

**PÄÄOMASIJOTUSTOIMINNAN TUOTOT JA
TOIMINTAEDELLYTYKSET:
SUOMEN JA YHDYSVALTOJEN VÄLISET EROT**

Kansantaloustiede
Pro Gradu-Tutkielma
Taloustieteiden laitos
Tampereen yliopisto
22.4.2008
Lauri Rekola

TIIVISTELMÄ

Tampereen Yliopisto, Taloustieteen laitos; kansantaloustiede

Tekijä: Lauri Rekola
Tutkielman nimi: Pääomasijoitustoiminnan tuotot ja toimintaedellytykset: Suomen ja Yhdysvaltojen väliset erot.
Pro Gradu-tutkielma: 71 sivua
Aika: Huhtikuu 2008
Avainsanat: Pääomasijoittaminen, tuottotutkimus, lainsäädäntö, verotus, kasvuyritykset, yrittäjyyskulttuuri.

Yksityiset pääomasijoitukset ovat tärkein rahoitusmuoto voimakkaasti kasvaville korkean teknologisen tason yrityksille. Näiden yritysten pitää panostaa voimakkaasti tuotekehitykseen ja tuotteidensa kaupallistamiseen, mutta niiden mahdollisuudet käyttää perinteisiä rahoitusmenetelmiä kuten pankkilainaa ja julkisia osakeanteja ovat rajalliset. Tällaisessa tilanteessa pääomasijoittajan ottaminen mukaan osaomistajaksi on hyvä ratkaisu sekä rahoituksen näkökulmasta, että liiketoiminnallisesti, sillä yrittäjä saa tällöin käyttöönsä myös liikkeenjohdollista asiantuntemusta.

Yhdysvalloissa pääomasijoittaminen on ollut jo vuosikymmeniä yhteiskunnallisesti merkittävä ilmiö. Se on ollut mukana tukemassa useiden teknisten innovaatioiden ja liikeideoiden kasvua, joista olennaisimpana tietotekniikka kaikkine osa-alueineen. Eurooppa ja Suomi sen mukana ovat alan kehityksen ja tuottoisuuden kannalta perässähihtäjän asemassa, vaikkakin toiminnan volyymit ovat kasvaneet myös täällä. Pääomasijoittamiselle ja kasvuyritysten kehitystoiminnalle on selkeä yhteiskunnallinen tilaus, jota ei julkisilla toimintamalleilla pystytä kunnolla täyttämään. Tämän vuoksi on erittäin toivottavaa, että Suomalainen pääomasijoittaminen jatkaa kasvuaan ja että pystymme houkuttelemaan lisää ulkomaisia toimijoita maahamme.

Pyrin tutkielmassani selvittämään ja erittelemään niitä seikkoja ja eroja, mitkä vaikuttavat pääomasijoittamisen tuottoisuuteen ja toimintaedellytyksiin Suomessa ja Yhdysvalloissa. Hyvät toimintaedellytykset tällaiselle toiminnalle muodostuvat useista erilaisista aihekokonaisuuksista ja osa-alueista, joista tässä keskitytään verotukseen, yritystoimintaa koskettavaan lainsäädäntöön ja rahoitusjärjestelmän eroihin. Tarkastelen myös yhteiskunnallisen ilmapiirin ja yrittäjyyskulttuurin eroja ja vaikutusta menestyvän pääomasijoitustoiminnan ja kasvuyrittämisen syntyyn.

SISÄLLYS

1. JOHDANTO	4
1.1 SUOMALAISEN YRITYSRAHOITUSJÄRJESTELMÄN MUUTOS JA PÄÄOMASIOITUSTOIMINNAN KASVU	4
1.2. TUTKIMUSONGELMA JA TUTKIMUKSEN TAVOITTEET	5
1.3. TUTKIMUSMETODOLOGIA.....	6
1.4. TUTKIELMAN RAKENNE	6
2. PÄÄOMASIOITUSTOIMINNAN TAUSTAA	7
2.1. PÄÄOMASIOITAMINEN	7
2.2. ERITYYPPISET PÄÄOMASIOITTAJAT	7
2.2.1. Yksityinen pääomasijoittaminen	7
2.2.2. Julkinen pääomasijoittaminen	8
2.2.3. Strateginen pääomasijoittaminen.....	8
2.3. PÄÄOMASIOITAMISEN HISTORIAALLINEN KEHITYS	9
2.4. LIMITED PARTNERSHIP – MUOTOINEN YHTIÖJÄRJESTYS.....	11
2.4.1. Yhdysvaltalainen malli	11
2.4.2. Suomalainen malli	11
2.4.3. Limited partnership-sopimus ja päämies-agenttisuhde.....	12
2.5 KOMPENSAATORAKENNE PÄÄOMASIOITUSRAHASTOSSA	13
2.6. AGENTTUURIONGELMAT.....	14
2.6.1. Pääomasijoitusyhtiön ja Varsinaisen rahoittajan välinen suhde.....	14
2.6.2. Pääomasijoittajan ja kohdeyrityksen välinen suhde	15
2.6.3. Vaiheistettu rahoitus	16
2.7. PÄÄOMASIOITUSPROSESSI.....	18
3. TUTKIMUSONGELMA JA AIKAISEMPI TUTKIMUS	23
3.1. KYSYMYKSENASETTELU JA AIKAISEMMAT TUTKIMUKSET	23
3.2. TOTEUTUNEET TUOTOT – KATSAUS SUOMEEN JA YHDYSVALTOIHIN	26
3.3. TILASTOTIETOJA PÄÄOMASIOITAMISESTA SUOMESSA JA YHDYSVALLOISSA	28
4. MAIDEN VÄLISET INSTITUTIONAALISET EROT	35
4.1. LAINSÄÄDÄNNÖLLISET EROT	35
4.2. VEROTUKSEN EROT	38
4.3. EROT RAHOITUSMARKKINOIDEN RAKENTEISSA JA TOIMINNASSA.....	41
4.3.1. Erot sijoitusten realisointimahdollisuuksissa – toimivien osakemarkkinoiden merkitys	41
4.3.2. Rahan tarjonnan ja kysynnän vaihteluiden vaikutus pääomasijoitusten tuottoihin.....	44
5. YHDYSVALTOJEN JA SUOMEN VÄLISET KULTTUURIEROT	47
5.1. EROT MAIDEN INNOVAATIOJÄRJESTELMISSÄ.....	47
5.1.1. Kasvuyritystoimintaa tukevat julkiset organisaatiot.....	47
5.1.2. Innovaatiokeskittymät ja verkostoituminen	51
5.2. EROT PÄÄOMASIOITTAJIEN LAADUSSA MAIDEN VÄLILLÄ.....	54
5.3. EROT KOHDEYRITYSTEN LAADUSSA MAIDEN VÄLILLÄ	58
5.4. ASENTEIDEN VAIKUTUS	61
5.4.1. Yleistä	61
5.4.2. Suomalaisen yrittäjyyden paradoksi	63

6.JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO.....	65
LÄHTEET:.....	67
LIITTEET:.....	73

1. JOHDANTO

1.1 Suomalaisen yritysrahoitusjärjestelmän muutos ja pääomasijoitustoiminnan kasvu

Vuonna 1987 Suomessa oltiin tilanteessa, jossa taloudellista sääntelyä oli purettu varsin nopealla tahdilla muutamien edeltävien vuosien aikana. Luotonanto oli vapautunut ja tästä johtuen yritysten käytössä olevat rahoitusmahdollisuudet laajentuneet siten, että rahoituksen saatavuus ei ollut enää ongelma. Rahoituskanavana toimi silti edelleen pääosin perinteinen pankkijärjestelmä. Yksityisistä lähteistä tuleva pääoma oli hyvin vähäistä ja sen hyväksikäyttö edellytti yritykseltä tai yrittäjältä huomattavan hyviä epämuodollisia verkostoja rahan lähteisiin, jotka Suomen tapauksessa olivat lähinnä varakkaita yksityishenkilöitä tai säätiöitä. 1980-luvun lopulla tosin perustettiin lukuisia nykyisten pääomasijoitusyhtiöiden esiasteita eli sijoitusyhtiöitä, joiden osuus yritysrahoitukseen kanavoituneesta kokonaispääomasta oli kuitenkin marginaalinen.

Kymmenen vuotta myöhemmin, 1997, maa oli jo hyvää vauhtia toipumassa vuosikymmenen alun lamasta ja rahoituskriisistä, johon huikeasti kasvanut luotonanto ja puutteelliset riskienhallintavälineet olivat osaltaan vaikuttaneet. Laman alla perustetuista pääomasijoitusyhtiöistä valtaosa oli lopettanut toimintansa, mutta osa oli kasvanut ja ehtinyt vakiinnuttaa itselleen kohtuullisen merkittävän aseman vaihtoehtoisen rahoituksen lähteenä. Seuraavien vuosien aikana suomalaisiin pääomasijoitusrahastoihin virranneen rahan määrä kasvoi erittäin merkittävästi ja se toimi hyvin tärkeänä tekijänä vuosituhannen vaihteeseen sijoittuneessa informaatioteknologian kasvubuumin rahoituksessa. 2000-luvun alusta melkein näihin päiviin asti vallinneesta alhaisesta korkotasosta johtuen myös pääomasijoittamisen kuva ja asema yhteiskunnassa on kokenut selkeän murroksen. Aiemmin omalla pääomallaan kohdeyrityksiä rahoittaneet yhtiöt ovat halvan rahan maailmassa siirtyneet velkarahoitteisiin yritysostoihin, jolloin sijoitusten koot ovat kasvaneet huomattavasti ja yhä suurempia yrityksiä ostetaan pois julkisesti noteeratuilta markkinoilta. Tämä ilmiö on korostunut maailmalla Suomea voimakkaammin, sillä lähes viikoittain uutisoidaan erittäin merkittävien ja markkina-arvoiltaan jopa kymmenien miljardien suuruisten yhtiöiden ostoista, josta hyvänä esimerkkinä toimii Daimlerin pääomasijoitusyhtiö Cerberukselle myymä Chrysler. Tämä kehityssuunta on osin vaikuttanut perinteiseen pääomasijoittamiseen eli pienten, mutta voimakkaasti kasvavien yritysten tukeminen niin taloudellisesti kuin liikkeenjohdollisesti. Perinteinen varhaisen kasvuvaiheen yrittäjiin

keskittyvä pääomasijoittaminen on viime vuosina jäänyt vähemmälle huomiolle ja kärsinyt hienoisesta kriisistä ja tuottavuusongelmista, joihin julkisessa keskustelussa on tarjottu erilaisia selityksiä kuten yritysten kasvuhaluttomuutta tai huonoa tietoisuutta tarjolla olevista mahdollisuuksista. Tähän toimialalla vallitsevaan hienoiseen paikallaan polkemiseen tuskin on yhtä kaiken kattavaa syytä tai selitystä vaan Suomen tapauksessa asiaan vaikuttavat monet erilaiset ja hankalasti identifioitavissa olevat seikat ja käyttäytymismallit.

1.2. Tutkimusongelma ja tutkimuksen tavoitteet

Pääomasijoittaminen on käsitteenä laaja pitäen sisällään puhtaan rahoituksen välittämisen lisäksi paljon liiketoiminnan kehittämiseen ja kohdeyrityksen strategiseen kumppanuuteen liittyviä toimintoja. Pääomasijoittaja ottaa usein aktiivisesti osaa yrityksen johtamiseen ja on mukana päättämässä siitä mihin suuntaan yritystä tulevaisuudessa viedään. Alaa käsittelevässä tutkimuksessa on vallalla konsensus, jonka mukaan tämä toiminta on kehittyneintä, laajinta ja organisoituneinta Yhdysvalloissa ja että ero seuraavana tulevaan Eurooppaan on merkittävä. Euroopan maiden keskuudessa Suomi on kehittynyt varsin myöhään, mutta nykyisin olemme eurooppalaisittain varsin hyvää keskitasoa kun mittarina käytetään pääomasijoitustoimialan sijoitusvarallisuutta suhteessa BKT:hen ja asukasluukuun. Yhdysvaltoihin verrattuna kotimaamme on kuitenkin altavastaajan asemassa sekä toiminnan volyymien, että tuottoisuuden suhteen.

Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää mitä eroja suomalaisen ja yhdysvaltalaisen pääomasijoittamisen välillä on ja mitkä niistä vaikuttavat toimialan kasvuun tuottavuuteen ja mitkä eivät.

1.3. Tutkimusmetodologia

Pääomasijoittamisen tutkimisen yksi hankaluuksista on luotettavan aineiston saatavuus. Yksittäiset toimijat eivät käytännössä luovuta tietoja tuottohistoriastaan eivätkä salkkujensa rakenteista. Maksullista aineistoa on saatavilla erilaisista kaupallisista tietokannoista, kuten Venture One tai VentureEconomics. Taloudellista syistä johtuen päädyin tutkielmassani institutionaaliseen lähestymistapaan pyrkien tarkastelemaan aihetta olemassa olevan niin laadullisen kuin numeerisenkin tutkimustiedon varassa.

1.4. Tutkielman rakenne

Luvussa kaksi esitellään pääomasijoittaminen yleisellä tasolla. Kappaleessa käsitellään toiminnan historiaa ja kehitystä eri maissa, sekä perehdytään erityyppisiin toimijoihin ja tarkastellaan varsin laajasti pääomasijoitusrahastojen hallintoa muun muassa agentuuriongelman näkökulmasta. Kolmannessa luvussa esitellään ja perustellaan varsinainen tutkimusongelma ja esitellään tarkemmin aikaisempaa tuottotutkimusta sekä tilastotietoja pääomasijoittamisesta. Neljännessä luvussa tarkastellaan Suomen ja Yhdysvaltojen välisiä institutionaalisia ja rakenteellisia eroja muun muassa lainsäädännön ja verotuksen näkökulmista. Luku viisi keskittyy maiden välisten kulttuurillisten ja asenteellisten erojen tarkasteluun. Kuudennessa luvussa esitellään loppupäätelmät.

2. PÄÄOMASIOITUSTOIMINNAN TAUSTAA

2.1. Pääomasijoittaminen

Suomen pääomasijoitusyhdistyksen mukaan pääomasijoittaminen on sellaista pääomantarjontaa, joka on suunnattu pörssissä listaamattomille yrityksille. Pääomasijoittajien tarjoamaa rahoitusta voidaan käyttää uusien tuotteiden ja tekniikoiden kehittelyyn, markkinoinnin voimistamiseen tai juoksevien menojen kattamiseen tilanteessa, jossa yrityksen tulorahoitus ei vielä ole tarpeeksi suurta. Pääomasijoittajaa voidaan tarvita myös yrityksen omistusjärjestelyissä, kuten sukupolvenvaihdoksessa tai tilanteessa, jossa toimiva johto haluaa ostaa yrityksen.

Pääomasijoittaminen on perusluonteeltaan ikivanha taloudellisen yritteliäisyyden muoto. Se on ollut aina mutkaton ja tehokas tapa kanavoida ylimääräistä varallisuutta niille keillä on ollut ylimääräisiä ideoita. Tyypillinen esimerkki tästä ajalta ennen tehokkaiden osakemarkkinoiden kehittymistä on Uuden ajan alussa tehdyt löytöretket ja niiden rahoittaminen Espanjan ja Portugalin hallitsijoiden toimesta (Seppä, 2000).

2.2. Erityyppiset pääomasijoittajat

2.2.1. Yksityinen pääomasijoittaminen

Tavanomaisin ja perinteisin pääomasijoittamisen muoto on yksityisistä ja itsenäisistä lähteistä tulevan pääoman sijoittamista. Sijoittajat ovat joko yksityishenkilöitä, yksityisyhtiöitä tai yksityisiä institutionaalisia sijoittajia, kuten eläkevakuutusyhtiöitä tai sijoitusrahastoja. Tällaisista lähteistä tuleva pääoma on järjestäytynyt kommandiittiyhtiömuotoiseksi rahastoksi. Rahastojen säännöt saattavat hieman vaihdella, mutta peruspiirteiltään ne ovat varsin samanlaisia eri maiden välillä.

2.2.2. Julkinen pääomasijoittaminen

Julkiset tahot, kuten valtio, kunnat, säätiöt tai yliopistot saattavat perustaa pääomasijoitusrahastoja. Tämän toiminnan tarkoituksena on yleensä tukea sellaisia toimialoja, yrityksiä tai maantieteellisiä alueita, joilla on muutoin vaikeuksia houkutella yksityisiä sijoituksia. Julkinen pääomasijoittaminen ei välttämättä ole voittoa tavoittelevaa, vaan sen pyrkimykset saattavat olla myös yhteiskunnallisia tai sosiaalisia.

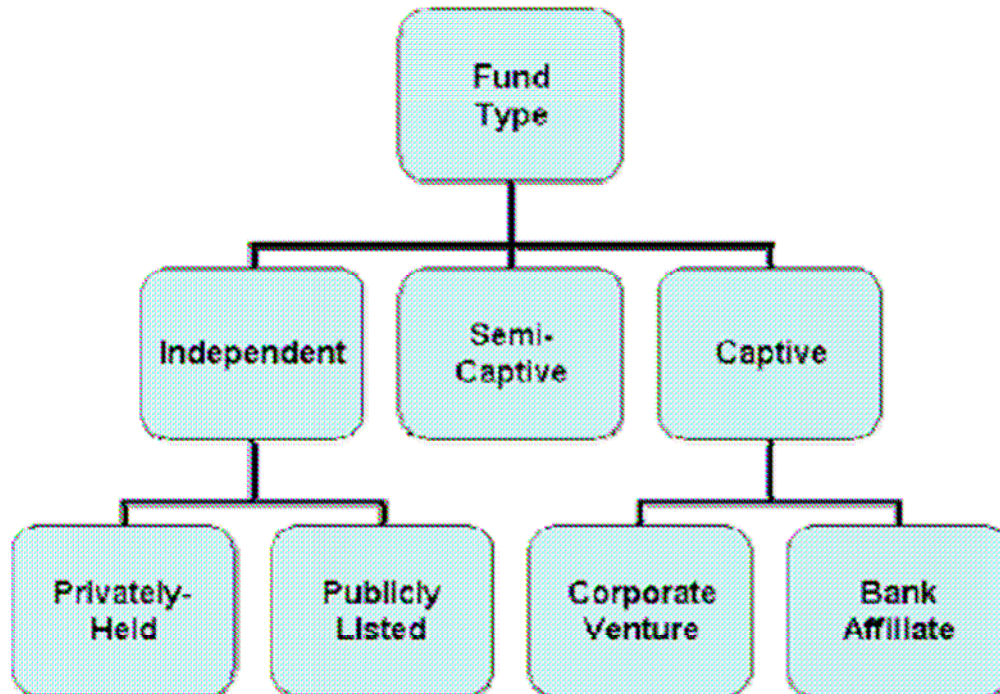
2.2.3. Strateginen pääomasijoittaminen

Strategiseksi pääomasijoittamiseksi kutsutaan suurten yritysten harjoittamaa pääomasijoitustoimintaa, joka on sijoittamista uusilla ja kehittymättömillä toimialoilla toimiviin nuoriin yrityksiin, joiden tuotekehitysprojekteista tai patenteista kypsemät yritykset ovat kiinnostuneita. Sijoittajien tarkoituksena ei ole luoda taloudellista lisäarvoa kohdeyrityksien tulevaisuuden arvonnousun kautta, vaan päästä käsiksi näiden hallussa olevaan henkiseen pääomaan, joka yhdistettynä sijoittajayritysten olemassa oleviin resursseihin tekee sijoituksista kannattavan. Tällaisen sijoittamisen kannattavuutta on vaikea arvioida perinteisillä mittareilla, koska sijoitukset eivät välttämättä koskaan tuota erillistä kassavirtaa. Niitä ei myöskään välttämättä realisoida koskaan vaan ne integroituvat ajan kuluessa ostavaan emoyritykseen. Strateginen pääomasijoittaminen on yleisintä voimakkaasti kilpailluilla toimialoilla, joilla orgaaninen kasvu on vaikeaa ja joilla yritysostot ovat osakeino ylikapasiteetin purkamiseen ja kilpailun vähentämiseen. Hyvä viimeaikainen esimerkki on Nokian ostama karttateknologiaan erikoistunut Navteq. Kauppahintaa pidettiin korkeana suhteessa kohdeyrityksen liikevoittoon. Nokia perusteli kauppaa kuitenkin sillä, että näin se saa haltuunsa Navteqin vuosia kestäneen tuotekehityksen tulokset ilman, että sen pitää itse ryhtyä riskilliseen ja aikaa vievään tutkimustyöhön. Englanninkielisessä kirjallisuudessa käytetty termi *corporate venture capital* on yleisempi käsite kuin strateginen pääomasijoittaminen pitäen sisällään myös puhtaasti voitontavoittelumielessä toimivat suuryritysten, lähinnä liikepankkien venture capital- rahastot.

Rahastot voidaan luokitella myös sen mukaan, miten itsenäisiä ja riippumattomia ne ovat. Yksityinen pääomasijoitusyhtiö on tyypillisesti hyvin riippumaton toimija, sen

sijoituspäätöksistä vastaa ainoastaan rahaston johto, kun taas rahastoilla, joiden päämiehenä on ainoastaan yksi organisaatio, on toiminta ja päätöksenteko sidotumpaa.

EVCA, 2006



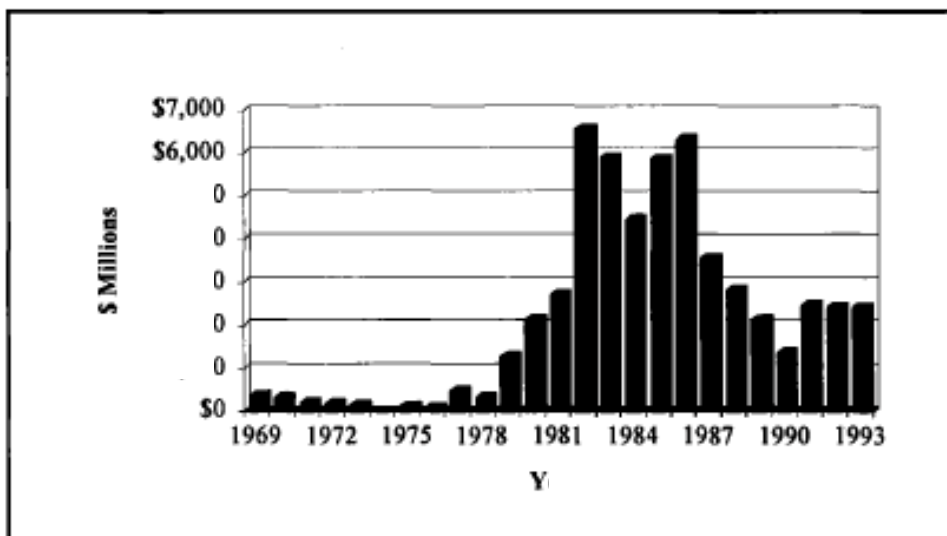
Kuva 1: Erilaiset pääomasijoitusrahastot (Lähde: Lindström 2006)

2.3. Pääomasijoittamisen historiallinen kehitys

Ensimmäisiä tunnettuja pääomasijoittajia olivat suuria löytöretkiä rahoittaneet Espanjan ja Portugalin kuningashuoneet. Tuetut yritykset olivat hyvin korkeariskisiä, mutta onnistumisen mukanaan tuomat tuotot satumaisia. Länsi-Euroopan ja Yhdysvaltojen varakkaat perheet alkoivat teollistumisen jälkeen sijoittaa ylimääräisiä varojaan lupaaviin nuoriin yrityksiin, mm. Bell Telephone syntyi ulkoisen rahoituksen tuella (Gompers, 1994, rise and fall of VC). Ensimmäinen nykyisenkaltainen pääomasijoitusyhtiö syntyi, kun American Research and Development (ARD) perustettiin 1946 kehittämään kaupallisia sovelluksia sodan tarkoituksiin kehitetyistä keksinnöistä. ARD:n toimintaperiaatteena oli siemenvaiheen rahoituksen lisäksi taata nuorille ja kokemattomille yrityksille myös liikkeenjohdollista neuvontaa. Vuonna 1958 Yhdysvaltojen hallitus aloitti pienyrityksiä tukevan SBIC-ohjelman (small business investment company), jonka tarkoituksena oli kannustaa sijoittajia kohdentamaan varojaan uusille toimialoille ja kehittyviin yrityksiin. Rahoitus tapahtui

pääasiassa edullisten lainojen muodossa eivätkä sijoittajat juuri osallistuneet yritysten johtamiseen.

