

Ville Varjonen

# **FINANSSIKRIISIN VAIKUTUS PIENTEN JA SUURTEN YRITYSTEN RAHOITUKSEEN**

Johtamisen ja talouden tiedekunta

Kandidaatintutkielma

Huhtikuu 2020

# TIIVISTELMÄ

Ville Varjonen: Finanssikriisin vaikutus pienten ja suurten yritysten rahoitukseen  
Kandidaatintutkielma  
Tampereen yliopisto  
Taloustiede  
Huhtikuu 2020

---

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on selvittää, kuinka rahoituksen saatavuus muuttui pienillä ja suurilla yrityksillä vuoden 2008 finanssikriisin seurauksena. Rahoituksen saatavuus vaikuttaa merkittävästi yritysten mahdollisuuksiin selvitä talouskriisien aiheuttamista vaikeuksista. Tämä tutkimus keskittyy vuoden 2008 finanssikriisin vaikutuksiin niin yritysten kuin pankkienkin näkökulmasta. Finanssikriisi oli yksi pisimmistä talouskriiseistä toisen maailmansodan jälkeisenä aikana ja sitä seuranneen taantuman aikana yritysten ulkopuolisen rahoituksen määrä laski yleisesti niin rahoituksen tarjonnan kuin kysynnänkin heikkenemisestä johtuen. Tutkimus on toteutettu esittelemällä aihepiiristä esitettyjä teorioita ja peilaamalla näihin teorioihin finanssikriisistä tehtyjen tutkimusten tuloksia.

Aihepiiristä esitettyjen teorioiden mukaan talouden ollessa epävakaisissa olosuhteissa ja tulevaisuuden näkymien ollessa epävarmoja yritykset pyrkivät vähentämään velkansa määrää. Suurilla yrityksillä on pieniä yrityksiä parempi pääsy erilaisten rahoitusvaihtoehtojen pariin. Teorioiden mukaan suuret yritykset ovat tästä johtuen myös riippuvaisempia ulkopuolisesta rahoituksesta ja siten alttiimpia kriisien aiheuttamille negatiivisille vaikutuksille kuin pienet yritykset. Pienet yritykset ovat suuria yrityksiä riippuvaisempia paikallisista pankeista, koska niillä on suppeampi valikoima vaihtoehtoisia rahoituslähteitä eivätkä ne ole yhtä läpinäkyviä informaationsa suhteen.

Tutkimus osoittaa, että vuoden 2008 finanssikriisin aikana kokonaisvelan määrä laski kaikissa yrityskokoluokissa. Suuret yritykset reagoivat pieniä yrityksiä voimakkaammin lyhytaikaisen velan osalta. Pienten yritysten lyhytaikaisen velan kumulatiivinen kasvuaste laski suuria yrityksiä myöhemmin kriisin alkamisesta ja lyhytaikaisen velan kumulatiivisen kasvuasteen lasku oli suuria yrityksiä maltillisempi. Pitkäaikaisen velan kohdalla tilanne oli päinvastainen: kriisin seurauksena pienet yritykset laskivat suuria yrityksiä merkittävästi enemmän pitkäaikaisen velkansa määrää. Pankkien osalta tutkimus osoittaa, että kovan kilpailun alaisena olevat paikalliset pankit nostivat marginaalikorkojaan suhteellisesti enemmän verrattuna vähemmän kilpailullisilla markkinoilla toimiviin pankkeihin. Tämä heikensi suhteellisesti enemmän pienten yritysten rahoituksen saatavuutta, sillä pienten yritysten rahoitusvaihtoehdot ovat rajalliset.

Tutkimuksen tuloksista voidaan päätellä, että pienten yritysten rahoituksen saatavuus heikkeni suuria yrityksiä enemmän. Pienet yritykset eivät kuitenkaan välttämättä kärsineet rahoituksen saatavuuden vaikeutumisesta samassa suhteessa, koska pienet yritykset olivat siitä vähemmän riippuvaisia kuin suuret yritykset.

Avainsanat: Finanssikriisi, Ulkopuolinen rahoitus, Rahoituksen saatavuus

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla

## Sisällysluettelo

1 Johdanto.....	4
1.1 Talouden kriisit .....	4
1.2 Tutkimuksen tavoite ja rajaukset .....	5
1.3 Tutkimuksen tulokset.....	6
2 Teoreettinen viitekehys .....	7
2.1 Yrityksen ulkopuolinen rahoitus.....	7
2.2 Talouskriisi.....	8
2.3 Rahapolitiikka .....	10
3 Yritysten ja pankkien toiminta kriiseissä.....	12
3.1 Yritysten toiminta talouskriiseissä ennen vuoden 2008 finanssikriisiä .....	12
3.2 Yritysten toiminta vuoden 2008 finanssikriisissä .....	14
3.3 Pankkien toiminta vuoden 2008 finanssikriisissä .....	18
4 Yhteenveto ja johtopäätökset.....	21
4.1 Yhteenveto .....	21
4.2 Johtopäätökset .....	22
4.3 Tutkimuksen rajoitteet ja jatkotutkimusmahdollisuudet .....	23
Lähdeluettelo.....	24

# 1 Johdanto

## 1.1 Talouden kriisit

Taluskriisit vaikuttavat laajalti koko yhteiskuntaan ja niiden vaikutukset näkyvät monien vuosien ajan. Taluskriisin seurauksena talouskasvu hidastuu ja monien yritysten tilanne muuttuu haastavaksi, jolloin valtiot ja keskuspankit pyrkivät tekemään finanssipoliittisia ja rahapoliittisia ratkaisuja lieventääkseen kriisin vaikutuksia ja edistääkseen talouden normaalia toimintaa. Tämän tutkimuksen tarkoituksena on selvittää, miten taluskriisit ovat vaikuttaneet eri tavalla pienten ja suurten yritysten ulkopuolisen rahoituksen saatavuuteen tarjonnan määrän ja lainojen kustannusten osalta.

Tässä tutkimuksessa keskitytään erityisesti vuoden 2008 finanssikriisin vaikutuksiin, sillä se oli yksi pisimmistä taluskriiseistä toisen maailmansodan jälkeisenä aikana ja tästä syystä hyvin merkittävä. Finanssikriisin aikana ulkopuolisen rahoituksen saaminen muuttui yleisesti vaikeammaksi, joten monet yritykset joutuivat hankalaan tilanteeseen, jos ne olivat riippuvaisia ulkopuolisesta rahoituksesta. Finanssikriisin ja sitä seuranneen taantuman aikana monien yritysten tarve lisärahoitukselle kasvoi entisestään talouden kokonaiskysynnän heikentyessä. Vuoden 2008 finanssikriisi johtui pankkien liiallisesta riskinotosta Yhdysvaltojen asuntomarkkinoilla. Asuntojen hintojen kääntyessä laskuun vuonna 2006 pankkien ottamat riskit alkoivat realisoitua luottotappioiden muotoon. Huonojen luottojen osuutta pankkien taseissa ei tiedetty, joten pankit vähensivät lainaamista toisilleen pelätessään muiden pankkien joutuvan maksukyvyttömäksi, mikä lopulta johti kriisin leviämiseen maailmanlaajuisesti finanssikriisiksi. (Pohjola, 2012, 104.)

