

Laurikka, Annu

Research Report

Suomen yritysrahoitus eurooppalaisessa vertailussa: Raha ei ole talouskasvun keskeisin pullonkaula

ETLA Report, No. 161

Provided in Cooperation with:

The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA), Helsinki

Suggested Citation: Laurikka, Annu (2024) : Suomen yritysrahoitus eurooppalaisessa vertailussa: Raha ei ole talouskasvun keskeisin pullonkaula, ETLA Report, No. 161, The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA), Helsinki

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/317010>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Suomen yritysrahoitus eurooppalaisessa vertailussa

RAHA EI OLE TALOUSKASVUN KESKEISIN PULLONKAULA



Petri Rouvinen

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos
petri.rouvinen@etla.fi

Ilkka Ylhäinen

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos
ilkka.ylhainen@etla.fi

Suosittelava lähdeviittaus:

Rouvinen, Petri & Ylhäinen, Ilkka (8.4.2025).
”Suomen yritysrahoitus eurooppalaisessa
vertailussa: Raha ei ole talouskasvun keskeisin
pullonkaula”. ETLA Raportti No 161.
<https://pub.etla.fi/ETLA-Raportit-Reports-161.pdf>

Tiivistelmä

Suomessa on yleisesti ottaen vähän yritysrahoitukseen liittyviä haasteita, jopa vähiten Euroopassa. Siinänsä melko vähäiset haasteet koskevat enemmän nuoria, pieniä, innovatiivisia, kansainvälisiä ja kasvuhakuisia yrityksiä.

Laajaan ja laadukkaaseen eurooppalaiseen yritysaineistoon perustuvat havaintomme kuvaavat edustavan suomalaisyrityksen tilannetta pidemmän aikavälin rakenteellisesta näkökulmasta. Aineistolähtökohdan takia havainnoissamme painottuu vieraan pääoman ehtoinen rahoitus.

Katsomme, että Suomen yritysrahoitusjärjestelmän haasteet ovat enemmän oman kuin vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen puolella. Pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmämme ei tue riittävästi aineettomista investoinneista kumpuavaa talouskasvua. Myös yritysten omistajien, hallitusten ja johtohenkilöiden kasvunäkemykset ja -halut jättävät toivomisen varaa.

Alustava johtopäätöksemme onkin, että Suomen haaste on enemmän yritysrahoituksen kysynnässä kuin sen tarjonnassa. Rahoitus sinänsä toimii vähintään kohutuullisesti. Keskeisin ongelma on liian pienellä joukolla tai liian laiskasti tehtävä uusien ideoiden etsintä, niihin tarttuminen ja niiden skaalaaminen.

Abstract

Finnish Business Finance in European Comparison: Money is Not the Key Bottleneck to Economic Growth

Finnish businesses face fewer financial challenges than their European peers. To the extent financial challenges do exist, they disproportionately affect young, small, innovative, internationally focused, and growth-seeking companies.

Our findings are based on extensive firm-level data. The data and our approach dictate that the results should be interpreted from the point of view of a representative firm and from a long-term, structural perspective, with a focus on debt financing.

Finland's financing challenges stem primarily from equity, not debt. The nation's bank-centric financial system inadequately supports growth driven by intangible assets. Moreover, the growth ambitions and abilities of company owners, boards, and executives leave something to be desired.

We posit that Finland's fundamental issue is demand, not supply, of financing. Capital availability is sufficient. The core problem is insufficient initiative in identifying, capitalizing on, and scaling new ideas.

Ph.D. (Econ.) **Petri Rouvinen** on Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen tutkimusneuvonantaja ja Suomen itsenäisyyden juhlarahaston Sitran vanhempi neuvonantaja.

KT **Ilkka Ylhäinen** on Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen tutkija.

Ph.D. (Econ.) **Petri Rouvinen** is a Research Advisor at ETLA Economic Research and a Senior Advisor at The Finnish Innovation Fund Sitra.

D.Sc. (Econ.) **Ilkka Ylhäinen** is a Researcher at ETLA Economic Research.

Kiitokset: Tämä raportti on osa Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen Etlan ja Työn ja talouden tutkimuksen Laboren toteuttamaa ja Suomen Arvopaperimarkkinoiden Edistämissäätiön tukemaa *Yritysrahoituksen saatavuus ja tuottavuuskehitys Suomessa* -hanketta. Kirjoittajat kiittävät Säätiötä tuesta ja Pääomasijoittajat ry:tä aineistoyhteistyöstä sekä Martti Hetemäkeä, Bengt Holmströmiä, Ari Hyytistä, Jussi Lahtea ja Mika Malirantaa huomioista ja kommentteista.

Acknowledgements: This report is part of the *Availability of business finance and productivity growth in Finland* project conducted by ETLA Economic Research and the Labour Institute for Economic Research LABORE, and kindly supported by the Finnish Securities Market Promotion Foundation. The authors thank the Foundation for its support and the Finnish Venture Capital Association for data cooperation. The authors are also grateful to Martti Hetemäki, Bengt Holmström, Ari Hyytinen, Jussi Lahti, and Mika Maliranta for their comments and observations.