1970-luvun lopulla Yhdysvaltaista pääomasijoitusalaan vaikutti kaksi suurta lainsäädännöllistä muutosta. Ensimmäiseksi, vuonna 1978, pääomaverotusta laskettiin reilusti ja heti seuraavana vuonna 1979 poistettiin työeläkeyhtiöiden sijoituskohteita rajoittaneet riskillisyyksivaatimukset, jonka jälkeen eläkeyhtiöt pystyivät sijoittamaan varojaan myös pääomarahastoihin enimmillään 10% sijoitusvarallisuudestaan. Tämän muutoksen seurauksena sijoitukset pääomasijoitusrahastoihin kasvoivat huomattavasti 1980-luvun alussa. Nopean kasvun varjopuolena oli monien uusien sijoittajien markkinoille tulosta johtunut tuottojen lasku, minkä seurauksena panostukset pienenevät 1990-luvun taitteessa noustakseen uudestaan vuosikymmenen loppua kohti tultaessa. Lisääntynyt kilpailu hyvistä sijoituskohteista, sekä monien kokemattomien sijoittajien tulo markkinoille vähensivät keskimääräisiä tuottoja, mutta 1990- ja 2000-luvuille tultaessa ala on 'kypsynyt' ja uusien vuosittaisten sijoitusten määrät ovat jatkaneet kasvuaan. (Lerner & Gompers, 1996).



Kuva 2. Uudet sijoitukset venture capital-rahastoihin vuosittain Yhdysvalloissa(M\$) 1969-93.

Ensimmäinen suomalainen pääomasijoitusyhtiö oli 1967 perustettu Sponsor, joka oli Suomen pankin ja suurten liikepankkien yhteisesti omistama. Sponsorin toiminta-ajatuksena oli tehdä pieniä sijoituksia aikaisessa kasvuvaiheessa oleviin yrityksiin. Suomalainen pääomasijoittaminen oli pitkään julkisesta rahoituksesta riippuvainen ja ainoastaan

muutaman toimijan käsissä, kunnes 1980-luvulla, käsi kädessä rahoitusmarkkinoiden yleisen vapautumisen kanssa, syntyi kymmeniä uusia yrityksiä. Iso osa näistä pienistä ja kokemattomista yrityksistä lopetti toimintansa 1990-luvun laman aikana.

2.4. Limited partnership – muotoinen yhtiöjärjestys

2.4.1. Yhdysvaltalainen malli

Amerikkalaiset pääomasijoitusrahastot on muodostettu limited partnership-tyyppisen oikeudellisen yhtiösopimuksen muotoon. Tällaisessa sopimuksessa on kahdenlaisia yhtiömiehiä, joilla on kummallakin omat oikeutensa ja vastuunsa yhtiön hallinnossa ja voitonjaossa. General partner tai partnerit ovat vastuussa yhtiön johtamisesta, kun taas limited partnerit osallistuvat ainoastaan sijoittajina yhtiön toimintaan. Limited partnerien oikeutta osallistua sijoituspäätösten tekoon on anglo-saksisessa lainsäädännössä (englantilainen limited partnership act vuodelta 1907) rajoitettu jopa niin, että aktiivinen mielipidevaikuttaminen saattaa aiheuttaa rajoitetun vastuun menetykseen. Limited partnerien ainoa vaikutusväylä on rahastoissa ns. 'advisory board', joka on intressiristiriitilanteissa suosituksia antava, mutta operatiivisesta päätöksenteosta sivussa oleva neuvonantajaelin.

2.4.2. Suomalainen malli

Suomalaisten pääomasijoitusrahastojen hallinto muistuttaa läheisesti Yhdysvaltalaisista tapaa, mutta eroaa merkittävästi vastuukysymyksiltään johtuen erilaisesta yhtiöoikeudellisesta lainsäädännöstä. Suomessa, toisin kuin Yhdysvalloissa, kommandiittiyhtiöitä säätelevä lainsäädäntö on tahdonvaltaista, mikä tässä tapauksessa sallii äänettömille yhtiömiehille yhtiösopimuksella myönnettävän oikeuden osallistua pääomasijoitusrahaston päätöksentekoon. Kun Yhdysvaltalaisessa rahastossa äänettömät yhtiömiehet ovat todellisuudessa äänettömiä ja varjelevat tätä asemaansa säilyttääkseen rajoitetun vastuunsa, ovat heidän suomalaiset vastineensa aktiivisesti mukana rahaston jokapäiväisessä päätöksenteossa sijoitusneuvoston kautta (Passinen, 2005, Luukkonen 2006). Sepän (haastattelu, 2005) mukaan tämä johtaa ongelmallisiin tilanteisiin, koska pääomasijoittajat joutuvat markkinoimaan rahastojaan potentiaalisille sijoittajille tarjoamalla näille paikkaa rahaston sijoitusneuvostossa ja tähän liittyen käytännössä veto-oikeutta kaikkiin merkittäviin

sijoitustoimintaan liittyviin päätöksiin, kuten sijoitus- ja irtautumispäätöksiin. Tällöin rahaston päätöksentekovalta saattaa pahimmillaan valua toimialaa tuntevilta ja kokeneilta vastuunalaisilta yhtiömiehiltä tahoille, joiden asiantuntemus ja kokemus ovat riittämättömiä suorien sijoitusten ja kasvuyritystoiminnan perusteelliseen ymmärtämiseen.

2.4.3. Limited partnership-sopimus ja päämies-agenttisuhde

Sijoittajien ja pääomasijoitusyhtiön välistä suhdetta säännellään kumppanuussopimuksella, jossa määritellään tarkasti kummankin osapuolen oikeudet ja velvollisuudet. Pohjoisamerikkalaisissa sopimuksissa on yleisesti muutamia tyypillisiä yhteisiä piirteitä:

- 1) Muodostettavan rahaston ikä rajoitetaan jo syntymisvaiheessa päättyväksi tietyssä vuonna. Sahlmanin (1990) mukaan yleisin ikä rahastolle on kymmenen vuotta. Tämä oli mainittu 72% :ssa tutkituista sopimuksista. Yhtiösopimuksessa voi olla kohtia, joiden mukaan tiettyjen ehtojen täytyessä, esimerkiksi epäsuosiollisen markkinatilanteen vallitessa rahaston ikää voidaan jatkaa jonkin verran. Tällä vältetään se, että rahasto olisi pakko realisoida määräajan täytyessä 'mihin hintaan tahansa'.
- 2) Vetäytyminen sopimuksesta on kielletty tai johtaa toteutuessaan mittaviin taloudellisiin korvauksiin.
- 3) Sijoittajien osallistuminen päätöksentekoon on estetty. Erittäin tärkeissä asioissa, kuten rahaston elinkaaren jatkamisessa tai kompensaatiorakenteen muutoskysymyksissä tästä poiketaan kuitenkin yleisesti.
- 4) Pääomasijoitusyhtiö ja sen partnerit sijoittavat tyypillisesti 1 %:n suuruisen osan rahaston pääomasta ja sijoittajat tuovat loput 99%. Sahlmanin mukaan 61%:ssa rahastoissa pääomasijoittajan osuus oli täsmälleen 1%.

2.5 Kompensaatorakenne pääomasijoitusrahastossa

Pääomasijoitusyhtiö saa tuloja yleensä kahdella eri tavalla korvaukseksi rahaston hallinnosta. Ensimmäinen osa palkkiota on rahaston alkuhetkestä saakka kuukausittain tai vuosittain maksettava kiinteä hallinnointipalkkio, joka kattaa sekä yhtiön juoksevat kulut, kuten vuokrat, asianajokulut ja muun henkilökunnan palkat, että partnereiden palkan. Tämä korvaus on tyypillisesti yhden ja kolmen prosentin välinen osuus hallinnoitavasta pääomasta. Yli 50%:ssa Sahlmanin(1990) tutkimista rahastoista kiinteä palkkio oli täsmälleen 2,5%. Kaplan ja Schoar(2003) puolestaan havaitsivat kiinteän hallinnointipalkkion sijoittuvan lähes aina 1,5% ja 2,5%:n välille. Toinen, yleensä merkittävämpi osuus palkkiotuotosta on hallinnointiyhtiölle jaettava osuus rahaston realisoituneesta tuotosta. Tämä tuotto on yli 80%:ssa sopimuksista määritelty suuruudeltaan 20%:ksi rahaston voitoista. Tutkituista rahastoista kaikissa osuus sijoittui 15-30%:n välille. Tämä voitto-osuus muodostuu hyvin tuottaneissa rahastoissa merkitykseltään täysin ylivoimaiseksi verrattuna kiinteään palkkioon.

Eri rahastojen ja kumppanuussopimusten määrittelemät palkkiotasot eivät ole sattumalta samansuuruisia. Voittopalkkio-osuuden standardin asettaminen uutta rahastoa kerättäessä kertoo siitä, että yhtiöt eivät halua viestiä osaamisestaan ja taidoistaan palkkiotasojen kautta. Jos jokin yhtiö asettaa voittopalkkionsa esimerkiksi 15 %:n ja kiinteän palkkioon 3 %:n se samalla kertoo, että ei luota omiin kykyihinsä tehdä voitokkaita sijoituksia ja kerätä omaa palkkiotaan voittopalkkion kautta vaan

haluaa varmistaa tietyn tulotason kiinteän palkkion avulla. Tällaisen käyttäytymisen katsotaan yleisesti heikentävän yhtiön houkuttelevuutta sijoittajien silmissä ja siten vaikeuttavan sen varainkeruumahdollisuuksia. Toisaalta jotkin asemansa vakiinnuttaneet ja taitaviksi tunnustetut sijoittajat saattavat tinkiä paljonkin kiinteästä palkkiostaan ja vuorostaan vaatia suurempaa osuutta realisoituvista voitoista. Tämä ei useastikaan vähennä sijoittajien halukkuutta toimia heidän kanssaan, sillä he luottavat yhtiön kykyyn kompensoida suurempi osuus voitoista myös suuremmilla kokonaisvoitoilla. Gompers ja Lerner (1997) havaitsivat tutkimuksessaan, että kokoneimpaan luokkaan kuuluvat pääomasijoitusyhtiöt vaativat keskimäärin prosentin suuremman osuuden realisoituvista voitoista kuin kokemattomammat kilpailijansa, joilla vastaavasti kiinteän korvauksen osuus oli suurempi.

Pääomasijoitusyhtiön yhden prosentin osuus sijoitetusta pääomasta on alan standardi, josta harvoin poiketaan. Huomattavasti suurempi osuus voidaan tulkita sijoittajan taholta siten, että pääomasijoitusyhtiö saattaa toimia liian varovaisesti tulevia sijoituskohteita valitessaan ja siten jättää arvokkaita mahdollisuuksia käyttämättä. Varsinaista syytä osuuden asettumiselle juuri tälle tasolle ei ole, mutta poikkeaminen siitä, samoin kuin voittopalkkiosuuden tapauksessa, voi johtaa potentiaalisten sijoittajien vieraantumiseen.

2.6. Agentuuriongelmat

2.6.1. Pääomasijoitusyhtiön ja Varsinaisen rahoittajan välinen suhde

Pääomasijoitusyhtiö toimii agenttina sijoittajan ollessa päämiehenä. Pääomasijoitustoiminnassa agentuuriongelma voi muodostua varsin isoksi, sillä informaation jakaantuu hyvin epätasaisesti. Toisin kuin esimerkiksi pörssi-yhtiössä omistajien ja johdon välillä tai listattuihin yhtiöihin sijoittavassa rahastossa salkunhoitajan ja osuudenomistajien välillä ei sijoittajalla useastikaan ole mitään mahdollisuutta saada tietoa sijoituskohteiden todellisesta tilasta ja he jäävät näin pääomasijoitusyhtiöiden 'armoille'. Juuri tämän vuoksi yhtiösopimuksessa määritellään tarkkaan toiminnan puitteet ja suuntaviivat muun muassa edellisessä kappaleessa kuvatuilla tavoilla. Tärkeimpiä rajoituksia ja säännöksiä, jotka muovaavat sopimuksen osapuolten etuja samansuuntaisiksi ovat ensiksi rahaston eliniän rajallisuus; toisin kuin tavallisessa osakeyhtiössä, johto ei voi pitää rahoja ikuisuuksia. Toinen tärkeä seikka juontaa kommandiittiyhtiösopimuksesta. Vastuunalainen yhtiömies eli pääomasijoitusyhtiö ei voi saada kunnollista tulovirtaa muuten kuin voitollisesta rahastosta. Tappiollisen rahaston tapauksessa jäljellejäävään omaisuuteen ovat etuoikeutettuja äänettömät yhtiömiehet. Kommandiittiyhtiösopimuksen yleinen ominaisuus on, että vastuunalainen yhtiömies vastaa yhtiön velvoitteista koko omaisuudellaan, pääomasijoittamisessa kovin raskasta velvoitetta ei kuitenkaan käytännössä synny, sillä pääomasijoittajat eivät käytä yleensä velkarahoitusta. Kolmanneksi, Pääomasijoitusyhtiöllä on sopimuksen puitteissa määritelty rajoituksia mahdollisista sijoituskohteista ja sijoitusosuuksista. Sijoitukset kohdeyrityksiin, joissa pääomasijoitusyhtiön aikaisemmillä rahastoilla on osuuksia on usein kielletty, koska tämä voisi johtaa tilanteeseen, jossa uuden rahaston sijoittajien etujen vastaisesti tuetaan vanhan rahaston kehoja sijoituksia.

Luonnollisesti sijoitukset yhtiöihin, joissa pääomasijoitusyhtiön osakkailla on omistusta tai joiden johdossa he toimivat muodostuvat kyseenalaisiksi. Vastaavalla tavoilla pääomasijoitusyhtiö voi olla sopimuksen mukaan estetty keräämästä uutta rahastoa ennen, kuin tietty osa edellisestä rahastosta on sijoitettu (Lerner&Gompers 1997).

2.6.2. Pääomasijoittajan ja kohdeyrityksen välinen suhde

Pääomasijoitusyhtiön ja rahoitusta saavan kohdeyrityksen välille muodostuu toinen päämiesagenttisuhde, joka on luonteeltaan perinteisempi Jensenin ja Mecklingin(1976) tutkiman päämies-agentti-suhteen kaltainen. Tässä tilanteessa ulkopuolista rahoitusta, oli se sitten velkarahoitusta tai oman pääoman ehtoista rahoitusta, saavalla yrittäjällä on ulkopuolisen rahoituksen osuuden kasvaessa kasvava kannustin käyttäytyä rahoittajan etujen vastaisesti, sillä taloudellinen tappio tällaisesta käyttäytymisestä jakautuu yhä enemmän ulkopuolisen rahoittajan kannettavaksi. Samoin vähentyy entisten omistajien kannustin ponnistella yrityksen hyväksi. Tyypillinen esimerkki on edustuskulujen paisuminen tai pääomarahoitusta saavan, esimerkiksi lääketieteellistä tekniikkaa tutkivan yrityksen johtajan pyrkimys jatkaa tuottamatonta tutkimusprojektia oman akateemisen maineensa pönkittämiseksi.

Luottamus hyvä, valvonta paras.

- Itä-Saksalainen sananlasku

Pääomasijoittajalla on useita keinoja vähentää ym. agentuurikustannuksia. Yksi yleisesti käytetty keino on tarkkailla kohdeyrityksen toimintaa yrityksen hallituksesta käsin. Lähes poikkeuksetta kohdeyritysten hallituksissa onkin yksi tai useampia pääomasijoitusyhtiön edustajia. Tämä keino on enemmänkin sivutuote pääomarahoituksen hankkimisen toisesta puolesta, asiantuntemuksen ostamisesta, joka voi olla rahoituksen saamisen lisäksi myös tärkeänä perusteluna sille, miksi kohdeyritys lähti alun perin hankkimaan itselleen pääomasijoittajan.

2.6.3. Vaiheistettu rahoitus

Toinen huomattavan tärkeä keino on rahoituksen saatavuuden sitominen kohdeyrityksen menestymiseen ja siihen miten se on onnistunut täyttämään sille asetetut tavoitteet. Tämän vaiheistetuksi rahoitukseksi kutsutun periaatteen mukaan yritys saa projektille tai osaprojektille kohdistettua rahoitusta ja lisärahoituskierrokset ovat riippuvaisia siitä, miten yrityksen johto on onnistunut viemään liiketoimintaa eteenpäin. Kehityksensä alkuvaiheessa olevat yritykset eivät usein ole pystyneet teoillaan ja toiminnallaan osoittamaan kykyjä tulokselliseen toimintaan, jolloin pääomasijoittajat saattavat antaa rahoitusta hyvin pienissä erissä ja tutkia yksityiskohtaisesti jokaisen rahoituskierroksen jälkeen miten yritys onnistuu hyödyntämään saamansa rahoituksen. Kypsempien yritysten tapauksessa pääomasijoittajan lieka saattaa useasti höltyä ja rahoituskierrosten aikaväli kasvaa. Paulinin (2005 Tampere-talo) mukaan tämänkaltaisella tarkalla seurannalla saattaa olla myös kielteisiä seurauksia, sillä kuten aikaisemmin on todettu, monet pääomasijoittamiseen turvautuvat yritykset toimivat aloilla, joilla positiivisen tulovirran saavuttaminen vaatii pitkäkestoisia ja suuria tutkimusinvestointeja ja siten paljon rahoitusta ja kärsivällisyyttä pääomasijoittajan taholta. Pahimmassa tapauksessa lupaava yritys voi kurjistua liian tiukkaan ja lyhytnäköiseen sijoittajaseurantaan.

Yksi keino vähentää yhdelle pääomasijoittajalle kasautuvaa riskiä on syndikoida kohdeyrityksen rahoitus usean pääomasijoittajan kesken, jolloin kaikki osallistujat voivat hajauttaa riskiään useaan riskillisyydeltään samanlaiseen kohteeseen. Tällöin jokin kokenut pääomasijoittaja suorittaa due diligencen ja vastaa yrityksen tarkkailusta hallituksesta käsin ja muut pääomasijoittajat toimivat lähestulkoon puhtaan finanssisijoittajan ominaisuudessa.

Pääomasijoittaja voi vähentää yrityksen johdossa toimivan entisen omistajan tai omistajien käyttäytymisestä johtuvia riskejä erilaisilla johtajasopimuksiin kirjattavilla ehdoilla tai kovenanteilla. Joissakin yrityksissä aikaisempien omistajien ja avainhenkilökunnan tietotaito muodostaa elintärkeän osan yrityksen tulevaisuuden mahdollisuuksista, tällöin pääomasijoittaja pyrkii sitomaan (engl. vesting) heidät yrityksiin mm. optiosopimuksin tai maksamalla huomattavan osan johdon palkkioista osakkeina. Johdon oikeutta myydä jäljellejäänyttä osuuttaan voidaan myös rajoittaa. Hyvin tyypillisiä ovat myös sopimukset,

joilla kohdeyrityksen avainhenkilöt sitoutuvat työskentelemään ostetussa yrityksessä jonkin tietyn ajan.

Useat pääomasijoittajien ja kohdeyritysten suhdetta säätelevät kovenantit ovat tavanomaisia ja tyypillisiä normaalille yrityslainoitukselle. Tällaisia ovat esimerkiksi velkaisuusastetta, osingonjaon suuruutta tai mahdollisia yritysjärjestelyjä rajoittavat ehdot. Tällaisten sopimusten mukaan rahoittajalla on oikeus vetäytyä yrityksestä, mikäli jokin ehto tai taloudellinen tunnusluku muuttuu liikaa sopimuksessa määritellystä tasosta. Näiden lisäksi esiintyy monia pelkästään pääomasijoitustoimialalle tyypillisiä kovenantteja (Megginson, 2004 s. 16-17) kuten:

1. Pääomasijoittajalle taataan sopimuksella tietty määrä paikkoja kohdeyrityksen hallituksessa. Tällöin osuus hallituspaikoista saattaa nousta huomattavasti suuremmaksi, kuin pääomasijoittajan omistusosuus yrityksessä.
2. Yrityksen oikeutta laskea liikkeelle uusia osakkeita saatetaan rajata siten, että kustannus tästä omistuksen laimenemisesta (engl. dilution) kasaantuu muiden kuin pääomasijoittajan kannettavaksi.
3. Pääomasijoittaja saattaa säilyttää itsellään oikeuden irtautua sijoituksesta tilanteessa, jossa joidenkin ennalta sovittujen ehtojen täytyttyä omistuksen jatkuminen osoittautuisi epäedulliseksi.
4. Pääomasijoittajalle annetaan omistusosuutta suurempi päätäntävalta yrityksen toimivalle johdolle mahdollisesti rakennettavista optio- tai osakepalkkiojärjestelmistä.

2.7. Pääomasijoitusprosessi

Varojenkeruu

Pääomasijoitusrahaston elinkaari alkaa tarvittavien varojen keruulla potentiaalisilta sijoittajilta. Useimmiten rahasto asettaa jonkin rahamääräisen tavoitteen, joka riippuu partnerien kokemuksesta, *track recordista* ja esimerkiksi maantieteellisestä sijainnista. Track record viittaa siihen tosiasiaan, että pääomasijoittajat, jotka ovat kokemattomia kohtaavat todennäköisesti suuria vaikeuksia houkutella sijoittajia sijoittamaan varojaan heidän johtamiinsa rahastoihin (Lerner, 2002). Tämä on ymmärrettävää, sillä sijoittajat luottavat mieluummin sellaisten pääomasijoittajien kykyihin, joilla on kokemusta aikaisemmista rahastoista. Pääomasijoittajan, jolla on takanaan pari epäonnistunutta tappiollista rahastoa voi olla vaikeata houkutella sijoittajia kolmanteen rahastoonsa. Maineen merkitys on korostunut, mikä pitää osaltaan huolta tehokkuudesta alalla. Vastuunalaiset yhtiömiehet sijoittavat yleensä noin prosentin suuruisen osuuden koko rahaston pääomasta ja äänettömät yhtiömiehet tuovat loput 99 %. Voitonjako on yleensä järjestetty siten, että vastuunalaiset yhtiömiehet saavat n. 20-30% prosenttia mahdollisesta voitosta, mutta tappiollisessa tilanteessa menettävät ensimmäisenä sijoittamansa varat. Tämä epäsuhta sijoituksen ja voiton välillä selittyy vastuunalaisten yhtiömiesten suurella roolilla kohdeyritysten liiketoiminnan kehittämisessä ja hallitustyöskentelyssä. Voidaan sanoa, että heidän varsinainen panoksensa rahastoon on kohdeyritysten arvonnousuksi kanavoituva liiketoiminta- tai teknologia-asiantuntemus eikä niinkään heidän rahallinen panoksensa. Toisin sanoen: äänettömät yhtiömiehet tuovat rahat ja vastuunalaiset yhtiömiehet tekevät työn.

Sijoituspäätös

Kun tarvittava pääoma on saatu kokoon, on varojen sijoittamisen vuoro. Sijoittaminen voi alkaa tietysti heti kun riittävästi rahaa on koossa ja jatkua varojenkeruun ohella. Käytännössä pääomasijoittajat toimivat siten, että he hankkivat sijoitussitoumuksia potentiaalisilta sijoittajilta ja saavat rahat käsiinsä vasta sitten kun sopiva sijoituskohte on löytynyt ja sijoituspäätös on tehty. Tällöin ei synny tilanteita, joissa pääoma olisi tuottamattomana odottamassa jotakin epävarmaa tulevaisuudessa tapahtuvaa liiketoimea.