## 1.2 Tutkimuksen tavoite ja rajaukset

Tutkimuksen tavoitteena on ymmärtää paremmin talouskriisin vaikutuksia ja pohtia, millaiset yritykset tarvitsevat talouskriisin sattuessa enemmän tukea kuin toiset. Kaikki kriisit ovat kuitenkin erilaisia ja niiden vaikutusmekanismeja on haastavaa, ellei jopa mahdotonta arvioida samalla ajanhetkellä itse kriisin kanssa. Tästä syystä aikaisempien kriisien tutkiminen on välttämätöntä, jotta tulevaisuudessa kriiseissä osataan reagoida paremmin ja lieventää niiden negatiivisia vaikutuksia parhaalla mahdollisella tavalla. Tämänhetkinen koronaviruspandemia on jo nyt kirjoitushetkellä aiheuttanut massiiviset vahingot taloudelle ja yrityksille valtion ja pankkien tarjoamasta tuesta huolimatta. Aikaisempien kriisien tutkimuksen avulla elvyttävät toimenpiteet osataan kohdistaa paremmin tukemaan niitä yrityksiä, jotka sitä eniten tarvitsevat ja osataan tehdä parempia talouspoliittisia päätöksiä.

Tässä tutkimuksessa keskitytään seuraavaan kysymykseen:

- Kuinka vuoden 2008 finanssikriisi vaikutti pienten ja suurten yritysten rahoituksen saatavuuteen?

Tutkimuksen tarkoituksena on kartoittaa olemassa olevaa kirjallisuutta ja aiempia tutkimuksia aiheesta. Näiden tietojen perusteella pyritään vastaamaan edellä mainittuun kysymykseen. Tutkimusmenetelmänä on siis kirjallisuuskatsaus. Teoreettisessa viitekehyksessä käydään läpi olemassa olevia teorioita, jotka käsittelevät kriisien vaikutusta yritysten rahoitukseen. Itse kirjallisuuskatsauksessa käydään läpi aiheesta tehtyjä tutkimuksia ja sitä, kuinka ne suhteutuvat toisiinsa ja teoreettiseen viitekehykseen. Jotta tutkimus pysyy mielekkäissä rajoissa, rahoituslähteiden ja rahoitusrakenteen osalta on tehty tiettyjä rajauksia. Ulkopuolisen rahoituksen lähteiden osalta käsittelyn pääpaino on pankkien tarjoamien lainojen ja niiden korkojen tarkastelussa. Tutkimuksessa huomioidaan kuitenkin pienten ja keskisuurien yritysten vaihtoehtoisten rahoituslähteiden merkitys.

### 1.3 Tutkimuksen tulokset

Yritysten kokonaisvelan määrä laski vuoden 2008 finanssikriisin aikana riippumatta niiden kokoluokasta. Tutkimuksen perustella voidaan kuitenkin huomata, että pienten yritysten tilanne muuttui suuria yrityksiä haastavammaksi pankkien tarjoamien lainojen saatavuuden osalta. Vuoden 2008 finanssikriisin alettua suuret yritykset näyttivät reagoivan lyhytaikaisten velkojen osalta huomattavasti voimakkaammin kuin pienet yritykset. Pienet ja keskisuuret yritykset puolestaan laskivat enemmän pitkäaikaisten velkojen osuutta taseissaan. Pienet yritykset ovat suuria vähemmän läpinäkyviä informaationsa osalta ja joutuvat siksi turvautumaan niitä enemmän paikallisiin pankkeihin. Tutkimuksessa huomattiin, että kovemman kilpailun alaisessa ympäristössä toimivat paikalliset pankit nostivat marginaalikorkojaan enemmän suhteessa muihin paikallisiin pankkeihin. Pienet yritykset joutuivat tässä suhteessa suurin vaikeampaan tilanteeseen vaihtoehtoisten rahoituslähteiden rajallisuuden vuoksi.

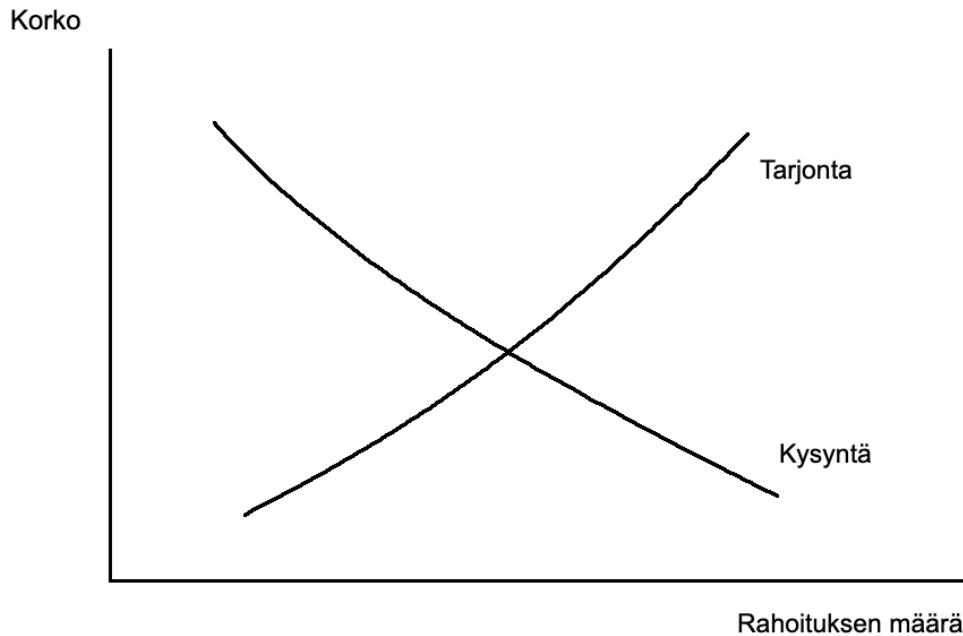
Tutkimus etenee seuraavasti. Luvussa 2 esitellään aiheeseen liittyvät yrityksen ulkopuolisen rahoituksen, talouskriisien ja rahapolitiikan teoriat. Luvussa 3 käydään läpi aihepiirin kirjallisuutta yritysten näkökulmasta vuoden 2008 finanssikriisin lisäksi aikaisempien kriisien osalta sekä pankkien näkökulmasta vuoden 2008 finanssikriisin osalta. Luvussa 4 esitellään yhteenveto ja johtopäätökset. Viimeisenä on lähdeluettelo.

## 2 Teoreettinen viitekehys

### 2.1 Yrityksen ulkopuolinen rahoitus

Yrityksen rahoituslähteet voidaan jakaa yksinkertaistetusti rahoitusmarkkinoiden osalta suoriin rahoituslähteisiin ja välillisiin rahoituslähteisiin. Suorat rahoituslähteet pitävät sisällään arvopaperimarkkinat, kun taas välilliset rahoituslähteet käsittävät pääasiassa pankkien ja rahoitusyhtiöiden tarjoamat lainat yrityksille. Rahoitusmarkkinat määrittävät rahoituksen kysynnän ja tarjonnan välisen tasapainon. Tämä tasapaino kertoo vallitsevan koron. Koron noustessa rahoituksen kysyntä laskee, sillä investoinnin nykyarvon ja korkokannan välillä vallitsee käänteinen riippuvuussuhde. (Pohjola, 2012, 99–100.) Yksinkertaistettuna rahoituksen kysyjä saa lainaamansa varojen koron ja investointinsa tuoton välisen osuuden itselleen, joten koron kasvaessa harvempi investointikohde on kannattava.

