- Hyytinen, A. (2014). Rajoitettu rahoitus. *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 463-465.
- Hyytinen, A. & Pajarinen, M. (2002a). External finance, firm growth and the benefits of information disclosure: evidence from Finland. *Keskusteluaiheita no. 805*. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos.
- Hyytinen, A. & Pajarinen, M. (2002b). Small Business Finance in Finland; A Descriptive Study. *Keskusteluaiheita no. 812*. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos.
- Hyytinen, A. & Väänänen, L. (2004). Could Mr. and Mrs. Capital Market Imperfection please step forward? An empirical analysis of adverse selection and moral hazard in capital markets. *Keskusteluaiheita no. 887*. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial economics*, 78-79.
- Knüpfer, S. & Puttonen, V. (2007). *Moderni rahoitus*. Juva: WS Bookwell Oy.
- Kraus, A. & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 911-922.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. & Schleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 471-517.
- Leppiniemi, J. & Lounasmeri, S. (1989). Yritysrahoitus. (Jatkuvatäydenteinen). Helsinki: Talentum Media Oy.
- Louhivuori, V. (2014). Pienten ja keskisuurten yritysten rahoitus Suomessa. *Valtion taloudellisen tutkimuskeskuksen muistiot no. 37*. Helsinki.
- Love, I. & Mylenko, N. (2003). Credit reporting and financing constraints. *World Bank Policy Research Working Paper 3142*.

- Lucas, R. E. (1978). On the Size Distribution of Business Firms. *The Bell Journal of Economics*, 508-523.
- Mian, S. L. & Smith, C. W. (1992). Accounts Receivable Management Policy: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 169-200.
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *Journal of Finance*, 261-275.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 261-297.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 575-592.
- Nelson, R. R. & Winter, S. G. (1978). Forces generating and limiting concentration under Schumpeterian competition. *The Bell Journal of Economics*, 524-548.
- Nielsen, J. H. (2002). Trade Credit and the Bank Lending Channel. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 226-253.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. (1999). *Pankkikilpailun ja pankkisuhteiden vaikutus yrityslainojen saatavuuteen ja ehtoihin; Tutkimus pienistä ja keskisuurista yrityksistä*. Tampere: Tampereen yliopistopaino Oy.
- Niskanen, M. & Niskanen, J. (2010). Small Business Borrowing and the Owner-Manager Agency Costs: Evidence on Finnish Data. *Journal of Small Business Management*, 16-31.
- Niskanen, M., Niskanen, J. & Laukkanen, V. (2010). The debt agency costs of family ownership in small and micro firms. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 353-366.
- Pagano, M. & Jappelli, T. (1993). Information Sharing in Credit Markets. *The Journal of Finance*, 1693-1718.
- Peltoniemi, J. (2007). The Benefits of Relationship Banking: Evidence from Small Business Financing in Finland. *Journal of Financial Services Research*, 153-171.
- Psillaki, M. & Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific? *Small Business Economics*, 319-333.
- Puttonen, V. (2004). *Onko omistamisella väliä? Elinkeinoelämän valtuuskunta*.
- Puttonen, V. (2007). Yritysrahoituksen perusteet. Teoksessa J. Kinnunen, E. J. Laitinen, T. Laitinen, J. Leppiniemi & V. Puttonen, *Avainlaskentatoimeen ja rahoitukseen* (ss. 149-174). Keuruu: KY-Palvelu Oy.

- Robb, A. & Robinson, D. T. (2014). The Capital Structure Decisions of New Firms. *Review of Financial Studies*, 153-179.
- Schiffer, M. & Weder, B. (2001). Firm size and the business environment. *International Finance Corporation Discussion Paper no. 43*. Washington D.C.: The World Bank.
- Slovin, M. B., Sushka, M. E. & Polonchek, J. A. (1993). The Value of Bank Durability; Borrowers as Banks Stakeholders. *The Journal of Finance*, 247-266.
- Stiglitz, J. & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 393-410.
- Suomen Bisnesenkelit ry. (2014). *Mitä ovat bisnesenkelit?* Viitattu 13.11.2014 <http://www.bisnesenkelit.fi/>
- Suomen Pankki. (2008). *Rahoitusmarkkinaraportti 4/2008*. Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto. Helsinki: Suomen Pankki.
- Suomen Pankki. (2013a). *Rahoitusmarkkinaraportti 1/2013*. Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto. Helsinki: Suomen Pankki.
- Suomen Pankki. (2013b). *Rahoitusmarkkinaraportti 2/2013*. Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto. Helsinki: Suomen Pankki.
- Suomen Yrittäjät, Finnvera Oyj & Työ- ja elinkeinoministeriö. (2015). *Pk-yrittysbarometri - kevät 2015*.
- Terpstra, D. E. & Olson, P. D. (1993). Entrepreneurial Start-up and Growth: A Classification of Problems. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 5-19.
- Tervala, J. (2012). Euroalueen talouskriisin syyt. *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 201-218.
- Tilastokeskus. (2014). *Yritysten rakenne- ja tilinpäätöstilasto*. Viitattu 29.4.2015 <http://www.stat.fi/til/yrti/tau.html>
- Työ- ja elinkeinoministeriö. (2014). *Yrityskatsaus 2014 - Murroksia ja uudistumista*. Yrityskatsaus 2014 ohjausryhmä. Helsinki: Työ- ja elinkeinoministeriö.
- Työ- ja elinkeinoministeriö. (2015). *Mitä on valtiontuki ja miten sitä sovelletaan?* Viitattu 29.4.2015 http://www.tem.fi/kuluttajat_ ja_ markkinat/ eu_ n_ valtiontukisaantely/ mita_ on_ valtiontuki_ ja_ miten_ sita_ sovelletaan

- U.S. Small Business Administration. (2010). *Table of Small Business Size Standards*. Viitattu 15.4.2011
http://www.sba.gov/sites/default/files/Size_Standards_Table.pdf
- Williamson, O. E. (1989). Transaction Cost Economics. Teoksessa R. Schmalensee & R. D. Willig (Toim.), *Handbook of Industrial Organization* (ss. 136-182). Amsterdam: Elsevier Science Publishers B. V.
- You, J. I. (1995). Small firms in economic theory. *Cambridge Journal of Economics*, 441-462.