Pääomasijoittajat tutkivat yrityksiltä tulleita rahoitushakemuksia tai yrittäjiltä saapuneita liiketoimintasuunnitelmia. Ensimmäisen karsinnan läpäisseet hakemukset käyvät läpi *Due diligenge*-prosessin, jonka jälkeen jäljellejääneet yritykset aloittavat yksityiskohtaisemmat neuvottelut rahoitussopimuksen muodoista ja ehdoista. Tyypillisessä yksittäisessä pääomasijoituksessa yhtiö tekee suunnatun osakeannin pääomasijoittajalle. Tässä annissa käytettävä merkintähinta on tärkeimpiä neuvotteluissa ratkaistavia kysymyksiä. Pääomasijoitus saattaa muodostua vakuudettomasta pitkäkestoisesta lainasta tai lainan ja oman pääoman välimuodoista, kuten pääomalainasta. Sijoitusprosessin kesto voi vaihdella tapauskohtaisesti, sillä joissakin tapauksissa tilanne edellyttää hyvin nopeaa päätöksentekoa. Joskus taas erimielisyydet joistakin rahoitussopimuksen ehdoista saattavat tehdä yksittäisestä prosessista jopa vuosien mittaisen.

Pääomasijoitusprosessi pähkinäkuoressa

Vaihe	Yrittäjä	Yrittäjä ja pääomasijoittaja	Pääomasijoittaja	Raportit
pääomasijoittajan lähestyminen / liiketoimintasuunnitelman arviointi ▼	<ul style="list-style-type: none"> - nimittää neuvonantajat - laatii liiketoimintasuunnitelman - ottaa yhteyttä pääomasijoittajiin 		<ul style="list-style-type: none"> - arvioi liiketoimintasuunnitelman 	<ul style="list-style-type: none"> - liiketoimintasuunnitelma
ensimmäiset tiedustelut sekä neuvottelut ▼	<ul style="list-style-type: none"> - toimittaa lisätietoja 	<ul style="list-style-type: none"> - tapaavat keskustellakseen liiketoimintasuunnitelmasta - rakentavat suhdetta - neuvottelevat yleisehtoja 	<ul style="list-style-type: none"> - tekee ensimmäiset tiedustelut - arvioi liiketoiminnan - harkitsee rahoitusrakennetta 	<ul style="list-style-type: none"> - tarjous
due diligence ▼		<ul style="list-style-type: none"> - keskustelevat due diligencen tekijöiden kanssa 	<ul style="list-style-type: none"> - käynnistää due diligence -prosessin 	<ul style="list-style-type: none"> - due diligence -raportit
neuvotteluiden päättäminen ▼	<ul style="list-style-type: none"> - tuo ilmi kaiken olennaisen tiedon liiketoiminnasta 	<ul style="list-style-type: none"> - neuvottelevat lopulliset ehdot - tekevät sopimukset 	<ul style="list-style-type: none"> - tekee loppudokumentaation 	<ul style="list-style-type: none"> - salassapitosopimus - vakuutukset - perustamiskirja - yhtiöjärjestys - osakassopimus
seuranta ▼	<ul style="list-style-type: none"> - toimittaa laskentatoimen raportit säännöllisesti - viestii säännöllisesti sijoittajan kanssa 		<ul style="list-style-type: none"> - liiketoiminnan seuranta - hallitustyöskentely - kehittäminen - osallistuminen päätöksentekoon 	<ul style="list-style-type: none"> - laskentatoimen raportit - hallituksen kokousten pöytäkirjat
irtautuminen				

Kuva 3. Pääomasijoitusprosessi pähkinäkuoressa. Lähde: PricewaterhouseCoopers Oy, 2003

Pääomasijoittaja on aktiivinen sijoittaja. Sijoitukset on suunniteltu pitkäaikaisiksi ja sen johdosta sijoittajilla on voimakas intressi kehittää ja auttaa yritystä. Pian sijoituksen teon jälkeen joku sijoitusyhtiön partnereista siirtyy todennäköisesti kohdeyrityksen hallitukseen. Hallituspaikka on usein sijoituksen teon ehtona ja kirjattu myös yrityksen ja pääomasijoittajan väliseen rahoitussopimukseen. Varsinkin nuoret, vähäisen liiketoimintakokemuksen omaavat yritykset pitävät pääomasijoittajan tuloa hallitukseen varsin tervetulleena asiana, sillä näillä on usein takanaan pitkä kokemus eri liiketoimintojen kehittämisestä tai omasta yritystoiminnasta. Kypsemmissä ja suuremmissa yrityksissä

pääomasijoittajan mukaantuloa saatetaan joskus pitää vihamielisen valtauksen yrityksenä, jolloin muut omistajat pyrkivät rajoittamaan uuden tulokkaan vaikutusmahdollisuuksia.

Pääomasijoitukset yhdelle kohdeyritykselle jaetaan yleensä moneen vaiheeseen, joissa sijoitettu raha on korvamerkitty joitakin tiettyjä projekteja varten. Lisäsijoituksia tehdään yrityksen kehittyessä ja uusien rahoitustarpeiden ilmetessä. Tällainen vaiheistettu rahoitus on sijoittajille vähäriskisempi, koska yrityksen mahdollisuudet lisärahoituksen saamiseen riippuvat siitä miten tuloksekkaasti edellisen rahoituskierroksen aikana on toimittu. Jatkuvasti kireällä pidetty lieka saattaa kuitenkin myös jarruttaa yrityksen kehitystä esimerkiksi sellaisessa tilanteessa, jossa uuden tuotteen kaupallistaminen vaatisi merkittäviä markkinointipanostuksia, mutta rahoitus muodostuu pullonkaulatekijäksi. Etenkin suomalaisen pääomasijoittamisen ongelmaksi on sanottu liiallista varovaisuutta ja liian pienten sijoitusten tekemistä; ”antamalla vain vähän rahaa vältetään suuret tappiot, mutta menetetään varmuudella annettu vähäinen määrä”. (Paulin, 2005).

Sijoitusten realisointi

Pääomasijoittajan tavoitteena on jossakin vaiheessa realisoida sijoituksensa joko yrityksen pörssilistautumisen kautta tai myymällä se muulla tavalla. Realisointivaihe on useimmiten ainoa vaihe, missä sijoituskohteesta saadaan kassavirtaa. Tämä pätee varsinkin aikaisemman kasvuvaiheen yrityksiin, joissa kaikki liiketoiminnan synnyttämä kassavirta joudutaan käyttämään liiketoiminnan kehittämiseen. Mahdollisten osinkojen pitäminen yrityksessä on myös sijoittajien intressien mukaista, sillä rationaalinen pääomasijoittaja pitää kullakin hetkellä portfoliossaan olevia yrityksiä parhaina mahdollisina sijoituskohteina.

Eri tavat realisoida pääomasijoitus (Cumming & Macintosh 1999):

Listautuminen, jossa suuri osa yrityksen osakkeista otetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi.

Yrityskauppa, jossa ulkopuolinen ostajataho hankkii yrityksen koko osakekannan, mukaan lukien myös pääomasijoittajan hallussa olevat.

Osakemyynti, jossa pääomasijoittaja myy hallussaan olevat osakkeet tai osan niistä ulkopuoliselle taholle, joka voi olla esimerkiksi toinen pääomasijoittaja tai kohdeyrityksen alalla toimiva muu yritys.

Takaisinosto, jossa yrityksen osakkeet myydään takaisin aikaisemmalle omistajalle eli yrittäjälle.

Alaskirjaus, jossa epäonnistuneesta sijoituksesta luovutaan ja kirjataan se tappioksi.

Yleisen käsityksen mukaan paras tapa realisoida pääomasijoitus on listautumisannin (IPO:n) kautta. Lernerin ja Gompersin(1999b) mukaan tuotot listautumisen kautta realisoiduista sijoituksista olivat yli kaksi kertaa muilla tavoilla realisoituja sijoituksia suurempia. Listautuminen ei ole kuitenkaan aina mahdollista huonon markkinatilanteen takia. Tällöin uusille listautumista aikoville yrityksille ei löydy sellaista hintaa johon sekä sijoittajat, että omistajat olisivat tyytyväisiä.

3. TUTKIMUSONGELMA JA AIKAISEMPI TUTKIMUS

3.1. Kysymyksenasettelu ja aikaisemmat tutkimukset

Pääomasijoitusten tuottotutkimusta pidetään yleisesti haastavimpana tutkimushaaranä pääomasijoituksiin erikoistuneiden tutkijoiden keskuudessa, sillä luotettavan tuottoaineiston saaminen on äärimmäisen vaikeaa. Tämä johtuu siitä, että pääomasijoituksia eivät koske läheskään yhtä tarkat ja laajat tiedotusvelvollisuudet kuin esimerkiksi julkisesti noteerattuja arvopapereita hallinnoivat tahot joutuvat kohtaamaan. Maailmanlaajuisia tietokantoja koskien pääomasijoittamista ovat muun muassa VentureOne ja Venture Economics, varsinkin jälkimmäinen on hyvin yleisesti käytetty aineistolähteenä erilaisissa pääomasijoittamista käsittelevissä tutkimuksissa.

Toinen, ehkä vieläkin merkityksellisempi luotettavaan tiedonsaantiin vaikuttava seikka on keskeneräisen sijoituksen arvon arvioinnin vaikeus. Pääomasijoittaja saattaa saada satunnaisesta sijoituksestaan positiivista kassavirtaa ainoastaan kerran sijoituksen elinkaaren aikana, sen realisointihetkellä. Tätä on saattanut edeltää jopa kymmenen vuoden jakso, jonka aikana luotettava arvon kehittymisen arviointi on ollut erittäin vaikeaa, ellei peräti mahdotonta. Tästä ongelmasta johtuen todellinen pääomasijoituksen tai rahaston tuotto voidaan arvioida vasta kun kohde on realisoitu kokonaan. Tämä merkitsee huomattavaa, jopa useiden vuosien aikaviivettä verrattuna vaikkapa normaaliin pörssiosakkeisiin sijoittavaan sijoitusrahastoon. Lindström (2006) on eritellyt tärkeimmät tuottojen numeerista tarkastelua vaikeuttavat seikat:

1. Puuttuvat tiedot
2. Virheelliset tiedot
3. Väärin valittu aineisto (engl. Selection bias eli hyvin menestyneet rahastot raportoivat useammin toiminnastaan).
4. Liian pieni aineisto estää luotettavien tulosten saannin

5. Sijoitusten tuotot pitää arvioida, jos kunnollista tietoa ei ole saatavilla.
6. Sijoitusten arvoa ei voida arvioida luotettavasti ennen kuin ne on realisoitu.

Huomattava osa aikaisemmasta tuottotutkimuksesta keskittyy tarkastelemaan tuottoja erityyppisten rahastojen välillä, esimerkiksi sitä, onko tietyille toimialoille tai tietyille alueille sijoittavilla rahastoilla parempi tuotto. Paljon huomiota on saanut myös pääomasijoitusten ja muiden sijoitusinstrumenttien keskinäinen tuottovertailu. Esimerkiksi Ljunqvist&Richardson (2003) tutkivat vuosien 1981 ja 1993 välillä aloitettujen rahastojen tuottoja ja havaitsivat keskimääräisen vuosituoton olleen 19,81%, kun samaan aikaan S&P500 indeksin keskimääräinen vuosituotto oli 14,1 %.

Vaikka pääomasijoittamisen suhteellinen merkitys rahoituksen lähteenä ja yhteiskunnassa yleensä on kasvanut viime vuosina huomattavasti, tietämys siitä mitkä seikat vaikuttavat sijoitusten tuottoihin ja sijoitusvarallisuuden jakautumiseen rahastojen kesken on edelleen varsin rajoittunutta.

-Kaplan&Schoar, 2003 s. 2

Kaplan ja Schoar(2003) tutkivat 746 ennen vuotta 1995 aloittanutta yhdysvaltalaisista pääomasijoitusrahastoa ja päätyivät seuraaviin rahastojen tuottavuutta koskeviin havaintoihin:

1. Eri rahastojen tuotot ovat hyvin heterogeenisiä. Aikaisemman ja myöhäisemmän kasvuvaiheen rahastojen välillä ei ole merkittäviä eroja.
2. Samojen vastuunalaisten yhtiömiesten tai pääomasijoitusyhtiöiden hallinnoimat peräkkäiset rahastot ennustavat toistensa tuottoja. Jos pääomasijoittajan keräämä ensimmäinen rahasto tuottaa hyvin on todennäköistä, että myös seuraava samojen tahojen hallinnoima rahasto tuottaa hyvin.
3. Huonosti tuottaneiden rahastojen hallinnoijien keräämä seuraava rahasto tuottaa todennäköisesti myös huonosti.

Kahden edellisen kohdan havainnot johtuvat ensisijaisesti siitä, että huonosti menestyvien rahastojen sijoituspäätöksiä tekevät henkilöt ovat keskimäärin kokemattomampia ja epäpätevämpiä kuin hyvin menestyvissä rahastoissa. Tämä seikka ja markkinoiden yleinen tietämys siitä johtaa myös toiseen, ilmiötä edelleen vahvistavaan seuraukseen: Vaikka pääomasijoituksina annettavasta rahoituksesta on yleisesti arvioiden pulaa ja läheskään kaikki halukkaat yritykset eivät pääse siitä osallisiksi, on kuitenkin aina olemassa yrityksiä, jotka ovat sellaisessa asemassa, että voivat valita tai kilpailuttaa potentiaalisia pääomasijoittajia. Tällöin heillä on mielessään varsinaista rahoitusta tärkeämpänä pääomasijoittajan tarjoama liikkeenjohdon asiantuntemus sekä maine. Tästä seuraa, että parhaat yritykset ohjautuvat omatoimisesti parhaiden pääomasijoittajien suojiin. Pääomasijoittajan kokemus voi toimia tuottoja parantavasti luonnollisesti myös siten, että yritys menestyy hänen neuvojensa johdosta paremmin. Pääomasijoittajan hyvä maine ja tuloksekas menneisyys (engl. track record) parantaa pääomasijoittajan neuvotteluasemaa yrityksen kanssa ja voi johtaa myös normaalia alhaisempaan arvostukseen sijoitusta tehtäessä. Yritys voi suostua 'oikeaa markkinahintaa' alhaisempaan arvostukseen myös siksi, että uskoo hyötyvänsä pidemmällä tähtäimellä pääomasijoittajan asiantuntemuksesta.

4. Taloudellisen nousukauden aikana aloittaneet pääomasijoitusyhtiöt, sekä niiden kokoamat rahastot menestyvät keskimääräistä heikommin ja johtavat keskimääräistä harvemmin seuraavien rahastojen syntymiseen. Tämä on hyvin yksinkertainen seuraus siitä, että nousukauden aikana osakesijoituksiin kohdentuva rahan tarjonta lisääntyy, jolloin kynnys tarjota tällaisia sijoitusmahdollisuuksia laskee ja alalle tulee laadullisesti huonompia sijoituskohteita ja toimijoita.

5. Kahdesta samojen vastuunalaisten yhtiömiesten hallinnoimasta peräkkäisestä rahastosta jälkimmäinen on keskimäärin suurempi. Tähän on syynä se, että uusia rahastoja pystyvät ylipäättään keräämään lähinnä ne yhtiömiehet, joiden aikaisemmat sijoitukset ovat olleet tuloksekkaita ja joilla tämä tuloksekkuus saa potentiaaliset sijoittajat luottamaan heidän osaamiseensa ja uskomaan varallisuutta heidän hoidettavakseen.

6. Suuremmat rahastot menestyvät paremmin kuin pienemmät. Tämä kertoo siitä, että niissä samojen vastuunalaisten yhtiömiesten ylläpitämässä rahastoissa, joiden järjestysluku on isompi, on yhtiömiesten kokemus myös isompi. Tämä voidaan toisaalta tulkita myös siten,

että kokeneimmat ja asiantuntevimmat yhtiömiehet hakeutuvat isoimpiin rahastoihin. Yksi syy tähän voi olla sekin, että erittäin pienellä pääomalla toimivien rahastojen hallinnointi nielee suhteellisesti suuremman osan tuotoista, sillä sijoituskoon kasvaessa ei työ kasva samassa suhteessa.

Gompers (1996, s.135) havaitsi, että nuoremmat ja kokemattomammat pääomasijoitusyhtiöt ja vastuunalaiset yhtiömiehet pyrkivät luomaan itselleen hyvää mainetta markkinoilla ja tästä syystä irtautuvat sijoituskohteistaan listautumisannin kautta ennen optimaalista ajankohtaa. Tämänkaltainen käyttäytyminen on ymmärrettävää, sillä ihanteellinen irtautumisajankohta ensimmäisen rahaston sijoituskohteista voi olla ajallisesti myöhempi, kuin se ajanjakso, jolloin yhtiö alkaa kerätä rahaa toista rahastoaan varten. Rahoittajien saaminen voi osoittautua vaikeaksi ilman kunnollisia näyttöjä voitollisesta sijoitustoiminnasta ja siksi näitä näyttöjä pyritään saamaan jopa tuoton kustannuksella. Tämä tietoinen käytös voi osaltaan selittää kokemattomampien yhtiömiesten rahastojen heikompaa menestystä.

3.2. Toteutuneet tuotot – katsaus Suomeen ja Yhdysvaltoihin

Suomalaisella aineistolla ei ole toteutettu puhdasta empiiristä tuottotutkimusta johtuen ehkä toimijoiden vähyydestä ja toiminnan lyhyestä historiasta, sillä näistä syistä tarpeeksi laajan aineiston kerääminen on ollut vaikeaa. Tällöin suomalaisen ja yhdysvaltalaisen pääomasijoitustoiminnan tuottavuuden vertaileminen on vaikeaa, ellei jopa mahdotonta. Pääomasijoittamista käsittelevässä tutkimuksessa tehdään usein jako eurooppalaisen ja yhdysvaltalaisen toiminnan välillä ja tässä tapauksessa on perusteltua niputtaa Euroopan maat yhdeksi kokonaisuudeksi, koska ne ovat institutionaalisilta ja yrityskulttuurisilta ominaisuuksiltaan enemmän toistensa kuin Yhdysvaltojen kaltaisia. Tällainen yhteenkoonti on myös käytännön sanelema ratkaisu, sillä useimmissa Euroopan maissa Isoa-Britanniaa lukuun ottamatta pääomasijoittaminen on edelleen ja varsinkin historiallisesti ollut melko pienimuotoista, jolloin tarpeeksi kookkaan aineiston saanti on yhtä ongelmallista kuin Suomen tapauksessa.

Luotettavan, todellisia tuottoja mittaavan ja tarpeeksi laajan aineiston saanti on kuten todettua ongelmallista. Yksinkertaisin tie on analysoida realisoituja tuottoja eli niitä sijoituksia, jotka pääomasijoittaja on jo joko myynyt jollekin taholle tai listauttanut pörssiin.

Tällainen analyysi aiheuttaa kuitenkin tuloksiin tuottojen keskimääräistä kokoa liioittelevan harhan, sillä tästä tarkastelusta jäävät pois ne epäonnistuneiksi katsottavat sijoitukset, joita ei koskaan saatettu realisointivaiheeseen, vaan jotka pääomasijoittaja on kirjannut omaksi tappiokseen tai realisoitunut jollakin sellaisella tavalla, jossa realisointihinnan määrittäminen on vaikeaa. Luotettavampi tapa tutkia tuottoja on verrata eri rahoituskierrosten välillä ilmeneviä sisäisen korkokannan menetelmällä (IRR) ilmeneviä tuottoja (Hege, Palomino & Schwienbacher, 2006). Tämä vertailu on mahdollista kaikissa niissä sijoituksissa, joissa on ollut useampi kuin yksi rahoituskierron, koska jokaisella rahoituskierroksella, jossa yritykseen tehdään oman pääoman ehtoinen sijoitus, tulee yrityksen arvo määritellyksi. Tällaiseen tarkasteluun voidaan ottaa mukaan kaikki sijoitukset riippumatta siitä onko niitä vielä ehditty realisoida ja ovatko ne voitollisia vai tappiollisia.

Hege ja Palomino tutkivat yllä kuvatulla menetelmällä pääomasijoitusten tuottoeroja Euroopan ja Yhdysvaltojen välillä. He käyttivät aineistoa vuosilta 1997-2006, jossa oli 233 yhtiötä Yhdysvalloista ja 146 Euroopasta. Aineistosta oli suljettu pois yhtiöt, joille IRR:ä ei voitu laskea. Tutkimuksen päätulokset olivat seuraavat:

- Yhdysvaltalaisten ja Eurooppalaisten pääomasijoittajien välillä on huomattava ja tilastollisesti merkitsevä tuottoero Yhdysvaltojen hyväksi.
- Osa tuottoeroista selittyy Yhdysvaltalaisten tekemillä suhteellisesti suuremmilla ensimmäisen rahoituskierron sijoituksilla.
- Yhdysvaltalaisten Eurooppaan tekemät sijoitukset eivät eroa tuotoiltaan eurooppalaisten Eurooppaan tekemistä sijoituksista.
- Listautumisen kautta realisoiduissa sijoituksissa ei ole tuottoeroja. Osakemyynnin kautta realisoiduissa sijoituksissa on pieniä tuottoeroja Yhdysvaltojen hyväksi. Kokonaistuottoerot johtuvat siten huonoiten menestyvästä sijoitusten luokasta, joka Euroopassa menestyy huomattavasti Yhdysvaltoja huonommin.

Edellä kuvatun tutkimuksen perusteella voidaan todeta, että pääomasijoittaminen on selvästi kannattavampaa toimintaa Yhdysvalloissa kuin Euroopassa tai Suomessa. Lisätukea tälle

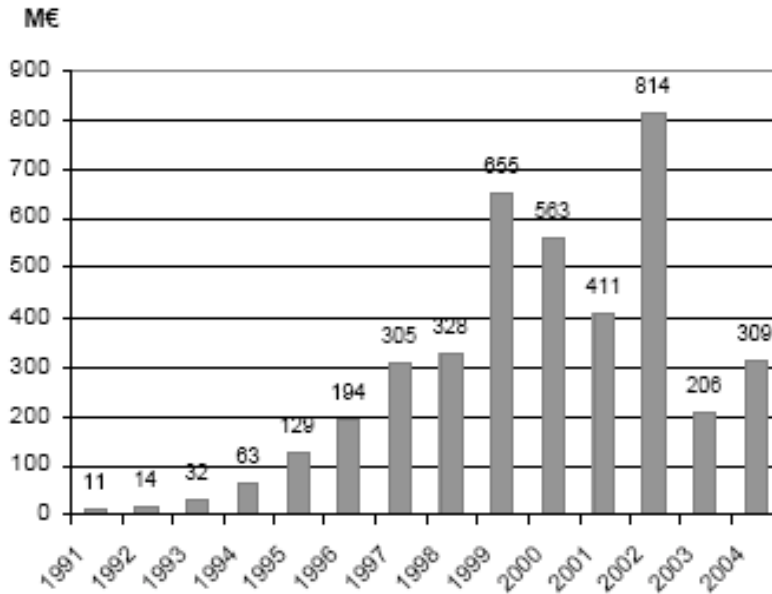
johtopäätökselle saadaan lähinnä useista kvalitatiivisista tutkimuksista, alan toimijoiden haastatteluista (ks Lindström, 2006) ja epämuodollisemmista lähteistä. Toisaalta Hegen, Palominon ja Schwienbacherin tutkimus nosti esiin sen mielenkiintoisen piirteen, että ne sijoitukset, jotka realisoidaan kaikkein toivotuimmilla tavoilla, eli osakeannin kautta ovat kummallakin alueella yhtä tuottoisia. Tällöin kokonaistuottoeron selittäjäksi jäävät huonosti menestyvät sijoitukset. Mahdolliseksi selitykseksi kirjoittajat tarjoavat yhdysvaltalaisen parempaa riskienkattamiskykyä.