Kuviossa 1 on havainnollistettu rahoituksen kysynnän ja tarjonnan tasapaino ja siitä johdettavissa oleva korkotaso. Kysyntäkäyrä on laskeva, koska koron laskiessa useampi investointikohde on kannattava eli koron laskiessa rahoituksen kysyntä kasvaa. Tarjontakäyrä on nouseva, sillä koron noustessa rahan lainaajat saavat suuremman tuoton lainaamilleen varoille. Rahoituksen tarjonnan vahvistuessa tarjontakäyrä siirtyy oikealle, jolloin korko laskee ja rahoituksen määrä kasvaa. Vastaavasti rahoituksen tarjonnan heikentyessä tarjontakäyrä siirtyy vasemmalle, jolloin uusi tasapainokorko on aikaisempaa korkeampi ja rahoituksen määrä pienempi. Rahoituksen kysynnän vahvistuessa kysyntäkäyrä siirtyy puolestaan oikealle, jolloin sekä korko että rahoituksen määrä nousevat. Rahoituksen kysynnän heikentyessä kysyntäkäyrä siirtyy vasemmalle, jolloin korko ja rahoituksen määrä laskevat.



KUVIO 1. Rahoituksen kysynnän ja tarjonnan tasapaino (mukaillen Pohjola, 2012, 100)

Pankkien ja rahoituslaitosten asiakkailleen tarjoamien lainojen korot muodostuvat pankkien välisistä viitekoroista sekä lainan tarjoajan määrittämästä marginaalikorosta. Viitekorot, kuten euribor 1-12kk sekä eonia 1-3vk, ovat korkoja, joilla pankit lainaavat toisilleen rahaa eri pituisiksi ajoiksi ilman vakuuksia (Pohjola, 2012, 103). Marginaalikorko on lainalle tapauskohtaisesti määritetty korko, jolla lainan antaja pyrkii saamaan ottamastaan riskistä sopivan korvauksen ja saamaan tuottoa antamalleen rahoitukselle.

## 2.2 Talouskriisi

Finanssi- eli rahoituskriisi on jonkin shokin aiheuttama rahoitusmarkkinoiden häiriö, jonka seurauksena rahoituksen kanavoituminen tuottavampiin sijoituskohteisiin häiriintyy (Pohjola, 2012, 102). Vuoden 2008 finanssikriisin laukaisi yhdysvaltalaisen Lehman Brothers -investointipankin hakeutuminen syyskuussa konkurssiin. Tämä levisi lopulta maailmanlaajuisesti pankkikriisiksi. Syynä kriisiin oli pankkien liiallinen riskinotto Yhdysvaltojen asuntomarkkinoilla, mikä alkoi realisoida luottotappioina asuntomarkkinoiden kääntyessä laskuun



vuonna 2006. Huonojen luottojen osuus pankkien taseissa ei ollut tiedossa, joten pankit vähensivät lainaamista toisilleen pelätessään muiden pankkien joutumista maksukyvyttömäksi. (Pohjola, 2012, 104.) Finanssikriisi ja talouskriisit yleisesti eivät vaikuta pelkästään pankkeihin ja rahoituslaitoksiin, sillä pankkien yksi tehtävä on kanavoida rahoitusta investoinneille. Pankkien välinen luottokriisi vaikuttaa siten laajalti yhteiskuntaan ja yritysten talouteen.

Talouskriisien aikana yleinen epävarmuus tulevaisuudesta kasvaa ja sen seurauksena investointien riskit kasvavat. Tällöin investointien tulevaisuuden tuottojen odotetaan laskevan. Tämä puolestaan johtaa lainanantajien ja lainanottajien haluttomuuteen sijoittaa pääomaa pitkäaikaisiin sijoituskohteisiin. (Demirgüç-Kunt, Martinez Peria & Tressel, 2020, 2.) Lainanantajien näkökulmasta todennäköisyys siitä, että lainanottaja joutuu maksukyvyttömäksi kasvaa merkittävästi kriisin aikana. Lainanantajat haluavat tässä tapauksessa korkeampaa tuottoa rahalleen ottaessaan suuremman riskin antaessaan lainaa. Tämä tekee pitkäaikaisista lainoista vähemmän houkuttelevia verrattuna lyhytaikaisiin lainoihin (Gürkaynak & Wright, 2012; Dick, Schmeling & Schrimpf, 2013). Aikaisemmin esitellyssä rahoituksen kysynnän ja tarjonnan kehikossa tämä vaikutus näkyy rahoituksen tarjonnan heikkenemisenä eli tarjontakäyrän siirtymänä vasemmalle. Käytännössä lainanantajan vaatima korkeampi tuotto tarkoittaa lainanantajan vaativan korkeampaa korkoa annetulle lainalle. Vastaavasti epävarmojen tulevaisuudennäkymien ja korkeamman koron johdosta lainanottajat ovat haluttomampia ottamaan pitkäaikaista lainaa.

Brunnermeierin ja Oehmken (2013) esittämän pääomarakennemalli puolestaan keskittyy lainanottajien näkökulmaan. Pääomarakennemallin mukaan korkea volatilitteetti lisää yritysten halua lyhentää laina-aikojen pituutta. Talouden ollessa epävakaisissa olosuhteissa yritykset arvostavat joustavuutta omassa taloudessaan ja ovat siten haluttomampia tekemään pitkäaikaisia sopimusvakuuksia sisältäviä sopimuksia. Näin ollen talouskriisien aikana uusien myönnettyjen pitkäaikaisten lainojen määrä saattaa laskea ja myönnettyjen lainojen laina-aika on lyhyempi johtuen sekä kysynnän että tarjonnan heikkenemisestä.

Yksi merkittävä tekijä rahoituskriisin vaikutuksista yrityksiin on, kuinka riippuvaisia ne ovat ulkopuolisesta rahoituksesta. Barlevy (2003) esittää mallin, jonka mukaan ulkopuolisesta rahoituksesta riippuvaiset yritykset ovat alttiimpia rahoituskriiseille kuin yritykset, jotka eivät ole riippuvaisia siitä. Mallin mukaan syynä tähän on se, että yrityksillä, jotka eivät ole yhtä riippuvaisia ulkopuolisesta rahoituksesta ei ole vastaavaa pääsyä rahoitusmarkkinoille. Esimerkiksi suuret yritykset ovat mallin mukaan alttiimpia rahoitusmarkkinoiden kriiseille, koska niillä on pieniä parempi pääsy rahoitusmarkkinoille ja siten ne ovat yleensä riippuvaisempia ulkopuolisesta rahoituksesta.