3.3. Tilastotietoja pääomasijoittamisesta Suomessa ja Yhdysvalloissa

Pääomasijoittaminen on merkittävänä toimialana nuori koko maailman mittakaavassa, mutta vielä nuorempi ja tuorempi Suomessa. 1970- ja -80-luvuilla pääomasijoittamista harjoittaneet toimijat olivat pääosin sidoksissa johonkin ylempään instanssiin, joko julkiseen valtaan kuten esim. Sponsor Suomen Pankkiin tai yksityisiin suuryrityksiin. Itsenäisiä, pelkästään pääomasijoittamiseen keskittyneitä yrityksiä alkoi syntyä merkittävästi vasta 1980- ja 90-lukujen vaihteessa.

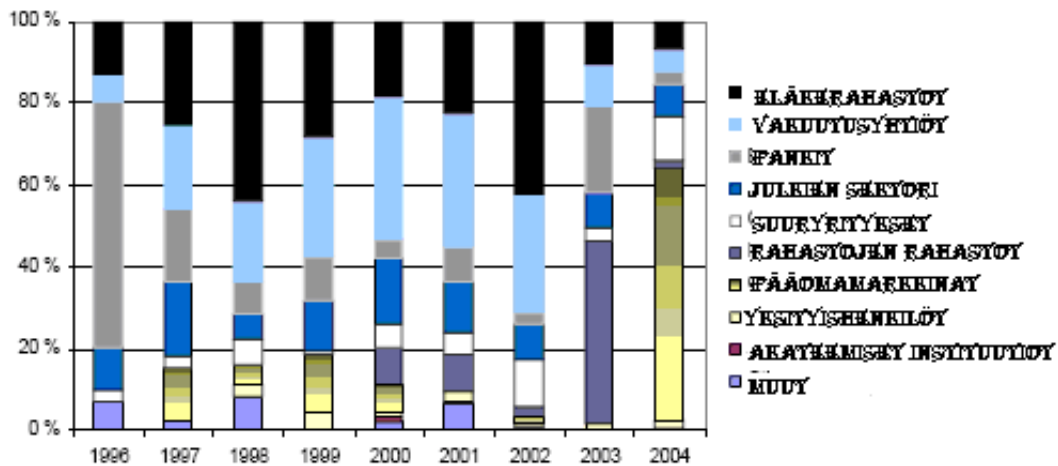
1990-luvun alussa pääomasijoittajien yhteensä hallinnoima varallisuus oli erittäin pieni (n. 100-200 M€), mutta kasvoi vuosikymmenen lopulle tultaessa merkittävästi. Esimerkiksi vuonna 1994 hallinnoitavat varat olivat 200 M€ ollen 0,2 % bkt:stä, mutta vuonna 2002 varallisuus oli noussut 3000 M€:hen muodostaen 2% bkt:stä (Tilastokeskus, kansantalouden tilinpito, 2007). Kansainvälisessä vertailussa Suomen pääomasijoitustoimialan koko on kuitenkin ollut OECD-maiden keskiarvoa alempi. EU-maiden keskiarvon Suomi ohitti vuonna 2002.

Suomalaisten pääomasijoitusten jakautuminen ja varallisuuden lähteet ovat tähän asti olleet varsin poikkeuksellisia muihin teollisuusmaihin verrattuna. Suomessa 1999 perustetuista rahastoista vain pieni vähemmistö, 7% perustettiin ulkomaisesta aloitteesta, ulkomaisen rahoituksen turvin, kun osuus muualla EU:ssa oli 21%. Suomalaiset pääomasijoittajat myös investoivat pääasiassa kotimaahan. Suomen Pääomasijoitusyhdistyksen (FCVA) tietojen mukaan 77% suomalaisten yritysten keräämistä varoista investoitiin Suomeen, 15% muihin Pohjoismaihin. Muiden maiden osuus oli hyvin pieni.



Kuva 4: Vuosittain kerätyt varat 1991-2004 (M€) (Lähde: FVCA)

1990-luvun lopulla suomalaisten pääomasijoittajien keräämä sijoitusvarallisuus kasvoi erittäin paljon, vuonna 2002 jopa kaksinkertaiseksi edellisvuoteen verrattuna. 2000-luvulla vuosittainen vaihtelu on ollut suurta.



Kuva 5: Sijoitusvarallisuuden lähteet 1996-2004 (Lähde: FVCA)

Oheisessa kuvasta 4 voidaan havaita pääomasijoituksiin kanavoituneen rahoitusvarallisuuden lähteiden muutos kuluneen vuosikymmenen aikana. Selkein havainto on pankkien merkityksen selkeä vähentyminen ja aivan viime vuosina tapahtunut pääomamarkkinoiden ja sijoitusrahastojen merkityksen kasvu. Onko kyseessä laajempi pörssiosakkeiden painoarvon

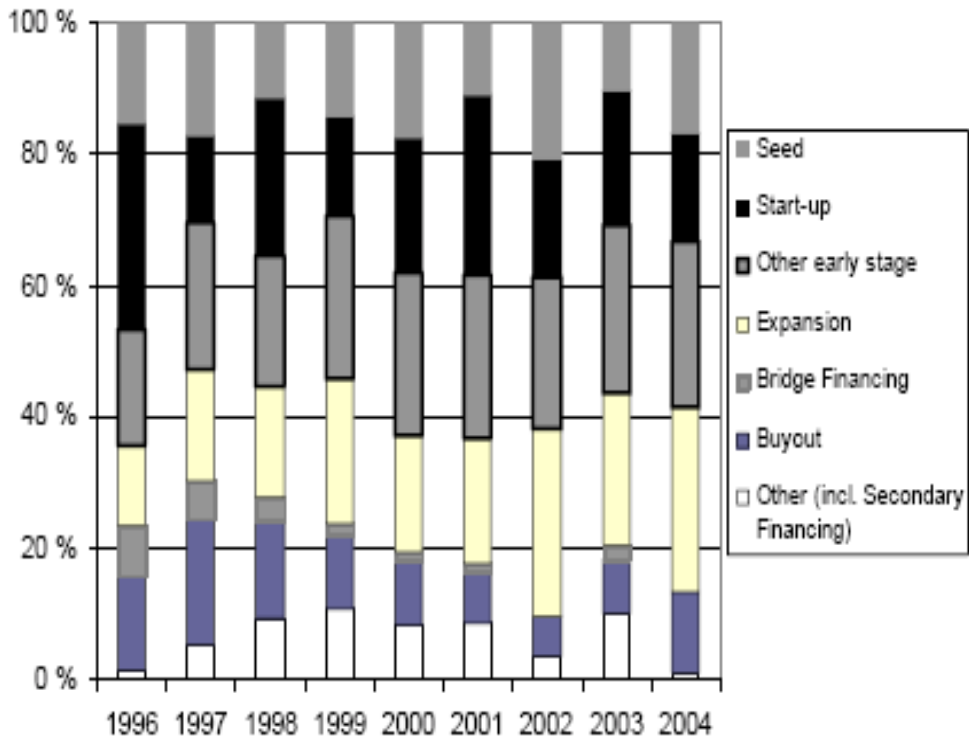
vähentäminen ja vaihtoehtoisten sijoituskohteiden, kuten venture capital-, Buy out- tai Hedge fund-sijoitusten painoarvon lisääminen?

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Venture capital - Sijoitukset yht.	25	59	64	76	30	52
Korkea teknologia, alkuvaihe	3	21	32	26	12	19
Muut, alkuvaihe	2	4	2	2	2	3
Korkea teknologia, kasvuvaihe	10	26	25	41	11	18
Muut, Kasvuvaihe	10	8	5	7	5	12
Buy Out - Sijoitukset	74	34	30	20	68	47
Muut	1	1	6	4	2	1
Yhteensä	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

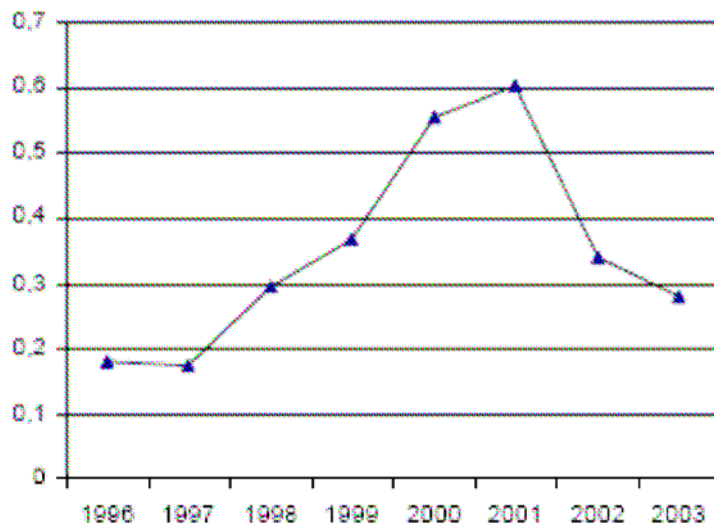
Taulukko 1: Sijoitusvarallisuuden jakautuminen eri kasvuvaiheiden yritysten välillä (Lähde: FVCA)

Yllä olevassa taulukossa on kuvattuna Suomessa vuosina 1998-2003 tehtyjen pääomasijoitusten jakautuminen kohdeyrityksiin niiden kehitysvaiheen mukaan. Taulukon perusteella voidaan havaita, että ero kypsien yrityksiin tehtävien Buy out- sijoitusten ja Venture capital-sijoitusten osuuksien välillä on vaihdellut huomattavasti lyhyellä ajanjaksolla. Vuonna 1998 vain 25% sijoituksista tehtiin venture capital-tyyppisesti, mutta vain kolme vuotta myöhemmin vuonna 2001 niiden osuus koko sijoitusmäärästä oli 76%. Selityksenä näin suuriin muutoksiin on se, että vuosien 1999-2001 teknologiaosakkeisiin liittyneen huuman johdosta myös pääomasijoittajat muuttivat radikaalisti sijoitusstrategioitaan ja allokointiaan pieniä IT-yrityksiä suosiviksi tarkoituksenaan näin nousseita arvostustasoja hyväksi käyttäen saada suuria ja nopeita realisoitvoittoja tuohon aikaan yleisten listautumisantien kautta.

Alla olevasta kuvioista 6 ja 7 voidaan havaita eri kehitysvaiheiden yrityksiin tehtyjen sijoitusten kappalemäärän pysyneen kuitenkin suhteellisen muuttumattomana rahallisiin eroihin verrattuna. Esimerkiksi Buy out-sijoitusten määrällinen osuus kaikista tehdyistä sijoituksista on pikemminkin laskenut viime vuosina ollen esimerkiksi vuonna 2002 7%, kun samana vuonna niiden rahallinen osuus kaikista tehdyistä sijoituksista oli 68%. Tämä selittyy sijoitusten huomattavan isolla koolla, sillä tyypillisessä Buy out-sijoituksessa ostetaan enemmistöosuus keskisuuresta yrityksestä, jolloin kyseessä on suuruusluokaltaan jopa kymmenien miljoonien eurojen operaatio.



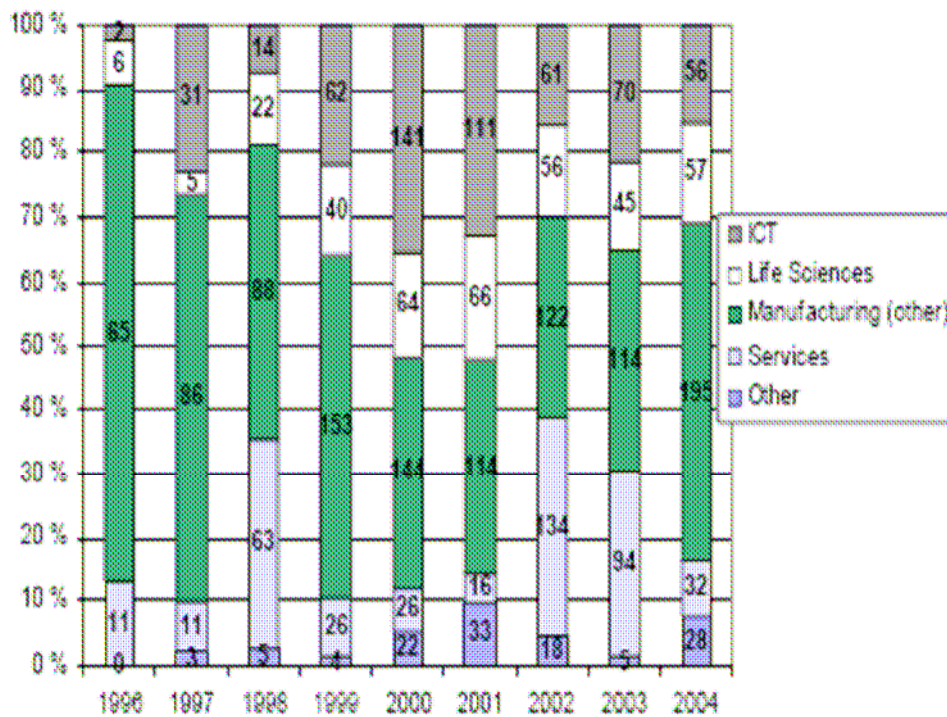
Kuva 6: Pääomasijoitusten jakautuminen eri kasvuvaiheiden yritysten välillä (Lähde:FVCA)



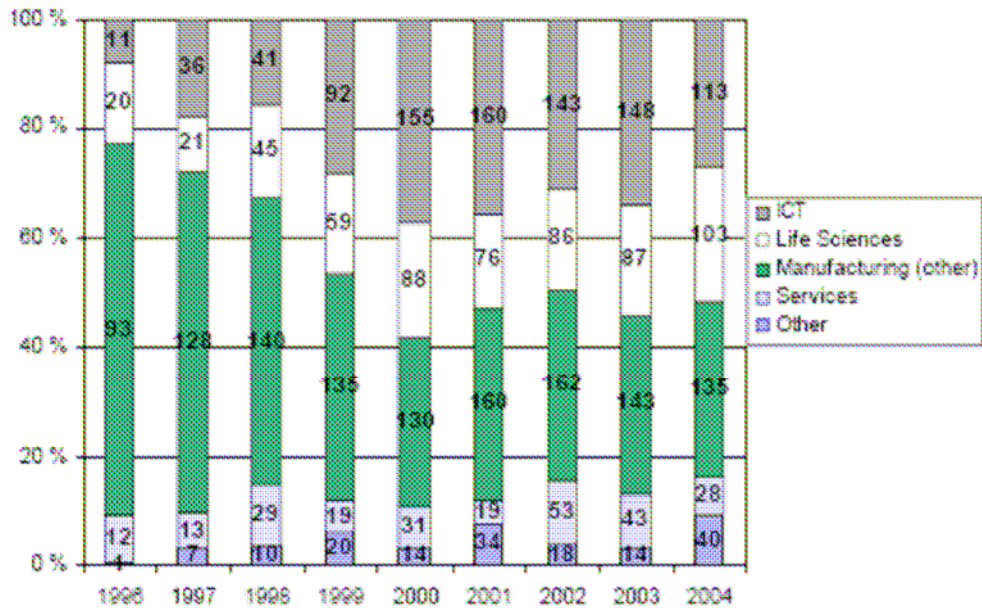
Kuva 7: Keskimääräisen sijoituksen koko aikaisen kasvuvaiheen (siemen-, käynnistys-, aikainen kasvu) yrityksiin M€ (Lähde: EVCA 2005)

Alla kuvissa 8 ja 9 on kuvattuna Suomessa tehdyt pääomasijoitukset toimialoittain sekä rahallisen arvon, että kappalemäärän mukaan jaoteltuina. Tehtyjen IT- ja Life Sciences-sijoitusten lukumäärän osuus kaikista tehdyistä sijoituksista kasvoi runsaasti vuoteen 2000

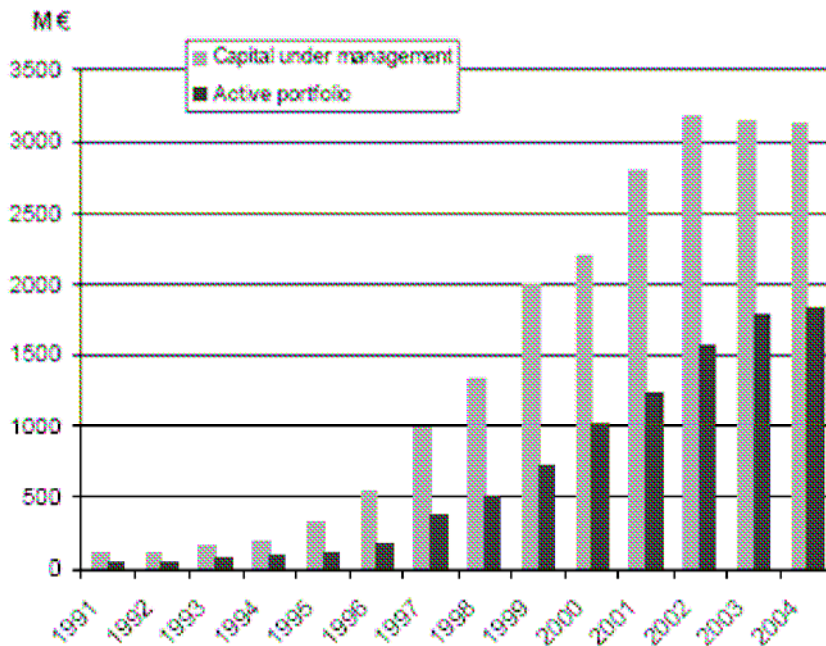
saakka ja on ollut siitä asti noin puolet kaikista sijoituksista. IT- ja Life Sciences-sijoitusten rahallinen osuus samaan aikaan on ollut kuitenkin vuosia 2000-2001 lukuun ottamatta vain noin 30 prosenttia sijoitusten rahallisesta kokonaisarvosta. Keskimääräiset sijoitusten koot näille toimialoille ovat siten pienempiä kuin muille toimialoille tehdyt ja sijoitusten koko on edelleen koko 2000-luvun laskenut, kun muilla aloilla keskimääräinen koko on noussut. Syynä tähän on se, että IT- ja Life Sciences-aloilla sijoitetaan kooltaan pienempiin yrityksiin (Luukkonen, 2006), jotka ovat myös muihin toimialoihin verrattuna epäkypsempiä. Tämä puolestaan osaltaan kertoo näiden toimialojen houkuttelevuudesta; näillä aloilla pienemmän toimijan on helpompi houkuttaa rahaa.



Kuva 8: Investoinnit toimialan mukaan (1996-2004) M€ (Lähde: FVCA)



Kuva 9: Investoinnit toimialan mukaan (1996-2004) kpl (Lähde: FVCA)



kuva 10: Kokonaissijoitusportfolion ja sijoitussitoumusten koko M€ (Lähde: FVCA2004)

Kuvassa 10 on havainnollistettu pääomasijoitusyritysten hankkimien sijoitussitoumusten ja toteutuneiden sijoitusten määrää. Kuvasta voidaan huomata, että sijoitussitoumukset hankitaan huomattavasti ennen kuin varsinaiset sijoitukset tehdään. Sijoitussitoumusten

käyttö lisää toimijoiden välistä keskinäistä luottamusta helpottaa toimintaa, sillä tällöin sijoitettava raha lunastetaan pääomasijoittajan käyttöön vasta kun sijoituskohde on varmistunut.

4. MAIDEN VÄLISET INSTITUTIONAALISET EROT

4.1. Lainsäädännölliset erot

Yhteiskunnalliset olot ovat erittäin tärkeä tekijä kun tehdään päätöksiä sijoittamisesta jollekin tietylle markkinalle tai tiettyyn maahan. Sodan, luonnonmullistukset ja poliittiset levottomuudet ovat omiaan vähentämään sijoittajien kiinnostusta panostaa liiketoimintaan tai tehdä sijoituksia, sillä nämä kaikki tekijät lisäävät toiminnan riskiä.

Yhteiskunnallisten olojen ja varsinkin lainsäädännöllisten olojen vaikutusta sijoitushalukkuuteen ja sijoituskyvyn korkeuteen voidaan tarkastella kahdella eri osa-alueella: Karkeampi tarkastelu käsittelee eri maiden välisiä maariskejä eli sitä kuinka turvallista on ylittää sijoittaa kyseiseen maahan. Maariskin käsite pitää sisällään esimerkiksi maassa ilmenevän korruption, rikollisuuden ja poliittisen hallinnon suosiollisuuden yrittäjyyttä ja yksityisomistusta kohtaan ylittää. Lisäksi maariskin vaikuttavat esimerkiksi työvoiman saatavuus ja maassa vallitseva sopimuskulttuuri eli se voiko solmittuun sopimukseen todella luottaa.

Tässä työssä tutkituissa maissa voidaan katsoa maariskin olevan kohtuullisen matalalla tasolla ja vielä tutkittujen maiden välillä suurin piirtein samaa tasoa. Erot maariskeissä muodostuvat huomattavimmiksi jos tarkastelu ulotettaisiin koskemaan kehitysmaita; jokainen käsittää pääomasijoituksen esimerkiksi Länsi-Eurooppalaiseen maahan vähäriskisemmäksi kuin sijoittamisen vaikkapa itäiseen Afrikkaan. Siksi olemmekin enemmän kiinnostuneita maiden lainsäädännöissä vallitsevista huomattavasti edellä kuvattua hienojakoisemmista eroista.

Sijoittamisen houkuttelevuutta eri maiden välillä käsittelevässä tutkimuksessa käytetään yleensä jonkinlaista laillisuusindeksiä (Engl. Legality index), joka on numeerinen mittari, jonka alle on erilaisilla painotuksilla koottu mm. sijoittajansuojaa, verotusta ja kirjanpitoikäytäntöjä yms. arvioivia tekijöitä. mm. EVCAN tutkimuksessa (Benchmarking European Tax and Legal Environments, 2004) vertailtiin Euroopan maiden välisiä eroja. Suomen olot arvioitiin 21 maan joukossa viidenneksi huonoimmiksi Iso-Britannian ollessa kärjessä.

La Porta et al. (2000) tutkivat sijoittajansuojaa 49:ssä maassa verraten osakkeenomistajan asemaa velkojan asemaan konkurssitilanteessa. Hyvin tarkoin määriteltyä ja muodollisen lainsäädännön avulla kodifioitua sijoittajansuojaa pidetään yhtenä keskeisimpänä tekijänä toimivien osakemarkkinoiden kehittymiselle ja yleinen käsitys on, että anglo-amerikkalaisissa maissa käytössä oleva tapa-oikeus (common law) on tässä mielessä mannereurooppalaista ja Pohjoimaissakin käytössä olevaa siviilioikeutta parempi oikeudellinen järjestelmä. La Porta et al muodostivat tutkimansa perusteella vähemmistöomistajien oikeuksia kuvaavan omistaja-indeksin, jossa Suomi sijoittui luvulla 3 maailman keskitasolle Yhdysvaltain sijoituessa paremmin arvolla 5. Toisena merkittävänä havaintona oli Suomen sijoittuminen kärkisijoille yhdessä Yhdysvaltain ja muiden pohjoismaiden kanssa yhteiskunnan yleistä lainkuuliaisuutta kuvaavassa laillisuusindeksissä. Megginson (2002) tutki pääomasijoittamista tapa-oikeutta käyttävien maiden ja siviilioikeutta käyttävien maiden välillä ja havaitsi pääomasijoitusten osuus tapa-oikeusmaissa oli vuonna 2000 1,14% BKT:sta. Kun se siviilioikeusmaissa oli vain 0,31%. Lisäksi hän havaitsi, että osakemarkkinoiden arvo (engl. market capitalization) tapaoikeusmaissa oli 166% BKT:stä kun se siviilioikeusmaissa oli 105% BKT:stä. Sen sijaan tuotekehityskulujen osuus BKT:stä oli siviilioikeusmaissa suurempi 2,1% verrattuna tapaoikeusmaiden 1,60%:n. Hege ja Palomino havaitsivat jo aiemmin referoidussa tutkimuksessaan, että pääomasijoitusten tuotoissa ei ole merkitsevää eroa siviili- ja tapaoikeusmaiden välillä.

Seuraavassa tarkastelemme oikeudellisia olosuhteita hieman yksityiskohtaisemmin ja tutkimme eroaako sijoitusten lainsäädännöllinen kohtelu Suomen ja Yhdysvaltojen välillä seuraavissa tapauksissa:

1. Kotimaisesta lähteestä kotimaiseen yritykseen tai liiketoimintaan tehtävä sijoitus.
2. Ulkomaisesta lähteestä kotimaiseen yritykseen tai liiketoimintaan tehtävä sijoitus.

Tarkastelemme näitä kahta erilaista tapausta kahden eri lainsäädäntöön liittyvän kysymyksen valossa:

1. Onko joillakin sijoittajilla lakisääteisiä rajoituksia siitä, mihin ne saavat sijoittaa?

Tämän tyyppiset rajoitukset tulevat kyseeseen lähinnä sijoitusmarkkinoilla toimivista tahoista eniten rajoittuneimpien, eläkevakuutusyhtiöiden kohdalla, näihin verrattuna yksityiset sijoitusrahastot kohtaavat lähinnä itsesäätelyn puitteissa ilmeneviä rahastokohtaisia rajoituksia eikä niitä ole syytä käsitellä tässä yhteydessä. Suomessa työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan tarkoituksena on ennen kaikkea turvata eläkevarallisuuden säilyvyys ja pyrkiä maltilliseen kasvuun. Sen johdosta eläkevakuutusyhtiöiden sijoitusvarallisuuden allokointia osakesijoituksiin on rajoitettu enimmillään 25 prosenttiin lakisääteisen eläkevakuutuksen kohdalla (Sosiaali- ja terveysministeriö 2005, OECD 2005: Survey of quantitative investment regulation of pension funds). Pääomasijoitusten enimmäisosuutta ei ole erikseen säännelty muutoin kuin erilaisten suositusten avulla, mutta suurimpien suomalaisten eläkevakuuttajien Ilmarisen ja Varman kohdalla osuudet olivat n. 2 %:n luokkaa (Vuosikertomukset Varma 2005 ja Ilmarinen 2005). Yhdysvalloissa Eläkevakuutusyhtiöiden sijoituspolitiikkaa koskeneet rajoitukset helpottuivat voimakkaasti jo 1979 ja nykyään muodollisia rajoituksia eri sijoituskohteiden- tai luokkien painolle ei ole (OECD 2005, Gompers, 1994).

Vaikka edellä ilmenee, että maiden välillä on eroja siinä miten paljon eläkevakuuttajat saavat allokoida varojaan pääomasijoituksiin, huomataan kuitenkin, että maksimiosuudet ovat melko suuria ja että sijoituksia rajoittaa enemmänkin yhtiöiden oma halukkuus kuin lainsäädäntö.

2. Pitääkö sijoittajalla olla juridisesti rekisteröityä toimintaa (permanent establishment) kohdemaassa?

Taloudellis-oikeudellisena käsitteenä 'permanent establishment' tarkoittaa sitä, että taloudellinen toimija joutuu perustamaan jonkinlaisen maaorganisaation tai tytäryhtiön kaikkiin niihin maihin, jossa se harjoittaa liiketoimintaa, tässä tapauksessa sijoitustoimintaa. Tällaisen organisaation perustaminen ja rakentaminen aiheuttaa aina kuluja ja on luonnollisesti kalliimpi vaihtoehto verrattuna tilanteeseen, jossa tarvetta tällaiseen yhtiöön ei ole. Tällöin liiketoiminnan aloittamiseen liittyvät pakolliset kulut nostavat pääomasijoittajan

kynnystä siirtyä uudelle markkinalle. Jo useiden vuosien ajan moderneissa talouksissa ja varsinkin talouspoliittisessa keskustelussa on ollut selviö, että ulkomaiset sijoitukset kotimaahan ovat hyvin toivottava ja positiivinen asia. Tämän johdosta sääntelyä on voimakkaasti purettu ja jopa näennäisesti sosialistisessa Kiinassa ulkomaalaisten omistamat tai yhteisyritykset ovat olleet arkipäivää jo vuosien ajan. Nykyään voidaan sanoa, että pääomasijoittajalle aiheutuvat suurimmat esteet ja kustannukset uudelle markkina-alueelle tulosta johtuvat ensisijaisesti luonnollisista liiketaloudellisista kustannuksista, kuten markkinainformaation ja tiedon keräämisestä, tarvittavan henkilöstön palkkaamisesta, toimitiloista yms., eikä niinkään juridisesta pakosta aiheutuvista kuluista.

Yhdysvaltojen ja Suomen tai muidenkaan läntisen Euroopan maiden välillä ei ole merkittäviä eroja siinä miten ulkomaisesta lähteestä tulevaa sijoitusvarallisuutta kohdellaan.

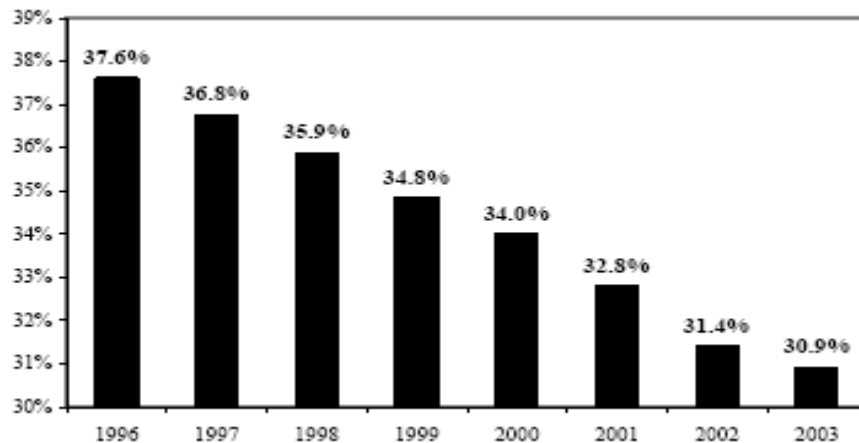
4.2. Verotuksen erot

Yleistä

Eräs tärkeimmistä sijoituspäätöksiin ja taloudelliseen toimintaan liittyvistä institutionaalisista kysymyksistä on verotus. Kansainvälisen sijoittamisen näkökulmasta sijoitusten erilainen verotuskohtelu eri maiden välillä on merkittävä kilpailutekijä ja eri maiden välisen pääomaliikenteen jatkuva lisääntyminen korostaa entisestään suotuisten verotusolosuhteiden merkitystä kilpailtaessa maihin tehtävistä sijoituksista. Toisesta maasta saatavaan osinkoon liittyy yleensä kahdenkertaisen verotuksen ongelma, jolloin sijoituksen kohdemaan veroviranomaiset pidättävät tavanomaisen osinkoveron jonka jälkeen tuotonsaajan kotimaan verottaja pidättää vielä saadusta nettotulosta veroa. Tällaiset tilanteet on pyritty eliminoimaan verosopimuksilla joiden perusteella tuotonsaajilla on oikeus hakea takaisin osingon maksumaassa pidätettyä veroa. Esimerkiksi Suomella on kahdenkertaisen verotuksen välttämiseksi solmittu verosopimus yli 120 maan kanssa. Osinkoverotus ei kuitenkaan nouse merkittäväksi ongelmaksi pääomasijoittamisen osalta, sillä lähemme olettamuksesta, että kohdeyritykset eivät maksa osinkoa, vaan kaikki tulovirta käytetään operatiivisen liiketoiminnan kuluihin ja investointeihin.

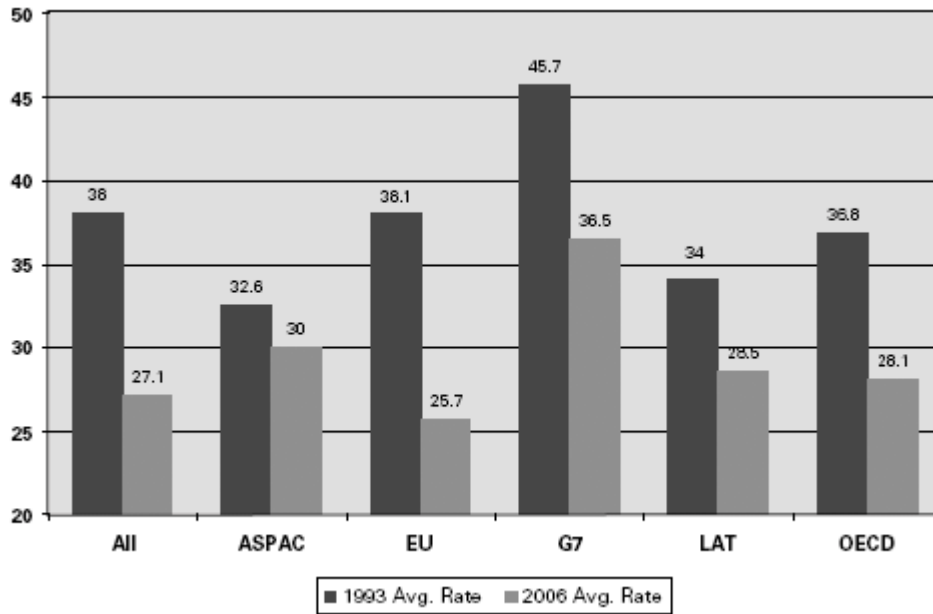
Yritysverotuksen erot

Kaikkeen yritystoimintaan vaikuttava verotusta koskeva kysymys on yritysveron taso eli se verokanta, jolla minkä tahansa yrityksen tulosta verotetaan. Ennen talouden laajempaa globaalistumista 1970-luvuilla yritysten tuloksestaan maksama vero oli erittäin korkea, monissa maissa jopa 50%. Tuolloin valtioiden ei ollut tarpeellista kilpailla nykyisessä määrin siitä mihin yritykset sijoittavat toimintojaan ja mitä ne pitivät kotimaanaan. Korkea verokanta vaikutti myös suuresti siihen, että yritykset eivät edes pyrkineet aikaansaamaan näkyvää tulosta vaan tulosta yritettiin piilottaa erilaisilla kirjanpidollisilla keinoilla. Toiminnasta jäänyttä voittoa ohjattiin varsinkin Suomessa paljon myös investointeihin, joiden osuus bkt:sta oli 1950-80-luvuilla kansainvälisesti vertaillen hyvin korkea (ks. Esim Matti Pohjola, *tehoton pääoma*, 1996). 1990- ja 2000-luvuilla yritysverotusta on alennettu OECD-maissa erittäin radikaalisti. Oheisesta kuviosta voi havaita selkeän alenevien yritysveroasteiden trendin.



Kuva 11: Keskimääräinen yritysveroaste OECD-maissa 1996-2003 (Lähde: Cato-institute, *tax&budget bulletin* 18, 2003)

Yllä olevasta kuvasta 11 voidaan havaita veroasteiden alenemisen koskettavan voimakkaastikoko maailmaa.



Kuva 12: Keskimääräisen yritysveroasteen muutos 1993-2006 eri talousalueilla (Lähde: KPMG Corporate Income Tax Rate Analysis, 2006)

Yhdysvaltojen yritysverokäytäntö on varsin erilainen verrattuna esimerkiksi Suomeen, jossa verokanta on OECD:n keskitasoa hieman matalampi 26%. Yhdysvalloissa on liittovaltiotasolla yritysverokantana 35%, jonka lisäksi osavaltiot perivät keskimäärin 5% suuruista veroa. Tämä on selvästi korkeampi taso, kuin muissa OECD-maissa. Yhdysvaltalaiseen käytäntöön kuuluvat kuitenkin mittavat ja vaihtelevat verovähennykset, jotka laskevat todellista veroastetta huomattavasti. Lisäksi tarkasteltaessa pääomasijoituksia on syytä pohtia yritysverotuksen merkitystä, sillä varsinkin aikaisen kasvuvaiheen yritykset toimivat usein tappiollisesti, jolloin yritysverotuksella ei ole merkitystä. Olennaisempi verotukseen liittyvä kysymys on arvopapereiden luovutusvoittojen verotuskohtelu, eli veroseuraamukset tilanteessa, jolloin osuus sijoituskohteessa realisoidaan voitollisesti. Suomen tämänhetkinen luovutusvoittojen verokanta on 28%. Yhdysvalloissa verokanta on hieman korkeampi 35%.

Edellisten kappaleiden perusteella voitaneen todeta, että välittömät verotulososuhteet ovat Suomessa hieman paremmat kuin Yhdysvalloissa. Näin on etenkin luovutusvoittoverotuksen kohdalla. Toisaalta verotus vaikuttaa kasvuyritystoimintaan ja pääomasijoittamiseen myös välillisesti, kuten esimerkiksi työn verotuksen ja arvonlisäverotuksen kautta, mutta tutkimuksen aihepiiriä ei ole syytä laajentaa käsittelemään näitä verotuksen osa-alueita.

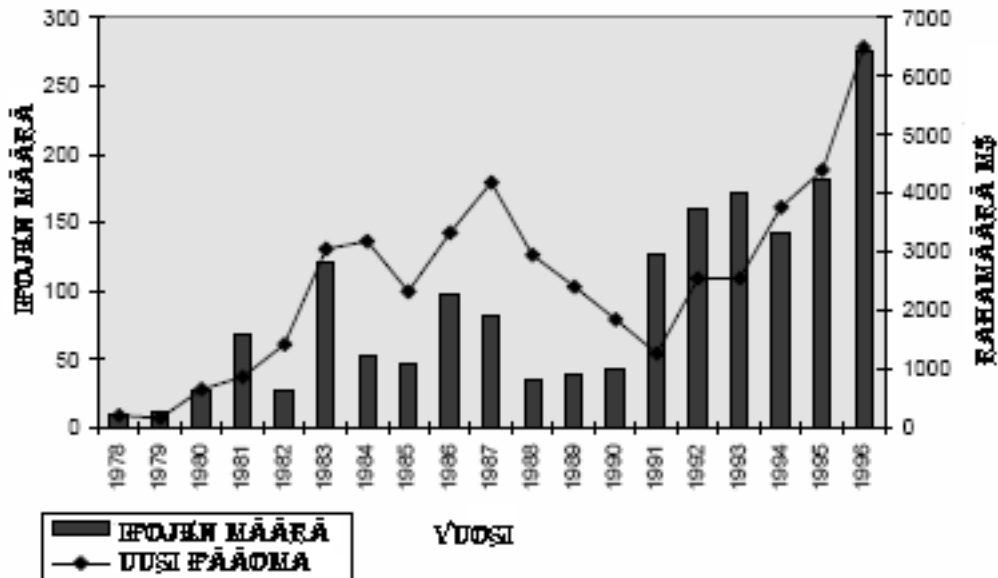
4.3. Erot rahoitusmarkkinoiden rakenteissa ja toiminnassa

4.3.1. Erot sijoitusten realisointimahdollisuuksissa – toimivien osakemarkkinoiden merkitys

Pääomasijoittaminen on yleensä pitkäjänteistä sijoittamista, jossa ei tavoitella spekulatiivisia voittoja ja joissa sijoittaja osallistuu aktiivisesti sijoituskohteen toimintaan ja pyrkii siten vaikuttamaan suotuisasti sijoituksen arvon kasvuun. Sijoitusaika voi vaihdella muutamasta kuukaudesta jopa yli kymmeneen vuoteen, mutta lopulta aina koettaa hetki, jolloin sijoituksesta luovutaan, jolloin se muutetaan rahaksi tai todetaan arvottomaksi. Kun kyseessä ovat usein kokonaiset keskisuuret yritykset tai ainakin hyvin suuret osuudet haluaa sijoittaja varmistua sijoituskohteen, tai paremmin varallisuusluokan yleisestä likviditeetistä tai rahaksimuutettavuudesta. Monen varallisuusluokan kuten hajautetusti omistettujen pörssiosakkeiden ja joukkolainojen likviditeetti on hyvin korkea, kun taas esimerkiksi kiinteän omaisuuden, metsän tai kiinteistöjen likviditeetti saattaa olla hyvin heikko. Myös pääomasijoittajien salkuissa olevien listaamattomien osakeyhtiöiden likviditeetti saattaa olla markkinatilanteesta riippuen hyvin heikko, joskus jopa olematon.

Pääomasijoitusten realisointikeinot voidaan jakaa aiemmin mainittua karkeammin kahteen luokkaan: Pörssilistautumiseen tai yksityiseen myyntiin. Molemmissa tapauksissa voi joinakin aikoina syntyä tilanteita, joissa myyntihalukkuudesta huolimatta sijoitusta ei pystytä myymään. Esimerkiksi vuosituhaten vaihteen pörssikuplan jälkeen Suomessa ei vuosina 2002 ja 2003 tehty ollenkaan listautumisia. Tämä 'alennustila' poisti käytännössä pääomasijoittajilta kaikkein tuottoisimman realisointitavan. Nämä vuodet sekä niitä edeltäneet buumivuodet ovat toki hyvin poikkeuksellisia suuresta listautumisten määrän vaihtelusta johtuen. Parin vuoden tasolla tapahtuvat vaihtelut eivät luultavasti vaikuta pitkällä tähtäimellä tapahtuvaan toimialakehitykseen ja alan kasvuun. Enemminkin siihen vaikuttaa se, että Suomen, niin kuin minkä tahansa muun pienen talouden sijoitusvarallisuus on riittämätön kunnollisten listautumismahdollisuuksien synnyttämiseen. Likviditeetin lisäämiseksi jotkin suomalaiset yritykset ovat listautuneet pelkästään ulkomaille, kuten esimerkiksi Inion(2004) ja Talvivaara(2007) Lontooseen.

Pörssin kautta hankittavan lisärahoituksen kehittymättömyys ei ole pelkästään Suomen tai muiden pienien talouksien ongelma, vaan myös monilla suurilla teollisuusmailla on vastaava pulma.



Kuva 13: Listautumisannit pääomasijoituksista ja uudet sijoitukset (Lähde: BlackGilson, 1998)

Black&Gilson (1998) vertailivat tutkimuksessaan Yhdysvaltojen ja Saksan pääomasijoitusmarkkinoita halutessaan löytää eroja niiden talouksien välillä joiden rahoitusjärjestelmä on pankkikeskeinen ja niiden joiden rahoitusjärjestelmä on enemmän osakemarkkina- ja pörssikeskeinen. Heidän lähestymistapansa korosti sitä, että pääomasijoittaminen voi muodostua tietyllä markkinalla tai alueella merkittäväksi toiminnaksi ainoastaan silloin, jos sijoituksista on hyvät edellytykset irtautua listautumisannin avulla ja he toteavatkin, että listautumisannin lukumäärä korreloi voimakkaasti seuraavana vuonna tehtävien pääomasijoitusten rahallisen arvon kanssa (ks. kuva 13 yllä). Tällaisia maita ovat etenkin Yhdysvallat, Iso-Britannia ja Kanada, joista kahdessa ensimmäisessä on pitkät perinteet pörssissä tapahtuvaan yhtiöiden arvonmääritykseen ja kaupankäyntiin. Näiden maiden vastakohtana mainitaan merkittävistä talouksista juuri Saksa sekä Japani, jossa yhtiöiden omistus on ollut voimakkaasti ristikkäistä siten että suuret pörssi-yhtiöt omistavat toisiaan ja lopullinen vallankäyttäjä on useasti jokin suuri pankki. Myös Saksassa rahoitusjärjestelmä on ollut voimakkaasti muutaman suuren pankkikonsernin ympärille keskittynyt. Suomen tilannetta ennen 1990-luvun lamaa voidaan pitää hyvin samanlaisena kuin Saksan ja Japanin tilannetta, koska maamme pankkisektori oli

hyvin keskittynyt varsinkin yritysrahoituksen alueella ja niiden ympärille oli muodostunut teollisuusyritysten ja vakuutusyhtiöiden ryhmittymiä, joissa pankkien johtohenkilöstö käytti voimakasta valtaa (ks. Esim. Kuisma: Kahlittu raha, kansallinen kapitalismi tai Vihola: Rahan ohjaaja)

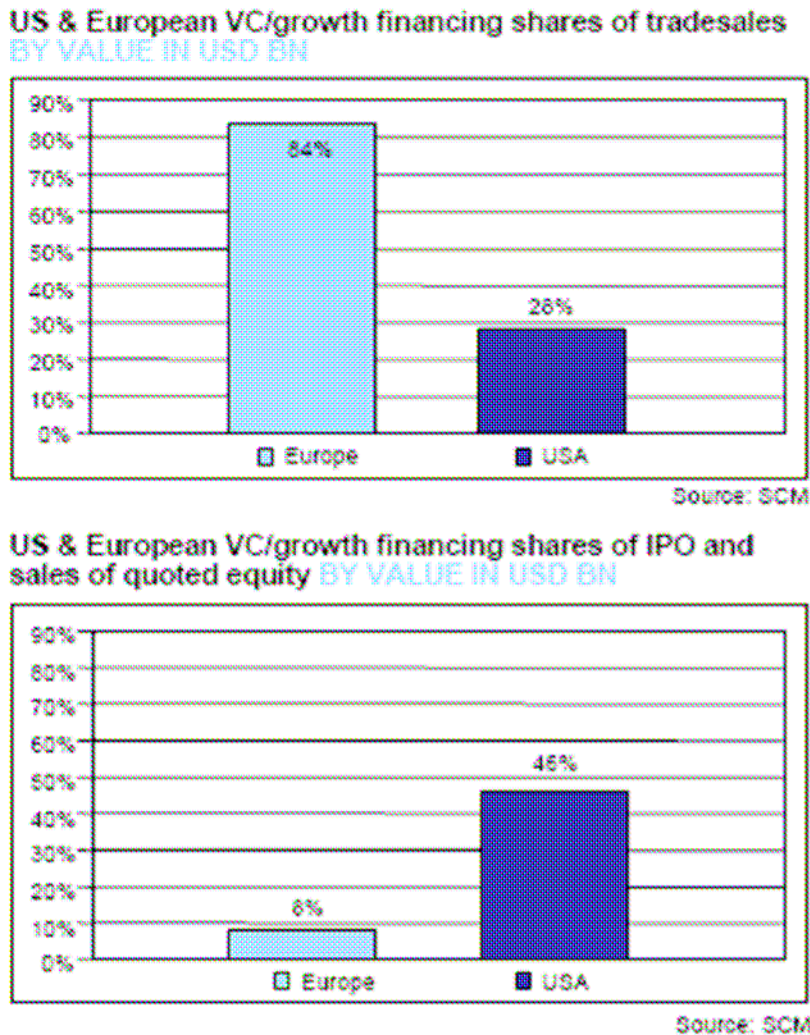
Taulukko 2: Venture Capital- sijoitusten realisoinnit 1984-1993 Yhdysvalloissa (kpl) (Black&Gilson).

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
IPO	53	47	98	81	36	39	42	127	160	172
YRITYSKAUPPA	59	83	90	113	106	101	76	65	90	78
YHTEENSÄ	112	130	188	194	142	140	118	192	250	250

Oheisessa taulukossa on havainnollistettu eri realisointitapojen jakautumista. Varsinkin osakeantien merkitys kasvoi kuvatulla ajanjaksolla moninkertaiseksi.