## 2.3 Rahapolitiikka

Hintatason vakaus on yksi keskuspankin harjoittaman rahapolitiikan keskeisin tavoite. Euroopan keskuspankin rahapolitiikka perustuu inflaatiotavoitteeseen, ja vaikka Yhdysvaltojen keskuspankilla ei virallisesti vastaavaa tavoitetta ole, se on yksi senkin tärkeimmistä tavoitteista. Keskuspankilla on kolme tapaa harjoittaa rahapolitiikkaa: kassavarantomääräysten muuttaminen, avomarkkinaoperaatiot ja ohjauskorkojen muuttaminen. Muuttamalla pankkien kassavarantomääräyksiä keskuspankki pystyy vaikuttamaan niiden luotonantoon ja rahan määrään. Avomarkkinaoperaatiossa keskuspankki ostaa pankeilta erilaisia rahoitussijoituksia, kuten valtion velkakirjoja, jolloin pankit saavat rahaa, jota ne voivat lainata eteenpäin. Viimeisenä ja nykyään keskeisimpänä välineenä ovat keskuspankin määrittämät ohjauskorot. Ohjauskorot ovat korkoja, joilla keskuspankki lainaa rahaa liikepankeille. Tämä keskuspankin tarjoama rahoitus toimii vaihtoehtoisena rahoituksen lähteenä rahoitusmarkkinoilla, jolloin se vaikuttaa myös markkinoilla määräytyviin korkoihin. (Pohjola 2012, 188-190, 208-210.) Euroopan keskuspankin käyttämiä ohjauskorkoja on kolme. Ensimmäinen on perusrahoitusoperaatioiden korko, jolla Euroopan keskuspankki lainaa rahaa liikepankeille viikoksi vakuuksia vastaan (European Central Bank, 2018a). Toinen on maksuvalmiusluoton korko, joka on muuten vastaava perusrahoitusoperaatioiden koron kanssa, mutta lainan aika on vain yhden yön ylitse (European Central Bank, 2018b). Kolmas on maksuvalmiusjärjestelmän

talletuskorko, joka maksetaan liikepankkien keskuspankille tekemille yhden yön talletuksille (European Central Bank, 2016).

Gertler ja Gilchrist (1994) esittävät tutkimuksessaan kaksi teoriaa siitä, miten taloudelliset tekijät voivat vaikuttaa rahapolitiikan vaikutuksiin lainanottajia kohtaan. Ensimmäinen näistä korostaa lainanottajien taseiden roolia ajatuksella, että pääomamarkkinoiden epätäydellisyys saa jotkin lainanottajat olemaan riippuvaisia taseensa asemasta vakuutettavissa olevan nettovarallisuuden ja luottoehtojen välisen yhteyden vuoksi. Tämä johtaa siihen, että korkojen nousu heikentää taseita suoraan vähentämällä korottomia kassavirtoja ja alentamalla vakuuksien arvoja. Tällä on taipumus kasvattaa rahapolitiikan kokonaisvaikutusta lainanottajien menoihin. Toinen teoria korostaa rahapolitiikan kykyä säädellä lainattavissa olevia varoja pankista riippuvaisille lainanottajille johtuen pankkien lakisääteisistä kassavarantovelvoitteista. Tämä tuo rahapolitiikalle lisää vipuvaikutusta pankkiriippuvaisten lainanottajien menoihin.

### **3 Yritysten ja pankkien toiminta kriiseissä**

Tässä luvussa käydään läpi aikaisempia tutkimuksia ja kirjallisuutta sekä yritysten että pankkien näkökulmasta ja tarkastellaan niiden suhdetta aikaisemmin esitettyihin teorioihin. Yritysten osalta käydään ensin läpi lyhyesti aikaisempien kriisien vaikutuksia yritysten lyhytaikaisen velan kumulatiiviseen kasvuasteeseen ja siirrytään sitten tarkastelemaan lähemmin vuoden 2008 finanssikriisin vaikutuksia. Vuoden 2008 kriisin kohdalla käydään läpi lyhytaikaisen velan kumulatiivisen kasvuasteen lisäksi pitkäaikaisen velan määrän muutoksia, yritysten kokonaisvelan ja kokonaispääoman suhdetta sekä pienten ja keskisuurten yritysten vaihtoehtoisten ulkopuolisten rahoituslähteiden käyttöä. Pankkien osalta tutkimus keskittyy niiden lainauskäytäntöihin ja marginaalikorkojen tarkasteluun.

#### **3.1 Yritysten toiminta talouskriiseissä ennen vuoden 2008 finanssikriisiä**

Kudlyak ja Sánchez (2017) tutkivat, miten erilaiset talouskriisit ja taantumaiset vaikuttaneet pienten ja suurten yritysten lyhytaikaisen velan kumulatiiviseen kasvuasteeseen vuosien 1963 ja 2014 välillä Yhdysvalloissa. He toistavat Gertlerin ja Gilchristin (1994) tekemän tutkimuksen ja jatkavat sitä ulottumaan vuoden 2008 finanssikriisiin. Tutkimuksessa on käytetty yksityisiä ja julkisen kaupankäynnin kohteena olevia teollisuusyrityksiä. Tutkijat käyttävät samoja metodeja kuin Gertler ja Gilchristin (1994) tutkimuksessa, jotta tutkimukset ovat vertailukelpoisia. Tutkimuksessa yritykset on jaettu omaisuuden määrän mukaan kahteen ryhmään: pieniksi yrityksiksi lasketaan datan ensimmäiseen neljännekseen kuuluvat yritykset ja sitä suuremmat lasketaan suuriksi yrityksiksi. Jako tehdään jokaiselle periodille erikseen ja neljänneksien perusteella tehty jako varmistaa, että pienten ja suurten yritysten määritelmä pysyy samana ajanhetkestä riippumatta.

Gertlerin ja Gilchristin (1994) tutkimuksessa huomataan, että luoton saamisen vaikeutuessa pienten yritysten lyhytaikaisen velan määrä laski välittömästi, kun taas suurilla se kasvoi. He tulkitsevat tulokset siten, että suurten yritysten on helpompi saada luottoa ja siten selvitä rahoituskriisejä seuranneista tiukoista ajoista kuin pienten yritysten. (Gertler & Gilchrist, 1994, 49.) Tämän perusteella pitkään vallitsi käsitys, että pienet yritykset ovat heikommassa asemassa rahoituskriisien aikana.

Kudlyak ja Sánchez (2017, 64) huomaavat kuitenkin tutkimuksessaan, että vuoden 2001 taantumien aikana suurten yritysten lyhytaikaisen velan kumulatiivinen kasvuaste oli epävakaampi kuin pienillä yrityksillä koko tutkittavan 12 neljännesvuosiperiodin ajanjakson aikana. Talouskriisin alettua suurten yritysten lyhytaikaisen velan kumulatiivinen kasvuaste kääntyi välittömästi negatiiviseksi. Lyhytaikaisen velan kumulatiivinen kasvuaste laski koko seuraavan 12 neljännesvuosiperiodin ajan ja putosi kriisin alkamispäivän huipustaan -35.95 prosenttia.

Samaan aikaan pienten yritysten lyhytaikaisen velan kumulatiivinen kasvuaste näytti reagoivan suurilla vähemmän shokkiin vuoden 2001 taantumien alkaessa. Pienten yritysten lyhytaikaisen velan kumulatiivinen kasvuaste kääntyi negatiiviseksi vasta viidennellä vuosineljännesperiodilla kriisin alkamisen jälkeen ja laski ensimmäisen vuosineljännesperiodin huipustaan vain -12.13 prosenttia. Aikaisempien taantumien aikana pienten yritysten lyhytaikaisen velan kumulatiivinen kasvuaste kohosi maltillisesti taantumien huipun jälkeen, mutta kääntyi negatiiviseksi keskimäärin kuuden vuosineljänneksen jälkeen. Vuoden 2001 taantumien jälkeisillä periodeilla pienten yritysten lyhytaikaisen velan kumulatiivisen kasvuasteen lasku oli kuitenkin negatiiviseksi kääntymisen jälkeen huomattavasti maltillisempi kuin aikaisemmissa taantumissa. (Kudlyak & Sánchez, 2017.)

### 3.2 Yritysten toiminta vuoden 2008 finanssikriisissä

Vuoden 2008 finanssikriisissä voidaan huomata samanlaisia piirteitä vuoden 2001 shokin kanssa: pienet yritykset reagoivat suuria myöhemmin shokkiin ja lyhytaikaisen velan kumulatiivisen kasvuasteen suhteelliset muutokset olivat huomattavasti maltillisempia kuin suurilla yrityksillä. Suurien yritysten lyhytaikaisen velan kumulatiivinen kasvuaste kääntyi laskuun vuoden 2008 toisella neljänneksellä, kun taas pienillä yrityksillä tämä tapahtui vasta melkein vuotta myöhemmin vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä. Pienten yritysten lyhytaikaisen velan kumulatiivinen kasvuaste laski shokin jälkeisestä huipustaan -19.83 prosenttia kun vastaava luku suurilla yrityksillä on -36.63 prosenttia. (Kudlyak & Sánchez, 2017, 60.) Toisin sanoen, vaikka vuosien 2001 ja 2008 kriisien vaikutus lyhytaikaisen velan kumulatiiviseen kasvuasteeseen olivat erilaiset, pienet yritykset reagoivat molemmissa shokkiin hitaammin ja suhteellisesti huomattavasti vähemmän kuin suuret yritykset.

Kudlyakin ja Sánchezin löydökset tukevat teoreettisessa viitekehyksessä esiteltyä Barlevyn (2003) teoriaa, jonka mukaan suuremmilla yrityksillä on pieniä yrityksiä parempi pääsy rahoitusmarkkinoille ja ne ovat siten myös pieniä yrityksiä riippuvaisempia ulkopuolisesta rahoituksesta. Tällöin suuret yritykset ovat myös pieniä yrityksiä alttiimpia talouskriisien aiheuttamille shokeille, joiden seurauksena rahoituksen saaminen muuttuu vaikeammaksi ja se on kalliimpaa. Kudlyak ja Sánchez (2017) toteavat tutkimuksessaan, että vuoden 2008 finanssikriisin aiheuttamat shokit levisivät epätyypillisesti pääasiassa suurten, eli yleensä taloudellisesti vähemmän riippuvaisten, yritysten kautta. Pitkään voimassa ollut käsitys siitä, että pienet yritykset kärsivät suuria enemmän talouden shokeista ei sovi Kudlyakin ja Sánchezin (2017) vuoden 2008 finanssikriisistä saamiin tuloksiin. Mahdolliseksi syyksi tähän Kudlyak ja Sánchez (2017) ehdottavat, että yritykset päättivät vähentää velkaantumistasettaan vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen huonojen tulevaisuuden näkymien takia. Teoreettisessa viitekehyksessä esitellyn rahoituksen kysynnän ja tarjonnan kehikossa tämä muutos näkyy kysyntäkäyrän siirtymisenä vasemmalle, jolloin rahoituksen määrä ja korko laskevat.

Demirgüç-Kunt ym. (2020) tekivät laajan tutkimuksen, jossa he vertailevat yritysten pääomarakenteen muutoksia vuoden 2008 finanssikriisin alkaessa ja välittömästi sen jälkeen. Tutkimuksessa vertaillaan velallisia pieniä ja keskisuuria yrityksiä, pörssiin listautuneita yrityksiä ja suuria yrityksiä, jotka eivät olleet listautuneet pörssiin. Tutkimuksessa käytetty data on peräisin 75 eri valtiosta ja pitää sisällään lähes 280 000 yritystä. Myös Demirgüç-Kunt ym. (2020) nostavat esille sen seikan, että pörssilistautuneet yritykset ovat tyypillisesti suurempia kuin muut yritykset ja niillä on siten huomattavasti helpompi pääsy markkinaehtoisen rahoituksen pariin. Lisäksi suuret yritykset, tässä tapauksessa pörssiyritykset, pystyvät hyödyntämään useita rahoituksen tarjoajia sekä erityisesti joukkovelkakirjalainoja, joilla ne voivat korvata pankkien tarjoamaa rahoitusta. Vastaavasti pienet listautumattomat yritykset puolestaan arvostavat joustavuutta taloudessaan ja rahoituksessaan talouskriisien aikana johtuen suppeammasta määrästä vaihtoehtoja rahoituslähteiden osalta.

Demirgüç-Kunt ym. (2020) huomaavat tutkimuksessaan, että vuoden 2008 finanssikriisin alkamisen jälkeen pitkäaikaisen velan määrä, yritysten velan ja oman pääoman suhde ja velkojen laina-ajat laskivat niillä yrityksillä, jotka käyttivät pitkäaikaista velkarahaa rahoituksessaan ennen kriisiä. Merkittävää on, että muutokset olivat huomattavissa sekä kehittyneissä maissa että kehittyvissä maissa, mukaan lukien maissa, jotka eivät suoraan kokeneet pankkikriisiä. Tutkimuksen mukaan yritysten kokonaisvelan määrä sekä pitkäaikaisen velan määrä suhteessa lyhytaikaiseen velkaan laskivat kriisin jälkeen kaikissa eri tulotason maissa sekä yrityskokoluokissa.

Demirgüç-Kuntin ym. (2020) tutkimuksen mukaan kokonaisvelan ja oman pääoman suhde sekä pitkäaikaisen velan ja kokonaisvelan suhteen lasku oli erityisen voimakasta pörssiin listautumattomilla yrityksillä, sisältäen pienet ja keskisuuret yritykset, mutta myös suuret listautumattomat yritykset. Sitä vastoin pörssilistautuneiden yritysten kohdalla he löysivät heikompia tuloksia merkittävästä velkaantumisasteiden ja laina-aikojen laskusta.