Black&Gilson toteavat lisäksi, että hyvien listautumisantimahdollisuuksien olemassaolo on hyvä kannustin alkuperäisille omistajille lähteä hankkimaan pääomarahoitusta, sillä tuleva odotettu listautuminen antaa yrittäjälle mahdollisuuden hankkia takaisin pääomasijoittajalle aiemmin myyty osuus. Yrityskauppana tehdyssä realisoinnissa taas koko yritys myydään jollekin toiselle sijoittajalle tai yritykselle. Toisaalta voidaan ajatella, että alkuperäisten yrittäjien syy myydä omistuksensa pääomasijoittajalle oli juuri rahan puute, jolloin voisi kuvitella muutaman vuoden päästä tapahtuvan takaisinoston olevan kohtuullisen harvinainen tapahtuma johtuen juuri mainitusta rahan puutteesta. Kirjoittajat toteavat myös, että listautumisantien kautta realisoidut pääomasijoitukset tuottivat yhdysvaltalaisille rahastoille 60% keskimääräisen vuosituoton, kun yrityskauppana realisoiduissa sijoituksissa vuosituotto oli vain 15%. 60%:n tuottoa voidaan pitää huomattavana ja siihen tulee suhtautua varauksella, vaikkakin monissa tutkimuksissa todetaan vastaavissa tapauksissa saavuttujen voittojen olevan selvästi suurempia kuin muilla realisointitavoilla saavutettujen tuottojen. Esimerkiksi Lerner ja Gompers (1999b), havaitsevat, että listautumisannin avulla realisoidut sijoitukset tuottavat yli kaksinkertaisesti sen minkä yrityskaupan avulla realisoidut sijoitukset. Myös Maula (2000) ja Sahlman (1990) korostavat listautumisannin merkitystä pääomasijoituksen realisointikanavana. Strategic capital management toteaa tutkimuksessaan (2005), että Euroopassa yrityskaupat (engl. trade sales) ovat paljon merkittävämpi

realisointikeino kuin Yhdysvalloissa, jossa taas Listautumisannit (IPO) näyttelevät suurempaa roolia (ks. kuva 14 alla).



Kuva 14:Pääomasijoitusten realisointi Yhdysvallat vs. Eurooppa (lähde: SCM, 2005)*

4.3.2. Rahan tarjonnan ja kysynnän vaihteluiden vaikutus pääomasijoitusten tuottoihin

Eräs rahoituksen tutkimuksen aina ajankohtaisista kysymyksistä on vaikuttavatko eksogeeniset muutokset arvopapereiden kysynnässä niiden arvostustasoihin. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan yrityksen osakkeet eivät ole mitään yksilöllisiä luomuksia, vaan enemmänkin abstrakteja oikeuksia tulevaisuudessa odotettavissa olevaan epävarmaan tulovirtaan (Scholes, 1972). Tällöin ainoan arvostuksiin vaikuttavan seikan pitäisi olla muutos näissä odotuksissa. Kuitenkin monesti rahoitusmarkkinoiden arkea seuraamalla voi

saada hyvin toisenlaisen käsityksen osakkeiden arvostusperiaatteista ja hinnanmuodostuksesta.

Pääomasijoittamisen tapauksessa arvostuskysymystä voidaan tarkastella seuraavasti: Kysynnän kohteena olevat 'arvopaperit' tarkoittavat kaikkia taloudessa olevia yrityksiä, jotka ovat potentiaalisia pääomarahoituksen etsijöitä. Läheskään kaikki yritykset eivät tähän joukkoon kuulu, sillä valtaosa yrittäjistä arvostaa vakautta ja itsemääräämisoikeutta enemmän kuin lisärahoituksen tuomia kasvumahdollisuuksia. Tästä huolimatta rahoituksen havittelijoiden joukko ja siten pääomarahoituksen kysyntä on huomattavan suuri, edellä todetun mukaisesti paljon suurempi kuin tarjolla oleva rahoitus. Kun lisäksi suuri osa tarjolla olevasta rahasta ohjautuu suuriin buy-out-järjestelyihin, voidaan sanoa, että rahoituksesta on jatkuvaa puutetta ja sijoittajat voivat karsia huonot sijoituskohteet pois.

Rahan tarjonnassa tapahtuu joskus suuria lisäyspiikkejä, kuten esimerkiksi 1980-luvun puolivälin nousukauden tai vuosituhannen vaihteen IT-huuman aikana, jolloin pääomasijoituksiin sekä ohjautui lisää rahaa, että markkinoille tuli lisää toimijoita, joista monet olivat varsin kokemattomia. Molempina ajanjaksoina lisärahan tulvaa seurasi pääomasijoitusten tuoton pudotus, joka johtuu kahdesta seikasta. Ensimmäinen syy on pääomasijoittajien keskimääräisen osaamisen tason lasku, joka johtui runsaasta uusien toimijoiden markkinoille tulosta. Toinen syy oli rahan tarjonnan kasvusta johtunut pääomasijoittajien lisääntynyt kilpailu hyvistä sijoituskohteista, mikä on nostanut sijoituskohteiden arvostustasoja. Mikäli hyvien kasvuyritysten määrä eli rahan kysyntä on vakio tai kasvaa jollakin maltillisella ja pitkällä aikavälillä tasaisella vauhdilla, laskee rahan tarjonnan kasvu väistämättä sijoituskohteiden keskimääräistä tasoa, sillä osa ylimääräisestä rahasta sijoitetaan tasoltaan aiempaa huonompiin kohteisiin. Käsite 'hyvä sijoituskohte' on hyvin abstrakti ja siksi sitä ei ole järkevää määritellä tarkemmin. Tässä sillä voidaan ajatella tarkoitettavan mm. kasvuyrityksen yrittäjä-omistajan ammatillista kykyä tai lahjakkuutta, jollaisten ominaisuuksien lisääntyminen ei ole markkinatilanteesta riippuvainen. Toisaalta voidaan ajatella, että jonkin merkittävän teknologian innovaation kaupallistaminen luo hetkellisesti suuren määrän hyviä mahdollisuuksia kasvuyrittämiselle ja siten lisääisi hyvien sijoituskohteiden määrää. Viimeksi näin ajateltiin vuosina 1998-2000 It-huuman aikaan, jolloin monet myöhemmin katastrofeiksi osoittautuneet hankkeet saivat mittavaa pääomarahoitusta. (ks. Esim. Boo.com, Gunnar Lindstedt, 2001).

Lerner ja Gompers (2000) tutkivat yli 4000 vuosina 1987-1995 tehtyä pääomasijoitusta ja havaitsivat pääomarahoituksen tarjonnan määrän eri vuosina vaikuttavan positiivisesti voimakkaasti sijoituskohteiden arvostuksiin. Kaksinkertaistuminen tarjonnassa lisäsi hintatasoa 7-21%. (Vielä suurempi vaikutus oli kuitenkin julkisesti listattujen osakkeiden hintojen kasvulla, kaksinkertaistuminen pörssihinnoissa lisäsi pääomasijoitusten arvostustasoja 15-35%.) Korkeammat arvostukset saattavat johtua myös siitä, että eri vuosina ja varsinkin rahan tarjonnan lisääntyessä investoidaan erilaisiin yrityksiin, kuin silloin kun rahasta on pulaa. Vaikka pääomasijoittajien käytössä olevan rahan määrä kasvaisi lyhyessä ajassa voimakkaasti, ei sijoituspäätöksiin osallistuvien henkilöiden määrä kasva samassa suhteessa vaan sijoitusjohtajat joutuvat jakamaan aikaansa yhä useamman kohdeyrityksen kesken tai vaihtoehtoisesti kasvattamaan kertsijoitusten kokoa. Tästä seuraa se, että kohdeyritysten profiili muuttuu kypsempään suuntaan. Tällöin voidaan ajatella, että kypsempiä yrityksiä arvostettaisiin korkeammalle ja sitä kautta yleinen arvostustaso nousisi. Mitään varsinaista näyttöä tästä ei tutkimuksessa kuitenkaan ole havaittu. Sivuvaikutuksena tällaisesta ilmiöstä on se, että siemen-, ja aloitusvaiheen yritykset kärsivät vaikka tarjolla olevan rahan määrä onkin lisääntynyt. Sijoittajahan haluaa mitata myös jonkinlaisen hinnan työtunnilleen ja sekä iso, että pieni yritys vaativat tässä mielessä lähes yhtä paljon huomiota.

Mikä sitten lisää rahan tarjontaa eri sijoituskohteisiin yleensä ja pääomasijoitukseen erityisesti ja laskeeko se välttämättä tuottoja edellä kuvattua ajatuskulkua noudattaen?

Rahan eli tässä tapauksessa sijoitusvarallisuuden tarjonta on lyhyellä aikavälillä vakio ja lisääntynyt tarjonta jossakin luokassa on pois jostakin toisesta luokasta. Tyypillinen tilanne on sellainen, jossa nousevien osakemarkkinoiden kautena sijoittajat lisäävät osakesijoitusten ja niihin luettavien pääomasijoitusten osuutta ja vähentävät kenties korkosijoitusten osuutta, kun taas taloudellisen taantuman aikana korkosijoitusten paino nousee. Julkisesti listattujen arvopapereiden hintojen kohoamisen vaikutuksen rahan tarjontaan myös pääomasijoitukseen voi ymmärtää helposti, sillä tällöin sijoittajien mielessä ovat lisääntyneet mahdollisuudet realisoida sijoituksensa listautumisen kautta, joiden määrää kohonneet hinnat pörsseissä kiistämättä lisäävät.

5. YHDYSVALTOJEN JA SUOMEN VÄLISET KULTTUURIEROT

Aikaisemmissa maiden ja markkinoiden välisiä eroja käsittelevissä kappaleissa on käsitelty varsin selkeästi havaittavia institutionaalisia ja kvantitatiivisia eroja, kuten tarjolla olevan sijoitusvarallisuuden määrää. Menestyksellinen kasvuyritystoiminta ja siihen liittyvä pääomasijoittaminen ovat kuitenkin monimutkainen palapeli, jonka ratkaisua ei pidä etsiä liian yksinkertaisten tai vajavaisten mittarien ja vaikuttavuustekijöiden avulla. Näin epäeksaktia kysymystä pitää aiemmin tutkittujen seikkojen lisäksi pyrkiä valottamaan tutkimalla myös puhtaasti laadullisia kysymyksiä, kuten päätöksiä tekevien ihmisten vaikuttimia ja ominaisuuksia, sekä yhteiskunnissa yleisemmin vaikuttavaa ilmapiiriä ja asennetta. Tämän tutkielman viimeinen varsinainen luku keskittyy aluksi vertailemaan Yhdysvaltojen ja Suomen innovaatiopolitiikkoja, toiseksi tutkitaan pääomasijoittamista harjoittavien tahojen laadullisia eroja ja kolmanneksi mahdollisia eroja potentiaalisten kohdeyritysten laadussa. Neljäs tarkastelualue ovat erot maiden yrittäjyyskulttuurissa ja asenteissa.

5.1. Erot maiden innovaatiojärjestelmissä

5.1.1. Kasvuyritystoimintaa tukevat julkiset organisaatiot

Yrittäjyyden merkitys modernin kansantalouden hyvinvoinnin kannalta on huomattava. Suomea on perinteisesti totuttu pitämään suuryritysten maana, jossa pieni joukko isoja yrityksiä työllistää valtaosan yksityisen sektorin työvoimasta. Viime vuosina maamme yritys rakenne on kuitenkin muuttunut pienyritysvaltaisemmaksi. Esimerkiksi vuonna 2006 perustettiin uusia yrityksiä n. 30 000, mikä on 12 % enemmän kuin edellisellä vuonna ja samalla kaikkien aikojen lukumääräennätys (KTM, yrittäjyyskatsaus 2006). Valtaosa aloittavista yrityksistä oli vain yhden hengen työllistäviä mikroyrityksiä, kun samaan aikaan yli 500 henkeä työllistävässä suuryrityksissä työntekijämäärä on jatkuvasti vähentynyt. Suurin pula Suomessa onkin pienten ja suurten yritysten väliin sijoittuvasta keskisuurten ja kasvuhallukoiden yritysten luokasta.

Suomi on sijoittunut kärkisijoille monissa kansainvälisissä kilpailukykyvertailuissa (mm. World Economic Forum, 2005), mihin on osasyynä Suomen hyvin toimiva julkinen

innovaatiojärjestelmä. Suomen korkea koulutustaso ja tutkimus- ja tuotekehitystoimintaan kohdennetut suhteellisesti isot varat ovat osaltaan aikaansaaneet 1990-luvun laman jälkeisen ajan nopean talouskasvun.

Vaikka Suomi onkin todettu olevan innovatiivisuudessaan Euroopan kärkipäätä, ei tämä teknologinen innovatiivisuus silti kanavoitu tarpeeksi usein taloudelliseksi menestykseksi tai uusiksi yrityksiksi. Suomalaisen innovaatiojärjestelmän heikkoutena onkin juuri teknologiakeskeisyys, suomalaisessa teknisessä koulutuksessa vanhana perinteenä vaikuttava myynnin ja markkinoinnin merkitystä väheksyvä ilmapiiri ja aikaisen kasvuvaiheen yritysten rahoitukseen välityksen tehokkuus. Isoimmat ongelmat ovat juuri liiketoimintaosaamisen puute ja aineettoman pääoman hallinta (Brunila&Vihriälä, 2004).

Suomessa julkisen sektorin eri organisaatioilla on suuri merkitys varsinkin aikaisen kasvuvaiheen yritysten tukemisessa ja noin kolmasosa olemassa olevista pienyrityksistä on saanut jonkinlaista julkista rahoitusta. Pääosa yksityisestä rahoituksesta puolestaan ohjautuu nopean kasvuvaiheen yrityksiin tai yritysjärjestelyihin, jolloin ainakaan mittavaa päällekkäisyyttä julkisen ja yksityisen rahoituksen tarjonnassa ei esiinny. Julkisen rahoituksen tapauksessa on tärkeää arvioida rahoitusta hakevia yrityksiä samoilla kriteereillä millä yksityistä rahoitusta saavia yrityksiä arvioidaan, jottei rahoitusta saavien yritysten taso laske, eikä julkinen rahoitus syrjäytä yksityistä. Yksityisestä lähteestä saatavaa rahoitusta voitaneen pitää ensisijaisempina ja toivottavimpina sillä yksityisellä sijoittajalla, oli tämä sitten pääomasijoitusyhtiön partneri, business-enkeli, tai isompi samalla toimialalla toimiva yritys on lähtökohtaisesti julkisen sektorin edustajaa suuremmat kannustimet valvoa sijoituksen laatua ja tuottoa. Julkisen sektorin tarjoaman rahoituksen tulisikin keskittyä niille alueille, jotka eivät jostakin syystä houkuttele tarpeeksi yksityistä sijoitusvarallisuutta. Eräs tällainen alue ovat siemen- ja aloitusvaiheen yritykset, jotka saattavat olla ennustetulta tuottavuudeltaan aivan samalla tasolla, kuin kypsemmät yritykset, mutta häviävät kilpailun rahoituksesta pienen kokonsa vuoksi. Tämä johtuu siitä, että jokaista sijoituspäätöstä edeltää arviointiin ja yritystutkimukseen liittyviä kustannuksia, jotka pienten yritysten kohdalla muodostuvat huomattavan suuriksi verrattuna odotettavissa oleviin tuottoihin. Pääomasijoittajat myös arvioivat aikaisen kehitysvaiheen yritykset paljon riskillisemmiksi, kuin kehittyneemmät kohdeyritykset ja edellyttävät korvaukseksi riskinotosta huomattavasti suurempaa tuottoa.

Eräs pääomasijoittamisen toimintaa ohjaavista periaatteista ei koskaan muutu: Mitä kehittymättömämpi aiottu sijoituskohde on liiketoiminnallisesti, sitä suurempi pitää olla odotetun tuoton. Ammattitaitoiset pääomasijoittajat odottavat tyypillisesti noin 50%:n vuosittaista arvonnousua aloitus-vaiheen yrityksiin tehdyille sijoituksille, mutta hyväksyvät 20-30%:n tuoton kypsempiin yrityksiin tehdyissä sijoituksissa.

-Megginson, 2004

Lisäksi erittäin pienten, vasta kasvu-uransa alussa olevien yritysten realisointi on ongelmallinen kysymys. Yksityinen pääomasijoittaja toivoo aiemmin todetun mukaisesti voivansa realisoida sijoituksensa osakeannin kautta, mikä toimintaansa aloittavan yrityksen kohdalla saattaa tarkoittaa erittäin pitkää aikaa. Tavanomainen pääomasijoittaja puolestaan harvoin mitoitaa sijoitushorisonttiaan yli kymmeneksi vuodeksi vaan usein paljon lyhyemmäksi ja tällöin muodostettavien rahastojen realisointiajankohdat olisivat jo tyypillisten rahastosääntöjenkin mukaisesti ennen kuin sijoituskohteet olisivat kypsiä listautumista ajatellen. Tässä tapauksessa monen sijoituskohteen realisointikeinoksi jäisi suora osakemyynti jollekin toiselle osapuolelle. Näin syntyy tuottovaatimusta nostava likviditeettipreemio.

Suomalaiset julkisen sektorin toimijat:

Sitra

Suomen itsenäisyyden juhlarahasto Sitra on itsenäinen julkisoikeudellinen rahasto, joka edistää yhteiskunnan hyvinvointia eduskunnan valvonnassa. Sitran tehtävät on määritelty laissa. Toiminta rahoitetaan peruspääoman ja yritysrahoituksen tuotoilla. (<http://www.sitra.fi>).

Finnvera

Finnvera täydentää rahoitusmarkkinoita ja edistää rahoituksen keinoin pk-yritysten toimintaa, yritysten vientiä ja kansainvälistymistä sekä valtion aluepoliittisten tavoitteiden toteutumista. Finnveran rahoitusmuotoja ovat lainat, takaukset, pääomasijoitukset ja vientitakuut. (<http://www.finnvera.fi>).

Tekes

Teknologian kehittämiskeskus on yritysten, yliopistojen, korkeakoulujen ja tutkimuslaitosten haastavien tutkimus- ja kehitysprojektien rahoittaja ja aktivoija. Tekes auttaa yrityksiä muuttamaan kehittämiskelpoisen idean liiketoiminnaksi tarjoamalla rahoitusta ja asiantuntijapalveluja. Toiminnallaan Tekes edistää yritysten kansainvälistä kilpailukykyä, kasvattaa tuotantoa ja vientiä ja luo perustaa työllisyydelle ja yhteiskunnan hyvinvoinnille. Tekesin asiakkaina on vuosittain noin 3000 yritystä ja 50 yliopistoa, korkeakoulua ja tutkimuslaitosta. Rahoituksella käynnistyy runsaat 2000 tutkimus- ja kehitysprojektia vuosittain. (<http://www.tekes.fi/tekes>).

Teollisuussijoitus

Suomen Teollisuussijoitus Oy on pääomasijoitustoimintaa harjoittava valtionyhtiö. Yhtiö toimii kauppaja- ja teollisuusministeriön alaisuudessa. TeSin toiminnan tarkoituksena on Mahdollistaa suorien sijoitusten myötä yritysten kehittämiseen liittyviä huomattavia investointeja, yritysjärjestelyjä ja uusien merkittävien teollisten hankkeiden käynnistämistä sekä kehittää alueellista pääomasijoitustoimintaa. (<http://www.teollisuussijoitus.fi/>).

TE-Keskukset

15 alueellista TE-keskusta tukevat ja neuvovat yrityksiä niiden elinkaaren kaikissa vaiheissa, osallistuvat innovaatioympäristön kehittämiseen, hoitavat alueellista työvoimapolitiikkaa sekä edistävät maatilatalouden ja maaseutuelinkeinojen kehittymistä. (<http://www.tekeskus.fi>).

Finpro

Finpro on kansainvälisen kasvun asiantuntija ja kumppani. Sillä on toimintaa Suomessa ja 40 maassa maailmalla. Finpro on suomalaisten yritysten perustama rekisteröity yhdistys, jonka jäsenenä on noin 560 suomalaista yritystä, Elinkeinoelämän Keskusliitto sekä Suomen Yrittäjät. (<http://www.finpro.fi>).

Yhdysvaltalaisista innovaatiojärjestelmää on totuttu pitämään lähinnä yksityiseen pääomaan ja tuotekehitykseen nojaavana ja luottavana johtuen julkisen sektorin yleisen roolin Eurooppaa ja Suomea pienemmästä roolista. Yhdysvaltalaiset kasvuhaluiset pienyritykset kohtaavat kuitenkin aivan samat rahoituksen allokointiin liittyvät vaikeudet kuin suomalaiset

vastineensa. Tästä johtuen Yhdysvaltojen hallinto on jo vuosikymmeniä tukenut siemen- ja aikaisen kasvuvaiheen yritysten tuotekehityshankkeita erityisen SBIR-ohjelman avulla. SBIR (small business innovation research) perustettiin jo 1958 ja varsinkin ohjelman alkuvuosikymmeninä sen antama rahallinen tuki ylitti moninkertaisesti yksityisten pääomasijoittajien antaman tuen, (Lerner, 1999). SBIR-ohjelma kärsi tosin aluksi huonosta suunnittelusta ja lievästä korruptiosta (Lerner, 2001), mikä vieroitti kaikkein parhaimmat rahoituksen tarpeessa olleet kasvuyritykset siitä. Ohjelman kautta allokoidaan rahoitusta pienille ja yhdysvaltalaisessa omistuksessa oleville yrityksille. Tukea myönnetään vain tarkasti määriteltyihin ja eriteltyihin tuotekehitysprojekteihin useassa eri vaiheessa, siten että jatkorahoituskierroksen toteutuminen on riippuvainen edellisen kierroksen tuloksellisuudesta ja asianmukaisesta raportoinnista. Annettu rahoitus on nimenomaan tukea, sillä rahat luovutetaan vastikkeetta yhtiöiden käyttöön ja eroaa siten monista suomalaisista kasvuyrittämistä tukevista julkisista organisaatioista, joissa julkisesta tukiorganisaatiosta tulee myös osaomistaja. SBIR-ohjelman kautta myönnettävällä tuella on tästä johtuen erittäin runsas kysyntä ja tukea saakin vain vajaa 10% sitä hakevista yrityksistä.

5.1.2. Innovaatiokeskittymät ja verkostoituminen

Pääoma, hyvät liikeideat ja liiketoimintaosaaminen eivät automaattisesti kohtaa ja muodosta menestyvää liikeyritystä vaan näiden kaikkien yhteensaattamiseksi tarvitaan hyviä verkostoja. Hochberg, Ljungqvist ja Lu (2005) tutkivat yli 1700:n Yhdysvaltalaisen Venture Capital-yhtiön verkostoitumisasteita vuosina 1980-2003 selvittääkseen verkostoitumisen vaikutukset sijoitusten tuottavuuteen. Tärkein tapa verkostoitua on sijoitusten syndikointi eli sijoitettavan rahamäärän ja samalla riski jakaminen usean pääomasijoittajan kesken, siten että yksi osallistujista toimii pääasiallisena sijoituksen arvioijana ja antaa kohdeyrityksen käyttöön myös liiketoimintaosaamisensa, kun taas muut osallistuvat ainoastaan finanssisijoittajan ominaisuudessa. Kirjoittajat löytävät ainakin kolme syytä siihen, miksi syndikoidut sijoitukset ovat vain yhden pääomasijoittajan toimesta tehtyjä sijoituksia tuottoisampia:

- 1) Pääomasijoittajien tarjotessa toisilleen mahdollisuutta osallistua tuottoisiksi katsomiinsa sijoituksiin lisätään luottamusta pääomasijoittajien välillä ja synnytetään siten tulevaisuudessa vastavuoroisuutta.

- 2) Tarjottaessa osallistumismahdollisuutta toisille pääomasijoittajille saadaan tietää näiden halukkuus ja sitä kautta käsitys sijoituksen tuottoisuudesta 'ilmaiseksi'. (ns. Second opinion-tilanne)
- 3) Yksittäisillä pääomasijoittajilla on usein erityistä ala- tai alueellista asiantuntemusta, jota voidaan jakaa ja käyttää syndikoinnin avulla hyväksi ja siten jakaa alueellista- tai toimialariskiä.

Muita verkostoitumistapoja ovat suhteiden luominen muihin sidosryhmiin ja oheispalveluiden tuottajiin kuten juristeihin, investointipankkeihin sekä tärkeimpänä asiakkaisiin eli institutionaalsiin sijoittajiin. Hochberg et al. toteavat odotetusti, että paremmin ja laajemmin verkostoituneet pääomasijoittajat onnistuvat merkitsevästi useammin realisoimaan sijoituksensa listautumisannin kautta, mitä heidän tutkimuksessaan pidettiin tuottavuuden proxy-mittarina.

Yhdysvalloissa kasvuyritystoiminta on keskittynyt voimakkaasti tietyille maantieteellisille alueille kuten esim. Kalifornian Piilaaksoon, Texasiin ja Massachussetssin osavaltioon. Pääomasijoittajat seuraavat lupaavia sijoituskohteita myös maantieteellisesti ja niinpä yli kolmannes vuonna 1999 annetusta pääomarahoituksesta sijoitettiin Kaliforniaan mm. Piilaaksoon, hieman vajaa kolmannes yhdessä Texasiin ja Yhdysvaltain koillisiin osavaltioihin ja viimeinen kolmannes loppuihin 42 osavaltioon (Lerner ja Gompers 2001). Tällainen keskittyminen luo loistavat edellytykset korkean teknologian yritysten aktiiviselle ja jatkuvalla vuorovaikutukselle ja kerää paljon huippututkijoita ja teknologia-asiantuntijoita yhteen, etenkin kun nämä keskittymät sisältävät yleensä koko tutkimustyön skaalan yliopistojen ja tutkimuskeskusten harjoittamasta perustutkimuksesta teknologian kaupallistamiseen tähtäävien yritysten harjoittamaan soveltavaan tutkimukseen. Nämä yritysten ja tutkimuksen keskittymät luovat hyvät mahdollisuudet positiiviseen aivovuotoon eli siihen, että eri yritysten työntekijät vaihtavat usein työpaikkoja ja siirtävät näin tietoa ja toimintatapoja tehokkaasti eri organisaatiosta toiseen. Tämä kaikki tuo kaikille tuolla alueella toimiville yrityksille selkeän tehokkuusedun verrattuna niihin yrityksiin, jotka toimivat sellaisilla maantieteellisillä alueilla, joilla innovatiiviset yritykset ovat harvassa ja jonne on hankala houkuttaa huipputyövoimaa (Gompers, Lerner&Scharfstein, 2000).

Suomessa aloittavat korkean teknologian yritykset ovat keskittyneet teknillis-luonnontieteellisten korkeakoulujen läheisyyteen Espoo-Helsingin seudulle, Tampereelle ja Ouluun. Kaikissa näissä keskuksissa toimii julkisen rahoituksen turvin jokin aloittelevaa yritystoimintaa tukemaan pyrkivä organisaatio kuten Tampereella Hermia Yrityskehitys ja Technopolis Helsingissä ja Oulussa. Kokoluokaltaan nämä keskittymät ovat kansainvälisesti verraten pieniä, mutta ovat onnistuneet houkuttelemaan myös ulkomaisia tutkijoita mm. Aasiasta. Tästä huolimatta voidaan kuitenkin todeta, että Yhdysvalloissa muodostuneet ja Suomeen verrattuna pitkän historian omaavat innovaatiokeskittymät antavat yhdysvaltalaiselle kasvuyritystoiminnalle selkeästi paremmat puitteet kun tarkastellaan yritystoimintaa epämuodollisten verkostojen ja työvoiman laadun näkökulmasta. Tästä seuraa myös se, että nämä keskittymät houkuttelevat riskipääomaa ja pääomasijoittajia tavallista enemmän.

Yhdysvaltalaisten innovaatiokeskittymien pitkään historiaan liittyy myös toinen kasvuyrittäjyyttä lisäävä piirre. Monen mm. Piilaaksossa aloittavan ja toimivan kasvuyrityksen perustajat ovat aiemmin työskennelleet jossakin muussa teknologiayrityksessä, jotka nekin ovat aikanaan saaneet alkunsa ja luoneet kasvumahdollisuutensa pääomarahoituksen turvin. Gompers, Lerner&Scharfstein tutkivat tätä versomis-vaikutusta (engl. Spawning,) eli sitä miksi kookkaat ja kypsät teknologiafirmat synnyttävät sisällään uusia siemenyrityksiä siten, että niiden työntekijät irtisanoutuvat ja muodostavat nämä yritykset. He havaitsivat kolme pääsyitä:

1. Suuret yritykset saattavat olla kykenemättömiä vastaamaan radikaalien teknologiamuutosten synnyttämiin liiketoiminnallisiin haasteisiin ja muutostarpeisiin.
2. Ylin johto saattaa olla kykenemätön arvioimaan uusia yrityksen ydintoiminnan ulkopuolisia liiketoiminta- ja teknologiamahdollisuuksia ja siten allokoimaan niihin tarvittavia resursseja.
3. Toisin kuin kohdassa 2 saattaa olla myös niin, että yrityksen johto saattaa tunnistaa uudet mahdollisuudet, mutta pitäytyy silti vanhoissa hyväksi todetuissa liiketoiminnoissa, koska ne ovat ennalta päätetyn strategian mukaisia. Tällöin yrityksen 'säännöt' estävät havaitun liiketoimintamahdollisuuden hyväksikäytön.

Gompers et al tutkivat vuosina 1986-1999 uuden yrityksen perustamisen vuoksi irtisanoutuneita yritysten avainhenkilöitä ja havaitsivat versomis-vaikutuksen voimistuvan seuraavissa tapauksissa:

- A. Maantieteellinen sijainti vaikuttaa siten, sijainti Piilaaksossa voimistaa versomisvaikutusta 38% ja sijainti Massachussettsissa voimistaa sitä 23%lla.
- B. Yhtiöillä, jotka ovat olleet aikoinaan itse pääomarahoituksen saajina, on 23% voimakkaampi versomis-vaikutus.
- C. Yhtiöt, jotka ovat keskittyneet vain yhteen liiketoimintasegmenttiin, on 23 % korkeampi versomis-vaikutus.

Edellä mainitut havainnot puhuvat sen puolesta, että verkostot todella lisäävät uusien kasvuyritysten syntymismahdollisuuksia ja sitä kautta luovat pääomasijoittajille potentiaalisia sijoituskohteita.

5.2. Erot pääomasijoittajien laadussa maiden välillä

Onnistuneiden sijoituspäätösten tekeminen on varsin rahanarvoinen taito, kautta historian ja etenkin nykyään sen taidon omaavat ovatkin tulleet ruhtinaallisesti palkituiksi. Tämä taito pitää sisällään kyvyn arvioida yleistä taloudellista ja institutionaalista kehitystä, kyvyn arvioida toimialojen tulevaisuudennäkymiä, tuottoisuutta ja riskejä, sekä kyvyn arvioida toimialan sisällä eri yritysten vahvuuksia ja heikkouksia, mahdollisuuksia ja riskejä. Voidaan ajatella, että tämä taito on sopiva yhdistelmä henkilön synnynnäisiä ominaisuuksia, tämän saamaa koulutusta ja hankkimaa ammatillista kokemusta. Pääomasijoitusyhtiöiden ja rahastojen henkilökunnan synnynnäisten ominaisuuksien ja koulutuksen laadun tutkiminen ei ole tässä yhteydessä mahdollista eikä edes järkevää. Voidaan olettaa, että missä tahansa kehittyneessä länsimaassa, joissa pääomasijoittamista merkittävässä määrin harjoitetaan on pääomasijoitusyhtiöihin tarjolla tarpeeksi halukkaita, hyvin koulutettuja ihmisiä ja

synnynnäisiltä ominaisuuksiltaan oikean `laatuista` ihmisiä. Olennaisempi on kysymys siitä millainen kokemus ja ammatinharjoittamisen kautta hankittu osaaminen näillä henkilöillä on.

Kokemuksen laadun tarkka määrittely ja varsinkin laadullisten erojen mittaaminen on hankalaa, ellei jopa mahdotonta. Lindström on haastattelututkimuksessaan eritellyt joitakin havaintoja liittyen pääomasijoitusyhtiöihin ja niiden henkilökunnan kokemukseen Suomen, Euroopan ja Yhdysvaltojen välillä:

Erot suomalaisten ja yhdysvaltalaisien pääomasijoitusyhtiöiden henkilökunnan välillä:

1. Yhdysvaltalaiset pääomasijoittajat ovat yleensä kokeneempia johtuen toimialan pidemmästä historiasta.
2. Yhdysvaltalaisilla on paremmat verkostot
3. Yhdysvaltalaiset osallistuvat enemmän ja paremmin portfolio-yhtiöiden liiketoiminnan kehittämiseen.

Kohdan 3. tapauksessa voidaan tarkastella suomenkielisen ja englanninkielisen termin merkityseroa ja jo sitä kautta havaita jonkinlainen ero maiden välisissä asenteissa. Englanninkielien termi *Venture Capitalism* painottuu selkeästi enemmän yrittämisen (venture) suuntaan kuin suomenkielinen vastine pääomasijoittaminen, joka terminä luo vaikutelman passiivisemmasta portfoliosijoittamisen omaisesta toiminnasta.

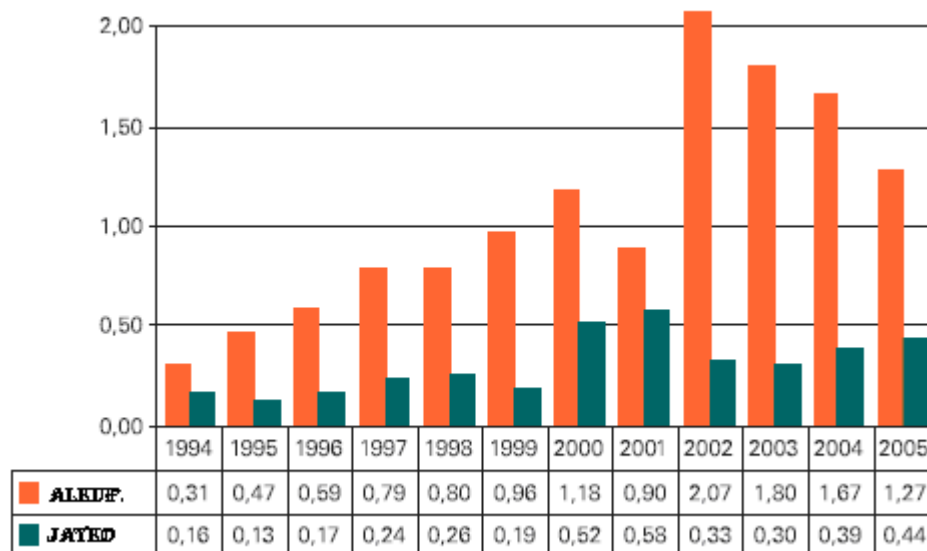
Samankaltaisuudet:

1. Henkilökunnan vaihtuvuus on suurin piirtein samaa luokkaa ollen n. 20% rahaston elinkaaren aikana.
2. Henkilökunnan sitouttamiskeinona käytetään kaikkialla osaomistajuutta ja rahallisia bonuksia.

Pääomasijoittamisen korkeasta riskillisyydestä ja suuresta vuosituottojen volatiilisyydestä johtuen tuottavuushistorian ja edellä kuvattujen laadullisten ominaisuuksien suora yhdistäminen voi antaa väärän kuvan toiminnan lainalaisuuksista. Tuottoja ja niihin vaikuttaneita ominaisuuksia tutkittaessa on tärkeää huomioida myös talouden yleinen tilanne, sillä jotkin sijoitustyyliä saattavat tuottaa nousukausina keskimääräistä enemmän ja osoittautua taloudellisesti huonoina aikoina muita tyylejä tappiollisemmaksi.

Kokemuksen määrällistä eroa on helpompi mitata esimerkiksi henkilöstön työvuosina, pääomasijoitusyhtiöiden ikänä tai tutkimalla kunkin yksittäisen henkilön kohdalla monettako rahastoaan he ovat hoitamassa.

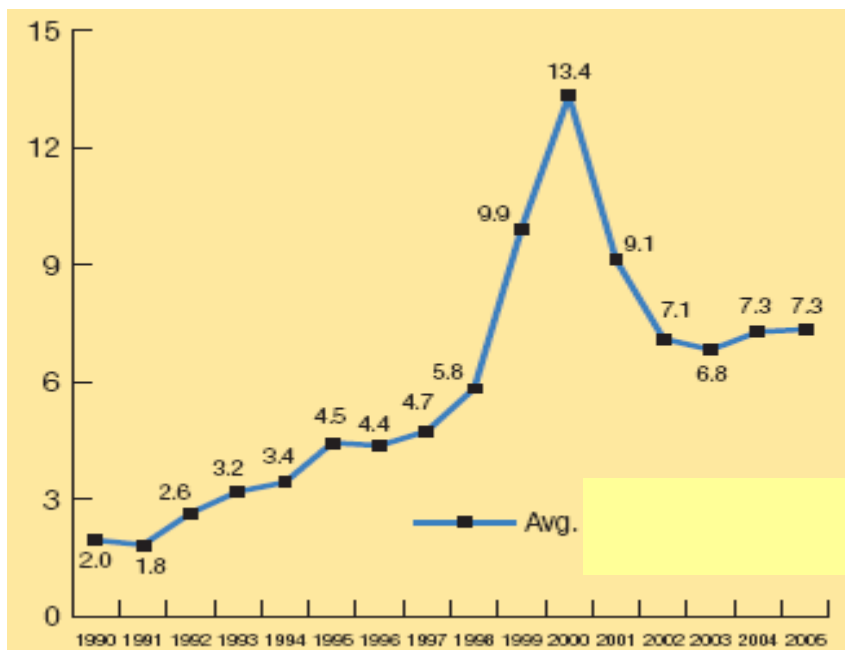
Yhdysvaltalaisen ja suomalaisten pääomasijoittajien ja pääomasijoitusten vertailussa eräs merkittävimmistä eroista ilmenee tarkasteltaessa keskimääräisten sijoitusten kokoa. Alla on kuvattu muiden kuin Buy out-luokkaan kuuluvien pääomasijoitusten keskimääräinen rahallinen koko viime vuosina.



kuva 15: Keskimääräiset alkuperäis- ja jatkopääomasijoitukset Suomessa vuosina 1994-2005. M€ Lähde: FVCA, 2005

Suomen kohdalla havaitaan keskimääräisen ensisijoituksen (initial investment) koon kasvaneen vuodesta 1994 noin nelinkertaiseksi ollen 2005 noin 1,3 miljoonaa euroa. Yhdysvalloissa sijoitusten koko on kasvanut myös, joskin hieman hitaammin kaksinkertaistuen vuoden 1994 3,4 miljoonasta dollarista vuoden 2005 7,3 miljoonaan

dollariin. Pitkällä aikavälillä tarkastellen voidaan todeta yhdysvaltalaisen pääomasijoitusten olevan kooltaan 5-10 kertaa suurempia kuin suomalaisten. Tässä tarkastelussa ei ole otettu huomioon valuuttakurssieroja, koska ne eivät aiheuta merkittävää muutosta sijoitusten koon suuruusluokkaeroihin. EUR/USD valuuttakurssi tarkasteluperiodilla 1994-2005 on ollut pääosin putken 0,70-1,30 sisällä.



kuva 16: Keskimääräiset pääomasijoitukset Yhdysvalloissa vuosina 1990-2005, M\$ Lähde: NVCA, 2006

Mistä suurempi sijoituskoko Yhdysvalloissa kertoo? Kertooko se rahan puutteesta Suomessa vai varovaisuudesta Suomessa? Vai antavatko yhdysvaltalaiset tietoisesti suurempia summia harvemmille yrityksille. Asiaa voidaan tutkia vertaamalla tehtyjen erillisten pääomasijoitusten määrää yleiseen taloudelliseen toiminnan määrään, jonka kuvaamiseen käytetään tässä nimellistä bruttokansantuotetta. (Lähde: [http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_GDP_\(nominal\)](http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_GDP_(nominal)))

Vertaamalla vuosina 2000-2005 tehtyjen muiden kuin buy-out-sijoitusten yhteismäärää rahamääräiseen BKT:hen saadaan seuraavat vertailuluvut:

Suomi: 2600kpl/210 mrd USD= 12,4

Yhdysvallat: 24400kpl/13200 mrd USD: 1,84

Oheisesta huomataan selvästi, että Suomessa tehdään bkt:hen nähden selvästi suurempi määrä pääomasijoituksia kuin Yhdysvalloissa, mutta sijoitusten keskimääräinen koko on huomattavasti pienempi. Tämä sijoitusten suhteellisesti vähäisempi määrä on ristiriidassa sen yleisen käsityksen kanssa, että Yhdysvallat olisi pääomasijoittamisen edelläkävijä ja luvattu maa. Asiaan kannattakin tarkastella mielessä se tosiasia, että Yhdysvallat on hyvin laaja markkina-alue ja pääomasijoittaminen on hyvin epätasaisesti jakaantunut maan eri osien kesken, siten että valtaosa sijoitustoiminnasta on edellä kuvatun mukaisesti keskittynyt länsi- ja koillisrannikoille. Tässä mielessä vertailu Yhdysvaltojen ja EU:n kesken saattaisi olla huomattavasti mielekkäämpi kuin Suomen ja Yhdysvaltojen välinen vertailu. Sijoitusten huomattavasti suurempi keskikoko kertoo Paulinin (V2C forum 2005, Tampere-talo) mukaan asenne-eroista maiden välillä. Hänen mukaansa Suomessa kohdeyrityksille annetaan järjestelmällisesti liian pieniä summia, jolloin rahoituksesta muodostuu selkeä pullonkaulatekijä teknologisten ja liiketoiminnallisten edellytysten ollessa hyvässä kunnossa. Tämä johtaa tilanteisiin, joissa muutoin kelvollinen liiketoiminta näivettyy tarvittavan pääoman puutteeseen.

”Antamalla yrityksille liian vähän rahoitusta vältetään suuret tappiot, mutta hävitään varmuudella vähän.”

-William Paulin

5.3. Erot kohdeyritysten laadussa maiden välillä

Arvioitaessa investointien kannattavuutta ja vertailtaessa investointipäätösten paremmuutta pitää investoijan ominaisuuksien ja institutionaalisten olojen lisäksi kiinnittää huomiota siihen millaisesta investointimahdollisuuksien joukosta tehtävät investoinnit pitää valita. Tavanomaisten osake- ja joukkolainasijoitusten tapauksessa maiden välisellä vertailulla ei ole perusteita siinä mielessä, että finanssisijoittajan ominaisuudessa toimivat sijoittajat eivät ole sidottuja pelkän kotimaansa tai jonkin muun maantieteellisen alueen arvopapereihin vaan

voivat käytännössä hajauttaa sijoituksensa maailmanlaajuisesti. Tällöin eri maalaisista arvopapereista aiheutuvat erot sijoitusportfolion tuottavuudessa johtuvat sijoituspäätöksen tekijän valinnoista eivätkä siitä, että jokin sijoittaja olisi sidottu vain jollekin rajatulle alueelle tai tietyille markkinoille. Pääomasijoitusten tapauksessa on toisin. Toiminnan luonteesta johtuen on oleellista, että sijoittaja tuntee sijoituskohteensa hyvin ja voi aktiivisesti osallistua sen toimintaan ja kehittämiseen. Tällöin fyysinen läheisyys sijoittajan ja kohdeyrityksen välillä muodostuu tärkeäksi tekijäksi sijoituspäätöksiä tehtäessä. Tämä maantieteellinen rajoittuneisuus saattaa tuntua kummalliselta, mutta on havaittu, että sijoituksia tehdään pääasiassa sijoittajan kotimaahan ja pinta-aloiltaan suurissa maissa sijoittajan lähialueille. Tästä seuraa se, että tutkittaessa tuottavuuteen vaikuttavia seikkoja on syytä tarkastella myös potentiaalisten sijoituskohteiden eli tässä tapauksessa suomalaisten ja yhdysvaltalaisien yritysten välisiä eroja. Tämän osatutkimusongelman voi esittää seuraavan kysymyksen muodossa:

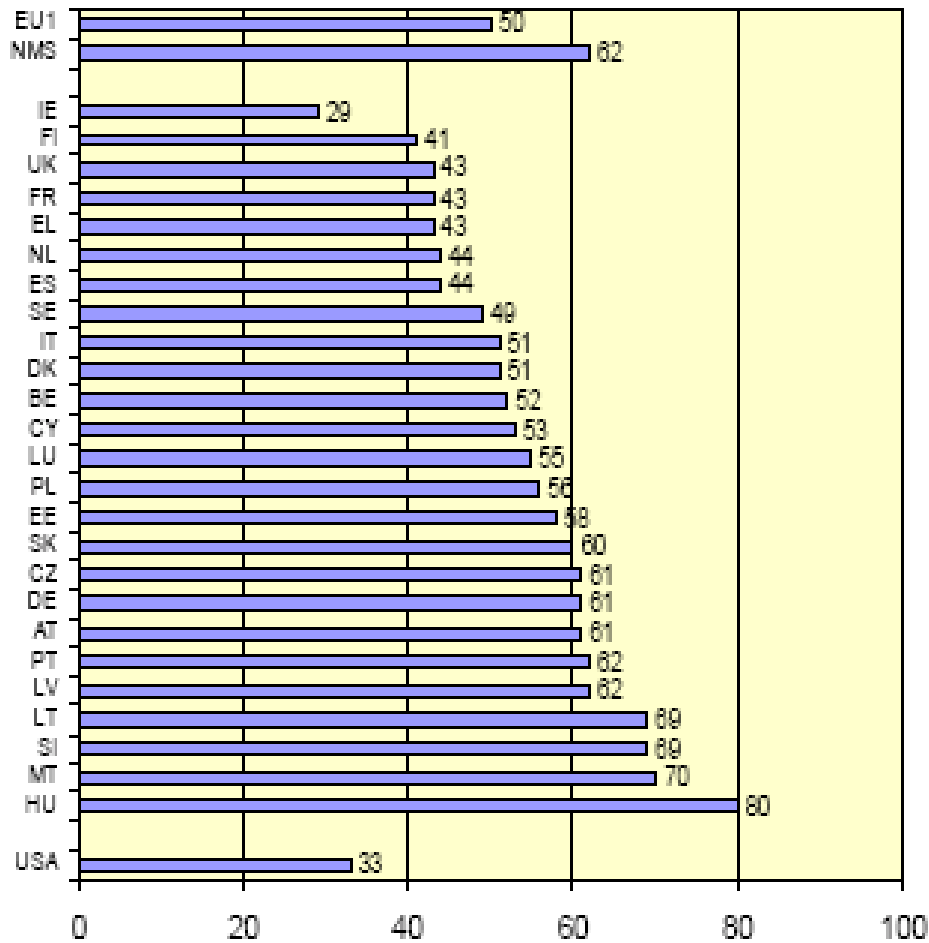
Onko yhdysvaltalaisissa tai suomalaisissa yrityksissä keskimäärin jokin tai joitakin sellaisia ominaisuuksia, jotka tekevät niistä tuottavampia sijoituskohteita pääomasijoittajille?

Tutkittaessa mahdollisia eroja on syytä sulkea tarkastelun ulkopuolelle joitakin asioita. Esimerkiksi yritysten rakenteellisista ja institutionaalista puitteista johtuvat erot on käsitelty aiemmin lainsäädännön ja verotuksen eroja käsitelleissä kappaleissa 4.1 ja 4.2. Myöskään yritysten jakautumisesta eri toimialojen välillä johtuvia eroja ei oteta tarkastelun kohteeksi tässä yhteydessä. Sen sijaan tutkitaan yritysten taustalla olevien henkilöiden ominaisuuksia, koska pääomasijoittajien mahdollisina ostokohteina olevat yritykset ovat varsin pieniä, jolloin muutamien avainhenkilöiden, tässä tapauksessa omistajayrittäjien, merkitys korostuu. Yrittäjien ominaisuuksia voidaan tarkastella kahdella tavalla:

1. Tarkastellaan yleisellä tasolla sitä, minkälaiset ihmiset valikoivat yrittämisen palkkatyön sijasta.
2. Tarkastellaan sitä, millaiset tavoitteet yrittämisen valinneet ihmiset toiminnalleen asettavat.