Tutkimus osoittaa myös, että erityisesti matalan- ja keskitulotason maissa vaikutus oli korkean tulotason maita merkittävämpi. Kriisin jälkeen velan suhde kokonaispääomaan laski kehittyneissä maissa 3 prosenttia, kun taas kehittyvissä maissa vastaava luku oli lähes 8 prosenttia. Suuri osa velan ja kokonaispääoman suhteen laskusta johtui pitkäaikaisen velan määrän laskusta. Pitkäaikaisen velan ja kokonaisvelan suhde laski kehittyneissä maissa 2.5 prosenttia ja kehittyvissä maissa 9 prosenttia. Matala- ja keskitulotasoisissa maissa pienten ja keskisuurten yritysten velan suhde kokonaispääomaan laski merkittävästi, jopa 4 prosenttia enemmän suuriin yrityksiin verrattuna. (Demirgüç-Kunt ym., 2020.)

Tutkimuksen tulokset viittaavat siihen, että jos valtiolla on kehittynyt rahoitusjärjestelmä, vahva institutionaalinen ja säännelty rahoitusympäristö, se vähentää epävakaan taloustilanteen ja rahoitusmarkkinoiden negatiivisia vaikutuksia niin pörssilistattujen kuin listautumattomienkin yritysten kohdalla (Demirgüç-Kunt ym., 2020). Tutkimuksen perusteella voidaan todeta, että kriisi vaikutti erityisesti pörssiin listautumattomien yritysten velkarakenteeseen negatiivisesti. Pienet ja keskisuuret yritykset olivat suuria heikommassa asemassa ulkopuolisen rahoituksen kannalta vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen.

Tutkimuksen tulokset tukevat Brunnermeierin ja Oehmken (2013) teoriaa, sillä yrityksen koosta tai maasta riippumatta ne vähensivät velkansa määrää. Erityisesti pitkäaikaisen velan määrä laski enemmän suhteessa kokonaisvelkaan. Tutkimuksen tuloksien perusteella voidaan myös huomata, että suuret ja erityisesti pörssiin listautuneet yritykset laskivat velkansa määrää vähemmän listautumattomiin yrityksiin verrattuna. Tämä johtui mahdollisesti niiden laajemmasta pääsystä erilaisten rahoitusratkaisujen, esimerkiksi markkinaehtoisen rahoituksen pariin, kuten Demirgüç-Kunt ym. (2020) toteavat. Tämä tukee myös Barlevyn (2003) teoriaa suurien yritysten helpomman pääsyn osalta, mutta ei sen osalta, että ne olisivat kärsineet enemmän kriisin seurauksista rahoituksen saatavuuden kannalta.

Teoreettinen tutkimus (Petersen & Rajan, 1994, 1995; Biais & Gollier, 1997; Burkart & Ellingsen, 2004) viittaa siihen, että rahan saatavuuden ollessa



suhteellisen rajoittamatonta, kaikki yritykset käyttävät mieluiten suhteellisen edullista pankkien tarjoamaa rahoitusta. Pankkien tarjoaman rahoituksen saamisen muuttuessa vaikeammaksi yrityksillä havaitaan olevan taipumus korvata pankkien tarjoamaa luotonantoa kauppaluotoilla. (ks. Casey & O'Toole, 2014, 174.)

Casey ja O'Toole (2014) tutkivat pienten ja keskisuurten yritysten vaihtoehtoja ulkopuolisen rahoituksen lähteiden osalta silloin, kun pankkien tarjoamat lainat eivät ole niille suotuisia tai mahdollinen vaihtoehto. Tutkimuksessa käytetty data kattaa 11 valtiota Euroopassa. Tutkimuksessa eritellään yritykset kahteen luokkaan: pankin rajoittamiin (jatkossa luottorajoitetut) yrityksiin eli niiden lainahakemukset saivat hylkäävän päätöksen pankilta ja itserajoitaviin yrityksiin eli niihin, jotka kieltäytyivät ottamasta lainaa pankilta sen korkeiden kustannusten johdosta. Tutkimuksessa esille tuodut vaihtoehtoiset luoton ja rahoituksen lähteet ovat kauppaluotto eli käytännössä maksuaika tehdylle kaupalle, epäviralliset lainat, lainat osakkeenomistajilta, lainat toisilta yrityksiltä, rahoitusmarkkinat ja valtion tukirahat.

Tutkimuksen mukaan luottorajoitetut yritykset käyttävät kauppaluottoja 9 prosenttia todennäköisemmin kuin ne, jotka saivat lainaa pankilta. Muita vaihtoehtoisia rahoituslähteitä tarkasteltaessa luottorajoitetut yritykset käyttivät 4.5 prosenttia todennäköisemmin epävirallisia lainoja, lainoja toisilta yrityksiltä tai lainoja osakkeenomistajilta. Tutkimuksessa ei löydetty viitteitä siitä, että luottorajoitetut yritykset olisivat turvautuneet markkinaehtoiseen rahoitukseen. Itserajoittavien yritysten kohdalla puolestaan tutkijat eivät löytäneet tilastollisesti merkitsevää näyttöä siitä, että ne olisivat lisänneet kauppaluottojen käyttöä kieltäytyessään pankin tarjoamasta lainasta. Itserajoittavat käyttivät kuitenkin 7.9 prosenttia todennäköisemmin epävirallisia lainoja, lainoja toisilta yrityksiltä tai lainoja osakkeenomistajilta. (Casey & O'Toole, 2014, 190.)

Mielenkiintoisena tuloksena tutkijat huomaavat tutkimuksessaan negatiivisen korrelaation sekä luottorajoitettujen että itserajoittavien yritysten ja valtion tukirahojen hyödyntämisen kanssa. Toisin sanoen luottorajoitetut ja itserajoittavat yritykset hyödynsivät pienemmällä todennäköisyydellä valtion

tarjoamia tukirahoja kuin ne yritykset, jotka hyödynsivät pankin tarjoamaa lainaa. Tutkijat ehdottavat kahta mahdollista syytä tukirahojen vähentyneeseen käyttöön. Ensinnäkin saattaa olla, että pienille ja keskisuurille yrityksille suunnatut tukirahat eivät ole oikein suunnattu saavuttaakseen ne yritykset, jotka todellisuudessa kohtaavat rajoituksia luotonsaannissaan. Toisaalta tutkijat huomauttavat olevan mahdollista, että yritykset, joiden lainahakemus hylätään tai yritykset, jotka kieltäytyvät siitä korkeiden kustannusten takia, eivät myöskään hae kyseisiä tukirahoja. (Casey & O'Toole, 2014, 190.)

### 3.3 Pankkien toiminta vuoden 2008 finanssikriisissä

Vuoden 2008 finanssikriisin seurauksena kaiken tyyppisten pankkien myöntämien uusien lainojen määrä laski (Ivashina & Scharfstein, 2010). Osittain syynä saattaa olla yritysten laskenut rahoituksen kysyntä niiden laskiessa tuotantotasoa taantuman seurauksena. Ivashina ja Scharfstein (2010) kuitenkin osoittavat, että uusien lainojen määrän laskuun on ollut osallisena myös pankkien vähentynyt tarjonta. Teoreettisessa viitekehyksessä esiteltiin Pohjolan (2012) teoria rahoituksen kysynnän ja tarjonnan vaikutuksesta korkoon ja rahoituksen määrään. Sen perusteella pankkien laskiessa rahoituksen tarjontaa korko nousee tarjontakäyrän siirtyessä vasemmalle. Tämä vähentää rahoituksen määrää sen kustannusten noustessa lainanottajille. Ivashinan ja Scharfsteinin (2010) tutkimuksen mukaan vuoden 2008 finanssikriisi oli erityisen ongelmallinen, koska samaan aikaan taantuman kanssa oli käynnissä pankkikriisi. Vaikka rahan kysyntä olisi laskenut joka tapauksessa, rahan kysyntä olisi todennäköisesti laskenut vähemmän, mikäli vähentyneellä tarjonnalla ei olisi ollut nostavaa vaikutusta korkoihin.

Sääskilahti (2016) huomaa tutkimuksessaan saman vaikutuksen kuin Ivashina ja Scharfstein (2010) myös Suomessa OP-Pohjola Groupin datan perusteella. Pankin pienyrityksille tarjoamien uusien yrityslainojen määrä laski jyrkästi heti vuoden 2008 kriisin alettua. Vastaavasti pankin tarjoamien yrityslainojen keskimääräiset marginaalit lähtivät samaan aikaan jyrkkään nousuun.

Keskimääräiset marginaalit nousivat kriisin alkamisen jälkeen 1.29 prosentista 1.58 prosenttiin eli kasvu oli yli 22 prosenttia. Vaikka kriisin seurauksena keskimääräinen lainanottajien maksama kokonaiskorko laski keskuspankkien ohjauskorkojen romahduksen myötä, pankin tarjoamien lainojen keskimääräinen marginaalikorko siis kuitenkin nousi. (Sääskilahti, 2016.) Marginaalikoron nousun takia ohjauskorkojen lasku ei välittynyt täysin uusille lainanottajille. Vaikka tutkimuksessa käytetty data on peräisin vain yhdeltä pankilta, voidaan olettaa vastaavanlaisen marginaalikorkojen nousun tapahtuneen myös muissa suomalaisissa pankeissa. Teoreettisessa viitekehyksessä esiteltyjä ohjauskorkoja laskemalla keskuspankit pyrkivät helpottamaan nimenomaan lainanottajien tilannetta. Pankkiriippuvaisten yritysten ei siis tulisi kärsiä rahoituksen saatavuuden heikkenemisestä niin paljon keskuspankkien harjoittaessa tätä rahapolitiikkaa.

Sääskilahti (2016) käyttää tutkimuksessaan kahta mittaria pankkien kilpailutilanteen mittaamiseen. Ensimmäinen on Herfindahl-Hirschman indeksi, joka perustuu osuuspankkien sivukonttorien määrään niiden pääasiallisella toiminta-alueella. Toinen on Lerner indeksi, joka kuvastaa marginaalikustannusten ja hintojen välistä eroa. Tutkimuksessa todetaan, että paikallisesti kovemman kilpailun alla olevien pankkien marginaalikorot nousivat enemmän ja uusien pienten yrityslainojen määrät laskivat enemmän kuin vähemmän kilpailullisilla markkinoilla olevien pankkien. Keskimääräisten marginaalikorkojen nousu oli lähes kaksinkertainen kovimman kilpailun alaisena olevilla pankeilla verrattuna vähiten kilpailullisilla markkinoilla oleviin pankkeihin. Sääskilahti (2016) tuo tutkimuksessaan kuitenkin esille, että kilpailullisemmilla markkinoilla toimivien pankkien marginaalikorot olivat ennen kriisiä matalammalla tasolla kuin vähemmän kilpailullisilla markkinoilla toimivien pankkien.

Pienet yritykset ovat vähemmän läpinäkyviä kuin suuret yritykset niin taloustilanteensa kuin muuta yrityksen tilannetta koskevan informaationsa osalta. Tästä syystä ne turvautuvat suuria enemmän paikallisiin pankkeihin ulkopuolisen rahoituksen saamiseksi, sillä pienten yritysten on vaikeampaa hakea rahoitusta muualta. (Sääskilahti, 2016, 37-38.) Tämän mukaan pienten yritysten

rahoituksen saaminen olisi muuttunut vaikeammaksi kriisin jälkeen suhteessa suuriin yrityksiin.

Sääskilahden (2016) löydökset eivät sovi Kudlyakin ja Sánchezin (2017) tutkimuksen tuloksiin sen suhteen, että Sääskilahden (2016) tutkimuksen mukaan pienet yritykset ovat rahoituksen saatavuuden kannalta suuria yrityksiä vaikeammassa tilanteessa finanssikriisin jälkeen. Barlevyn (2003) teorian mukaan suuret yritykset ovat kuitenkin pieniä yrityksiä riippuvaisempia ulkopuolisesta rahoituksesta. Kudlyakin ja Sánchezin (2017) tutkimuksen mukaan tämä pitää paikkansa. Toisin sanoen on siis mahdollista, että vaikka pienten yritysten tilanne rahoituksen saamisen ja sen hinnan kannalta on suuria yrityksiä heikompi, ne eivät välttämättä kärsi siitä samassa suhteessa, koska ovat siitä vähemmän riippuvaisia.

## 4 Yhteenveto ja johtopäätökset

### 4.1 Yhteenveto

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli selvittää, kuinka rahoituksen saatavuus muuttui vuoden 2008 finanssikriisin seurauksena pienillä ja suurilla yrityksillä. Tutkimuksessa esiteltiin aiheeseen liittyviä teorioita ja peilattiin niihin empiirisistä tutkimuksista saatuja tuloksia. Tutkimuksien valinnassa pyrittiin huomioimaan laajasti eri osa-alueita ja näkökulmia aihepiirin ympäriltä. Tuloksien perusteella muodostettiin kokonaiskuva yritysten tilanteesta pankkien tarjoaman rahoituksen saatavuuden kannalta.

Yritysten kokonaisvelan määrä sekä pitkäaikaisen velan määrä suhteessa lyhytaikaiseen velkaan laskivat kriisin jälkeen kaikissa eri tulotason maissa sekä yrityskokoluokissa (Demirgüç-Kunt ym., 2020). Erityisesti kokonaisvelan ja oman pääoman suhde sekä pitkäaikaisen velan ja kokonaisvelan suhteen lasku oli voimakkainta pörssiin listautumattomilla yrityksillä niiden kokoluokasta riippumatta. Kokonaisuutena pienten ja keskisuurten yritysten pitkäaikaisten velkojen määrän suhteelliset muutokset olivat kuitenkin merkittävämpiä kuin suurten yritysten.

Vuoden 2008 kriisissä pienet yritykset reagoivat suuria myöhemmin kriisin aiheuttamaan shokkiin lyhytaikaisen velan osalta. Pienten yritysten lyhytaikaisen velan kumulatiivinen kasvuaste kääntyi negatiiviseksi lähes vuoden myöhemmin suuriin verrattuna. Lisäksi suurten yritysten lyhytaikaisen velan kumulatiivinen kasvuaste laski huipustaan lähes kaksinkertaisen määrän verrattuna pieniin yrityksiin. (Kudlyak & Sánchez, 2017.)