Pääomasijoittajat pyrkivät valitsemaan sijoitustensa ja kehitystoimintansa kohteiksi kaikkein parhaimmat yrittäjät, jolloin heidän kannaltaan on olennaista, että koko talouden tasolla palkkatyön sijasta yrittäjyyden valinneet ovat kyvykkäitä, mieluiten kyvykkäin osuus populaatiosta. Tarkasteltaessa yrittäjyyttä ylipäätään havaitaan Suomessa poikkeuksellisen korkea mahdollisuusyrittäjyyden taso verrattuna muihin OECD-maihin (Global entrepreneurship monitor, 2001). Mahdollisuusyrittäjyys tarkoittaa sitä, että yritystoiminta aloitetaan sen vuoksi, että halutaan sitä. Tämän vastakohta on pakkoyrittäjyys, jolloin yritystoiminnan käynnistäneellä henkilöllä ei ole muita toimeentulomahdollisuuksia kuin itsenäinen liiketoiminta. Pakkoyrittäjyys on huomattavan yleistä maissa, joissa ei ole kattavaa sosiaalista turvaverkkoa. GEM-2001 yrittäjyystutkimuksen mukaan institutionaaliset olosuhteet, kuten mm. lainsäädäntö, vähäinen korruptio ja hyvin toimivat yrittäjyyttä tukevat julkiset ohjelmat ovat Suomessa kansainvälisesti vertaillen huipputasoa. Samassa tutkimuksessa todetaan kuitenkin suomalaisten yrittäjyysmotivaation olevan vertailuryhmän häntäpäästä Suomen sijoituessa sijalle 20 kun vertailu tehtiin 29 maan kesken. Heikko yrittäjyysmotivaatio korostuu vielä kun tarkastellaan hyvin koulutettujen ihmisten halukkuutta ryhtyä yrittäjäksi. Yliopistokoulutuksen saaneista suomalaisista erittäin harva harkitsee yrittäjyyttä palkkatyön vaihtoehtona saati perustaa oman yrityksen.

Eurobarometrin julkaiseman yrittäjyystutkimuksen (Eurobarometer, 2004) mukaan syyt yrittäjäksi ryhtymiseen eroavat selkeästi Yhdysvaltojen ja Euroopan välillä. 71% yhdysvaltalaisista ryhtyi yrittäjäksi koska näkivät siinä 'mahdollisuuden', kun taas Euroopassa vastaava osuus oli vain 56%. Oheisen tuloksen voi ymmärtää siten, että yhdysvaltalaiset 'odottavat' syntyvältä yritykseltään keskimäärin enemmän kuin eurooppalaiset. He odottavat kasvua, menestystä ja rikastumista eli 'amerikkalaista unelmaa', kun taas eurooppalainen lähtökohta on maltillisempi. Eurobarometrin tutkimus käsitteli myös suhtautumista riskiin maanosien välillä. Puolet eurooppalaisista(50%) hyväksyi väitteen: "Yritystä ei pitäisi perustaa, jos on olemassa epäonnistumisen riski", kun vastaava osuus yhdysvalloissa oli 33%. Suomen osuus oli ehkä yllättävästi 41% eli suomalaiset sijoittuvat riskinottokyvyssään Yhdysvaltojen ja Euroopan välimaastoon.



Kuva 17: Riskin karttaminen: Yritystä ei pidä perustaa, jos on riski epäonnistua(% hyväksyy).

Eurooppalaiset uskovat yhdysvaltalaisia vähemmän yrittäjän henkilökohtaisten ominaisuuksien vaikutukseen yrityksen menestymiseen ja pitävät vallitsevia institutionaalisia olosuhteita tärkeämpinä, kun taas yhdysvaltalaisten mielestä taloudellisilla ja poliittisilla oloilla on henkilökohtaisia ominaisuuksia pienempi merkitys. Tämä tietysti laskee yksilöiden luottamusta omia mahdollisuuksiaan kohtaan.

5.4. Asenteiden vaikutus

5.4.1. Yleistä

Seuraavassa kappaleessa keskitytään edellä kuvattujen henkilökohtaisten ja mitattavien ominaisuuksien sijasta analysoimaan yhteiskunnassa yleisemmin vaikuttavia, enemmän taustalla olevia abstraktimpia asenteellisia rakenteita. Kappaleen otsikko on varsin

kunnianhimoinen, sillä tämänkaltaiseen tutkimusongelmaan on hyvin vaikeaa saada vertailukelpoista tietoa kahden eri toimintaympäristön välillä. Tutkittaessa asennoitumista ylipäätään voidaan käyttää vain puhtaasti laadullisia mittareita, joiden vertailtavuuteen vaikuttavat tutkittavien henkilöiden erilaiset käsitykset käytettävistä termeistä ja kysymyksenasetteluista. Lisäksi myös käytettävä kieli saattaa vaikuttaa vastausten laatuun, vaikka kysymysten käännökset sinänsä vastaisivatkin toisiaan.

Tarkastelun lähtökohtana on perinteinen ja pelkistetty käsitys Yhdysvalloista yrittäjämönteisenä yhteiskuntana, nykyaikaisen menestysyrittäjyyden kehtona, esikuvana ja maana, jossa jokainen vastaa itsestään ja on 'oman onnensa seppä'. Tähän yhdistyy perinne vähäisestä julkisen sektorin puuttumisesta talouden rakenteisiin ja vastaavasti yksityisen elinkeinotoiminnan ja yksityisen kulutuksen merkittävä rooli. Yhtälailta pelkistetty käsitys Suomesta on kuva jälkiteollisesta hyvien ja kattavien sosiaalisten turvaverkkojen maana, jossa julkisella sektorilla on ollut vahva rooli kaikessa yhteiskunnallisessa toiminnassa.

Yhtenä merkittävänä tekijänä synnyttämässä Yhdysvalloissa myönteistä asennoitumista yrittäjyyttä ja rikastumista kohtaan on maan siirtolaisuuteen ja siitä kumpuavaan juurettomuuteen perustuva historiallinen kehitys ja sen tuloksena kansallisuusidentiteettiä korvaamaan syntynyt käsitys 'amerikkalaisesta unelmasta', jolla tarkoitetaan kovan työn, henkilökohtaisen riskinoton kautta saavutettua aineellista ja yhteiskunnallista menestystä. Tällaisten asenteiden ja ajatusten syntyminen ja kehittyminen vie pitkän ajan ja Yhdysvalloissa niiden syntymistä on varmasti helpottanut perinteisen aineellisen ja sosiaalisen yläluokan huomattavasti Eurooppaa ja Suomea vähäisempi osuus ja merkitys. Kun Euroopassa omaisuus ja yhteiskunnallinen valta on ollut vuosisatojen ajan enemmän tai vähemmän periytyvää ja valtaosa valtioiden asukkaista oli käytännössä suljettu tämän jaon ulkopuolella tapahtui Yhdysvalloissa huomattavasti enemmän vanhojen yhteiskunnallisten luokkien rajoja ylittäviä siirtymiä.

Yhdysvalloissa on tämän 'amerikkalaisen unelman' saavuttaneita ihailtu, heitä on katsottu ylöspäin ja heidän elämäntapaansa liittyvää eteenpäin pyrkimistä ja kovaa ponnistelua on pidetty hyvin tavoiteltavana esikuvana. Yhdysvaltalaisien asenteisiin istuukin huonosti Suomessa yleisessä keskustelussa esiintyvä termi 'perisuomalainen kateus'.

5.4.2. Suomalaisen yrittäjyyden paradoksi

Huolimatta edellä viitatusista käsitteistä suomalaisesta kateudesta ovat suomalaisten asenteet yrittäjiä ja yrittämisen kautta saavutettua aineellista menestystä kohtaan varsin myönteisiä (Michelsen, 2005). Myös muut yrittämisen menestymiseen vaikuttavat seikat ovat varsin hyvällä tolalla. Mikä sitten on syynä kansainvälisesti vertaillen alhaiseen yrittäjyysasteeseen ja varsinkin erittäin alhaiseen kasvuyrittäjyyshalukkuuteen? Suomessa on kasvuyrityksiksi luokiteltavia yrityksiä huomattavasti vähemmän kuin esimerkiksi Ruotsissa, vaikka maita voidaan muutoin pitää hyvin samankaltaisina. (KTM: Yrittäjyyskatsaus 2006). Tähän kysymykseen on vaikeaa löytää tyhjentävää ja perusteltua vastausta. Syyt liittyvät yhteiskunnallis-taloudelliseen perinteeseen ja ehkä jonkinlaiseen vaatimattomuuden kulttuuriin. Nämä molemmat ovat asioita, jotka muuttuvat hitaasti, ennemmin vuosikymmenten kuin vuosien kuluessa eikä nykyisen kaltaisen, varsin stabiilin yhteiskunnan tilanteessa voi olettaa muutosvauhdin yllättäen nopeutuvan. Kasvuyritystoiminnan vähäisyys on herättänyt huolta myös virallisen Suomen suunnalla. Hallituksen toimeksiantona kauppa- ja teollisuusministeriö asettama kasvuyrittäjyystyöryhmä laati syksyllä 2004 muistion erilaisista toimenpide-ehdotuksista kasvuyrittäjyyden lisäämiseksi Suomessa. Työryhmän ehdotuksia olivat muun muassa seuraavat:

- Julkisia toimintoja ja palveluita tulisi yhtiöittää ja yksityistää lisää.

Työryhmän mukaan Suomessa on edelleen varsin paljon sellaista julkista palveluntuotantoa, jotka voitaisiin tuottaa yksityisesti, yrityksen muodossa siten, että julkishallinto toimii ainoastaan palvelun tilaajana. Tällaisia toimintoja on esimerkiksi joukkoviestintä, matkailu ja tutkimustoiminta.

- Julkisen kehitys – ja tutkimustoiminnan voimavaroja tulee kasvattaa.

Maailma teknistyy ja monimutkaistuu suunnattomalla vauhdilla. Tällaisessa tilanteessa on erittäin tärkeää, että kukin maa huolehtii omasta osaamispääomastaan ja teknisestä kilpailukyvyystään panostamalla taloudellisesti tarpeeksi kehitys- ja tutkimustoimintaan.

- Lisätään kasvuyritystoiminnan julkista rahoitusta entisestään.

Palveluyritykset ovat erityisen tärkeä myös työvoimapolitiittisesta näkökulmasta. Tästä syystä työryhmä ehdotti julkista palvelualojen pääomasijoitusrahastoa, jota ei kuitenkaan ole ainakaan vielä perustettu.

- Kasvuyrittäjyyttä ja pääomasijoituksia pitää suosia verotuksellisesti.

Yrityksen kasvun esteenä toimineen varallisuusveron poisto toteutettiin työryhmän ehdotuksen mukaisesti Matti Vanhasen toisen hallituksen hallitusohjelmassa. Tämän lisäksi työryhmä ehdotti yksityishenkilöiden tekemiin pääomasijoituksiin verohelpotuksia sillä ehdolla, että tuotot sijoitetaan takaisin suomalaisiin yritystoimintaan. Tämä ehdotus saattaisi olla toimiva lisäten varakkaiden yksityishenkilöiden ja bisnesenkeleiden harjoittaman toiminnan laajuutta. Toisaalta ehdotus johtaisi toteutuessaan ei-toivottuun sijoitusluokkien eriarvoiseen verotuskohteluun ja edelleen ei-toivottuun verosuunnitteluun.

6. JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO

Tutkielman johdannossa esitelty tavoite selvittää kokonaisen rahoitussektorilla toimivan liiketoiminnan toimintaedellytyksiä ja tuottoeroja, sekä käsitellä näihin vaikuttavia hyvin moninaisia seikkoja ja ilmiöitä on ollut hyvin kunnianhimoinen. Aihe on varsin laaja ja monimutkainen sillä kahden eri maantieteellisen alueen vertailu liiketoiminnan olosuhteiden näkökulmasta sisältää paljon sellaisia muuttujia, joille on hankalaa määritellä mitään tarkkaa arvoa tai tarkasti arvioida niiden vaikutusta suureeseen, jota mitataan tarkasti. Tässä tapauksessa tuo suure on ollut rahamääräinen tuotto ja vaikuttavien muuttujien puolella on ollut erittäin hankalasti identifioitavissa olevia asioita kuten ihmisten halukkuutta ja kyvykkyyttä käsitteleviä muuttujia. Tällaisten työkalujen avulla ei ollut edes odotettavissa, että tutkimus tuottaisi selkeitä ratkaisuja ja vastauksia tutkittuun ongelmaan.

Jollei tämä tutkimus suoraan täyttänyt sille alussa asetettuja tavoitteita on se kuitenkin onnistunut tiivistetty esitys pääomasijoitustoiminnan lainalaisuuksista ja liiketoimintalogiikasta. Tutkielmassa on käsitelty laajasti pääomasijoittamiseen vaikuttavia ympäristötekijöitä ja onnistuttu erittelemään joitakin niistä siten, etteivät erot toimialojen tuottavuudessa ja kehitysasteissa johdu ainakaan niistä. Tällainen ympäristötekijä on muun muassa yrityksen perustamiseen ja sijoittamiseen liittyvä lainsäädäntö, jossa ei teollisuusmaiden välillä ole suurta eroa. Toinen asia, jossa ei havaittu merkittäviä eroja on verotus, joskin Yhdysvalloissa yleiset räätälöidyt verohelpotukset on jätetty huomiotta. Yritysverotus ja sen kannustavuus on kuitenkin monimutkainen asia ja sen vaikutukset tutkittuun asiaan vaatisivat vielä lisäselvitystä.

Joissakin olosuhteissa ja seikoissa havaittiin selviä eroja. Esimerkiksi pääomamarkkinoiden ja varsinkin pörssilistautumismahdollisuuksien kehittyneisyydessä Suomi on Yhdysvaltoihin verrattuna altavastajaan asemassa. Suomen lähimenneisyydessä on joitakin vuosia, jolloin ei maassamme ole listattu yhtään uutta yritystä pörssiin, mikä kertoo varsin korkeasta listautumiskynnyksestä. Tämä ero johtuu pääosin siitä, että Yhdysvallat on Suomeen verrattuna erittäin iso ja homogeeninen markkina-alue. Tästä johtuu myös se, että Yhdysvaltalaiset pääomasijoittajat ja kasvuyritykset ovat paremmin verkostoituneita kuin suomalaiset vastineensa. Lisäksi ne ovat keskittyneet maantieteellisesti, jolloin ne muodostavat ikään kuin kriittisen massan helpottaen verkostoitumista ja kappaleessa 5

käsiteltyä versomisvaikutusta. Huomattavaksi eroksi maiden välillä voidaan katsoa myös yrittäjäyyskulttuuri, joka Yhdysvalloissa on tutkimani perusteella enemmän menestymiseen kehottava. Yhdysvaltalaisilla on myös suomalaisia suurempi halukkuus ryhtyä yrittäjäksi ja tämä halukkuus on poikkeuksellisen alhainen akateemisesti koulutettujen suomalaisten keskuudessa. Yrityskulttuuri on aiheena ja käsitteenä vähintäänkin abstrakti ja sen mittaaminen on haastavaa. Aihetta on tutkittu Suomessa paljon ja normatiiviselle lisätutkimukselle on varmasti lisätarvetta.

LÄHTEET:

Black, B., Gilson, R., 1998. Venture capital and the structure of capital markets. Banks versus Stock markets. *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, 243-277.

Brunila, A., Vihriälä V., 2004. Osaava, avautuva ja uudistuva Suomi – Suomi maailmantaloudessa selvityksen loppuraportti. Valtioneuvoston kanslian julkaisusarja 19/2004.

Business council for the united nations, 2001. Global entrepreneurship monitor. United nations association of the United States of America.

Cato Institute, 2003. Tax and budget bulletin 18. Cato institute.

Cumming D., McIntosh J. 1999. The extent of venture capital exits: Evidence from Canada and United States. University of Toronto Law and Economics research paper No. 01-03.

Eurobarometer, 2004. Are entrepreneurs born, made or just encouraged? Eurobarometer.

EVCA, 2004. Benchmarking European tax and legal environments. European venture capital association.

EVCA, 2005. Yearbook. European venture capital association.

FVCA, 2004. Yearbook. Finnish venture capital association.

FVCA, 2005. Yearbook. Finnish venture capital association.

Gompers, Paul A., 1994. Rise and fall of venture capital. University of Chicago working paper.

Gompers, P. 1996. Grandstanding in the venture capital industry. *Journal of Financial Economics*, 43 133-156

Gompers, P., Lerner, J., Scharfstein, D., 2000. Entrepreneurial spawning: Public corporations and the genesis of new ventures, 1986-1999. MIT, Sloan school of management working paper No. 4317-03.

Hege, U., Palomino, F., Schwienbacher A., 2006. Venture Capital Performance: the Disparity Between Europe and the United States. RICAFAE Working Paper No. 001

Hochberg, Y., Ljungqvist, A., Lu Y., 2005. Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance. *Journal of finance* vol. 62, issue 1, pages 251-301.

Ilmarinen, 2005. Vuosikertomus. Ilmarinen Oy.

Jensen M., Meckling W., 1976. Theory of a firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics* Vol. 3 305-360.

Kaplan S., Schoar A., 2003. Private equity performance: Returns persistence and capital. NBER working paper 9807.

KPMG, 2006. Corporate income tax rate analysis. KPMG.

KTM, 2006. Yrittäjyyskatsaus. Kauppa- ja teollisuusministeriö.

Kuisma, M., 2004. Kahlittu raha, kansallinen kapitalismi. Suomalaisen kirjallisuuden seuran toimituksia 973.

La Porta, R., Silanes, F., Scleifer, A., Vishny, R., 2000. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of financial economics* Vol. 58.

Lerner, Josh. 1996. The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program. NBER working paper 5753.

Lerner, Josh. 2000. Government as a venture capitalist: The long run impact of the SBIR program. NBER working paper No. W5753

Lerner, Josh. 2002. Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation. Harvard NOM working paper No. 03-13.

Lerner, Josh., Gompers, P., 1996. The use of covenants. An empirical analysis of venture partnership agreements. *Journal of Law and Economics*, Vol. 39, October, 1996.

Lerner, Josh. Gompers, P., 1997. An analysis of compensation in U.S. venture capital partnerships. *Journal of financial economics* 51(1999) 3-44.

Lerner, Josh. Gompers, P., 1998. Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations. *Journal of financial economics* 55(2000) 281-325.

Lerner, Josh, Gompers, P., 1999. What drives venture capital fundraising? NBER Working paper 6906.

Lerner, Josh, Gompers, P., 1999b. The venture capital cycle. The MIT press, Cambridge.

Lerner, Josh. Gompers, P., 2001. The venture capital revolution. *Journal of economic perspectives*. Vol 15, No 2 145-168.

Lindstedt, G., 2001. Boo.com och IT-bubblan som sprack. Bokförlaget DN, Stockholm.

Lindström Tom, 2006. Venture Capital Performance Determinants and Differences between Europe and Northern America. Helsinki university of technology. Master's thesis.

Ljungqvist A., Richardson, P. 2003. The cash flow, return and risk characteristics of private equity. NBER working paper 9454.

Luukkonen, T., 2006. Venture capital industry in Finland – Country report for the venture fun project. Etna discussion papers No.1003.

Luukkonen T., Teubal M., 2006. Venture capital industries and policies: Some cross-country comparisons. Etna discussion papers No. 1006.

Maula, M., 2000. The certification role of corporate venture capital investors in initial public offerings of internet companies. Master's thesis. Helsinki school of economics and business administration, Helsinki.

Meggison, W. 2004. Towards a global model of venture capital. Journal of applied corporate finance 16(1).

Michelsen, K-A., 2005. Suomalaisen yrittäjyyden paradoksi. Elinkeinoelämän valtuuskunta.

OECD, 2005. Survey of quantitative investment regulation of pension funds. OECD.

OECD, 2001. Global Entrepreneurship Monitor 2001. OECD.

Passinen T., 2005. Selvitys: Onko suomalaisten pääomasijoitusrahastojen sijoitusneuvostossa tapahtuva päätöksenteko murroksessa? Suomen pääomasijoitusyhdistys.

Pohjola, M., 1996. Tehoton pääoma. WSOY.

Sahlman W., 1990. The structure and governance of venture capital organizations. Journal of financial economics 27, 473-524.

Scholes, M. 1972. The market for securities: Substitution versus price pressure and the effects of information on share prices. Journal of business, Vol. 45 No. 2.

Seppä, M., 2000. Strategy logic of the venture capitalist. Doctoral dissertation. Jyväskylä Studies in Business and Economics nro 3.

Strategic capital management, 2005. Annual exit analysis. Strategic capital management.

Varma, 2005. Vuosikertomus. Varma Oy.

Vihola, T., 2000. Rahan ohjaaja. Merita pankki Oyj.

World economic forum, 2005. Global competitiveness report 2005-2006. Palgrave MacMillan. ISBN 1-4036-4913-1.

INTERNET LÄHTEET:

[http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_GDP_\(nominal\)](http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_GDP_(nominal))

Limited partnership act 1907:

<http://www.hmrc.gov.uk/manuals/bimmanual/BIM72515.htm>

<http://www.nokia.fi/A4351118?newsid=1157197>

<http://www.sitra.fi/fi>

<http://www.finnvera.fi/>

<http://www.tekes.fi/>

<http://www.teollisuusijointus.fi/>

<http://www.finpro.fi/>

<http://www.te-keskus.fi/public/Default.aspx>

ESITELMÄT:

Seppä Marko, Tampereen teknillinen yliopisto. Tampere-Talo 1.12.2005

William Paulin, PaulinNeal Associates. Tampere-Talo 1.12.2005

LIITTEET:**Liite 1: Yrityksen elinkaarivaiheet**

Siemenvaihe Yritys ei ole vielä käynnistänyt toimintaansa ja rahoitusta tarvitaan esimerkiksi tuotekehityksen aloittamiseen tai avainhenkilöstön palkkaamiseen.

Käynnistysvaihe Yritys on juuri aloittanut toimintansa ja rahoitusta tarvitaan edelleen tuotekehitykseen ja koemarkkinointiin.

Aikainen kasvuvaihe Yritys, jonka tuotekehitys on onnistunut ja joka tarvitsee rahoitusta lähinnä kaupallisen tuotannon aloittamiseen ja myyntiin. Yritys ei tuota useinkaan voittoa.

Nopea kasvuvaihe Yritys tarvitsee rahoitusta tuotantokapasiteetin kasvattamiseen, markkinointiin ja tuotekehityksen jatkamiseen, yritys ei välttämättä tuota voittoa.

Toimivan johdon yritysosto (MBO) Rahoitus jolla yrityksen johto usein yhdessä ulkopuolisen sijoittajan kanssa ostavat yrityksen osan tai koko yrityksen.

Ulkopuolisen ryhmän yritysosto(MBI) Rahoitus, jolla ulkopuolinen ryhmä ostaa yrityksen ja vaihtaa johdon.

Lisäksi pääomasijoituksia käytetään myös muutamissa erikoistilanteissa:

Tervehdyttäminen Liiketoiminnaltaan ja kasvultaan vakiintuneen tilapäisissä rahoitusvaikeuksissa olevan, mutta potentiaalisen yrityksen toimintarakenteita tervehdytetään, siten että yritys saataisiin jälleen kannattavaksi.

Siirtymävaihe Tilapäinen rahoitus yksityisesti omistetulle yritykselle, joka on siirtymässä julkisesti noteeratuille markkinoille, mutta osakeantia tai myyntiä ei ole vielä toteutettu.