Vuoden 2008 finanssikriisin alkamisen jälkeen pankkien myöntämien uusien yrityslainojen määrä laski johtuen niin tarjonnan kuin kysynnänkin laskusta (Ivashina & Scharfstein, 2010). Kovan kilpailun markkinoilla toimivat pankit nostivat marginaalikorkojaan enemmän kuin vähemmän kilpailullisilla

markkinoilla toimivat pankit. Tämä nosti suhteellisesti enemmän lainojen kustannuksia pienille yrityksille kuin suurille, koska pienet yritykset joutuvat turvautumaan enemmän paikallisiin pankkeihin rahoituksen tarjoajien osalta. Syynä tähän on se, että niillä on suuria yrityksiä heikommat mahdollisuudet käyttää muita rahoituslähteitä, koska pienet yritykset ovat informaationsa osalta vähemmän läpinäkyviä. (Sääskilahti, 2016.)

## 4.2 Johtopäätökset

Tutkimuksen alussa esiteltiin tutkimuskysymys:

- Kuinka vuoden 2008 finanssikriisi vaikutti pienten ja suurten yritysten rahoituksen saatavuuteen?

Vastaus tutkimuskysymykseen ei ole yksiselitteinen. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että uusien lainojen määrät vähenivät niin kysynnän kuin tarjonnankin laskusta johtuen. Niin pienten kuin suurtenkin yritysten tapauksessa rahoituksen saatavuus heikkeni vuoden 2008 finanssikriisin alkaessa. Tutkimuksen tulosten perusteella vaikuttaa siltä, että pienten yritysten kohdalla pankin tarjoamien lainojen saatavuus heikkeni enemmän kuin suurilla yrityksillä. Pienet yritykset eivät kuitenkaan välttämättä kärsineet pankkien tarjoaman lainan saannin vaikeutumisesta samassa suhteessa kuin suuret yritykset, koska pienet ovat siitä vähemmän riippuvaisia. Finanssikriisin aikana pitkäaikaisten lainojen määrä väheni erityisesti pienillä yrityksillä. Suuret yritykset puolestaan reagoivat vahvemmin lyhytaikaisten lainojen kohdalla, koska niiden lyhytaikaisen velan kumulatiivinen kasvuaste laski enemmän kuin pienillä yrityksillä. Kuten aiheesta esitetyt teorialtkin ennustavat, pienet ja keskisuuret yritykset eivät turvautuneet markkinaehtoiseen rahoitukseen pankkien tarjoamien lainojen ehtojen tiukentuessa ja saatavuuden heikentyessä. Sen sijaan pienet yritykset turvautuivat todennäköisemmin epävirallisiin lainoihin, lainoihin toisilta yrityksiltä tai lainoihin osakkeenomistajilta. Mikroyritysten kohdalla nämä tarkoittavat

monesti lainoja perheenjäseniltä tai yrittäjän itsensä antamaa rahoitusta yritykselleen.

### **4.3 Tutkimuksen rajoitteet ja jatkotutkimusmahdollisuudet**

Tutkimuksessa ei huomioitu vaihtoehtoisten rahoituslähteiden käyttöä suurien yritysten tapauksessa ja pienien ja keskisuurten yritystenkin kohdalla melko suppeasti. On mahdollista, että suuret yritykset korvasivat pankkien tarjoamia lyhytaikaisia lainoja muilla rahoituslähteillä riippumatta pankkien vähentyneestä tarjonnasta tai lainaehtojen tiukentumisesta. Tutkimusta voisikin jatkaa ja kehittää juurikin huomioimalla laajemmin erilaisia rahoituslähteitä niin pienten kuin suurtenkin yritysten kohdalla. Vaikka pankit ovat rahoituksen tarjoajien asemassa hyvin keskeisessä roolissa ja joillekin yrityksille käytännössä ainoa mahdollinen vaihtoehto, rahoituksen saatavuuden kannalta myös muut vaihtoehdot tulee huomioida arvioitaessa rahoituksen saatavuutta kokonaisuutena. Toisena huomioina aiheen jatkotutkimusta ajatellen on, että yrityksen koko ei välttämättä ole hyvä jaottelun periaate ainakaan yksinään. Yritysten tilanteet, toimintaympäristö ja toimiala vaikuttavat merkittävästi niiden mahdollisuuksiin käyttää erilaisia rahoituslähteitä.

## Lähdeluettelo

- Barlevy, G. (2003). Credit market frictions and the allocation of resources over the business cycle. *Journal of Monetary Economics*, 50(8), 1795-1818. doi:10.1016/j.jmoneco.2002.11.001
- Biais, B., & Gollier, C. (1997). Trade credit and credit rationing *Oxford University Press / USA*. doi:10.1093/rfs/10.4.903
- Brunnermeier, M. K., & Oehmke, M. (2013). The maturity rat race. *The Journal of Finance*, 68(2), 483-521. doi:10.1111/jofi.12005
- Burkart, M., & Ellingsen, T. (2004). In-kind finance: A theory of trade credit *American Economic Association*. doi:10.1257/0002828041464579
- Casey, E., & O'Toole, C. (2014). Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 27(C), 173–193. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.05.001>
- Demirgüç-Kunt, A., Martinez Peria, M., & Tressel, T. (2020). The global financial crisis and the capital structure of firms: Was the impact more severe among SMEs and non-listed firms? *Journal of Corporate Finance*, 60. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101514>
- Dick, C. D., Schmeling, M., & Schrimpf, A. (2013). Macro-expectations, aggregate uncertainty, and expected term premia. *European Economic Review*, 58, 58-80. doi:10.1016/j.euroecorev.2012.11.005
- European Central Bank (2016). What is the deposit facility rate? Viitattu 13.4.2020. <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-the-deposit-facility-rate.en.html>.
- European Central Bank (2018a). What is the main refinancing operations rate? Viitattu 13.4.2020. <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/mro.en.html>.
- European Central Bank (2018b). What is the marginal lending facility rate? Viitattu 13.4.2020. [https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/marginal\\_lending\\_facility\\_rate.en.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/marginal_lending_facility_rate.en.html).
- Gertler, M., & Gilchrist, S. (1994). Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(2), 309-340. doi:10.2307/2118465
- Gürkaynak, R. S., & Wright, J. H. (2012). Macroeconomics and the term structure. *Journal of Economic Literature*, 50(2), 331-367. doi:10.1257/jel.50.2.331



- Ivashina, V., & Scharfstein, D. (2010). Bank lending during the financial crisis of 2008. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 319-338.  
doi:10.1016/j.jfineco.2009.12.001
- Kudlyak, M., & Sánchez, J. M. (2017). Revisiting the behavior of small and large firms during the 2008 financial crisis. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 77, 48-69. doi:10.1016/j.jedc.2017.01.017
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *Journal of Finance*, 49(1), 3-37.  
doi:10.1111/j.1540-6261.1994.tb04418.x
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1995). The effect of credit market competition on lending relationships *Oxford University Press / USA*.  
doi:10.2307/2118445
- Pohjola, M. (2012). *Taloustieteen oppikirja* (7. uud. p.). Helsinki: Sanoma Pro.
- Sääskilahti, J. (2016). Local bank competition and small business lending after the onset of the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, 69, 37-51.  
doi:10.1016/j.jbankfin.2016.04.004