Avainsanat: Yritysrahoitus, Rahoitusrajoitteet, Velkarahoitus, Talouskasvu

Keywords: Business finance, Financial constraints, Debt finance, Economic growth

JEL: E22, G30, G32, O16

Sisällys

Päähavainnot	4
1 Onko Suomen talouskasvun puute yhteydessä yritysrahoitusmarkkinoiden toimintaan?	6
1.1 Rahoitus ”luovan tuhon” ajurina	7
1.2 Rajaukset.....	8
1.3 Rakenne	8
2 Rahoituksen ja talouskasvun yhteys kirjallisuuden valossa	8
3 Hyvät omistajat, hyvät hallitukset, hyvät yritykset	10
4 Yritysten kohtaamat rahoitusrajoitteet.....	11
4.1 Yritysten rahoitusrajoitteet, muut rajoitteet ja rahoituslähteet.....	11
4.2 Rahoitusrajoitteet yritysominaisuuksittain.....	17
5 Johtopäätöksiä	19
Liite 1 Monimuuttuja-analyysin aineisto ja tuloksia	20
Liite 2 Yritysten kasvuodotukset ja kasvurealisaatio	24
Liite 3 Pääomasijoittamisesta Suomessa	28
Viitteet	32
Kirjallisuus	34

Päähavainnot

Havainto 1: Laajaan ja laadukkaaseen aineistoon perustuva analyysimme osoittaa, että **Suomessa on yleisesti ottaen vähän, tai jopa eurooppalaisittain vähiten, yritysrahoitukseen liittyviä haasteita.**

Näin siis pidemmän aikavälin *rakenteellisemmassa* mielessä ja lähinnä *edustavan* Suomessa toimivan yrityksen näkökulmasta.

Havainnostamme 1 huolimatta haasteet voivat olla merkittäviä erityistilanteissa (kuten 2008–2009 rahoituskriisi tai koronapandemian alku) tai erityistapauksissa (kuten silloin, jos yritys tavoittelee nopeaa globaalia kasvua liiketoiminnassa, joka vaatii satojen miljoonien eurojen alkuinvestointia).

Lisäksi on selvää, että noin kesästä 2022 alkaen rahoitus on ollut aiempaa kalliimpaa (ja sitä saattaa myös olla aiempaa niukemmin tarjolla). Uskoaksemme kesää 2022 edeltänyt noin kymmenen vuotta jatkunut erittäin alhaisten nimellis- ja reaalikorkojen aika jää kuitenkin pidemmässä historiassa poikkeukseksi, ja siksi yritysrahoituksen tulevaisuutta pohdittaessa tuota aikaikkunaa ei kannata käyttää vertailukohtana.

Tässä raportissa käytetty aineisto koskee keskeisesti vieraan pääoman ehtoista rahoitusta. Jätämmekin havaintomme 1 osalta varauksen mitä tulee oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen, johon palaamme perusteellemmin syksyn raportissamme.

Joku saattaa analyysihimme viitaten sanoa, että ”Euroopan paras” on väärä tavoitetaso. Tästä olemme samaa mieltä. Monessa rakenteellisessa mielessä Suomi poikkeaa radikaalisti erityisesti Yhdysvalloista. Eroista tässä yhteydessä silmiinpistävin on oman pääoman ehtoisen rahoituksen koko ketju alkaen ystävien ja tuttujen muutamien satasten sijoituksista¹ ja päättyen pörssilistautumisiin ja -anteihin. Toteamme kuitenkin, että vieraan pääoman ehtoisen yritysrahoituksen puolella Suomi näyttää melko kilpailukykyisenä myös suhteessa Yhdysvaltoihin.

Käyttämässämme kyselyaineistossa havaitut haasteet ovat luonnollisesti ehdollisia vallitsevalle toimintaympäristölle. Suomessa on laaja kirjo julkisia yritysrahoittajia (joista tässä yhteydessä keskeisin on *Finnvera*). Analyysimme päähavainto on yhdenmukainen sen kanssa, että nämä instituutiot toimivat hyvin, vaikka tuloksemme eivät varsinaisesti todistakaan sitä. Lisäksi, jos peruskannattava (tai edes nollatulosta tekevä) yritys on tyytyväinen nykytilaansa, ei sillä liene merkittäviä ulkoisen rahoituksen tarpeitakaan. Havaintoa 1 voisi siis seilittää sekin, että Suomessa yritykset ovat erityisen tyytyväisiä oloiloihinsa ja siten yritysrahoitusjärjestelmä näyttää hyvänä – tarpeeksi laajan ja vaativan kysynnän puuttuessa.

Painotamme, että yritysrahoitusjärjestelmän keskeisin yhteiskunnallinen tehtävä on erottaa hyvät ja huonot investointikohteet ja niiden toteuttajat. Niinpä on terveellistä ja tärkeää, että kaikki yritykset eivät saa rahoitusta. Tällöin emme voi suoraan tehdä järjestelmätason johtopäätöksiä yksittäistapausten perusteella.

Tässä raportissa esitettävät tulokset eivät suoraan kerro yritysrahoituksen kohdentumisen tehokkuudesta. Järvenpään ym. (2024) tulokset viittaavat kuitenkin siihen, että esimerkiksi pankkien luotonanto kohdistuu suhteellisen hyvin ripeästi kasvaviin, investoiviin ja korkean tuottavuuden yrityksiin.

Havainto 2: Sikäli kun Suomen yritysrahoitusjärjestelmässä on **haasteita, ne liittyvät enemmän nuorempiin, pienempiin, innovatiivisempiin, kansainvälisempiin ja kasvuhakuisempiin yrityksiin.**

Euroopan maissa nuoret, pienet, vientiä harjoittavat, innovatiiviset ja kasvuhakuiset yritykset kohtaavat muita yrityksiä todennäköisemmin rahoituksen esteitä.

Suomea koskevat tulokset ovat pääosin samansuuntaiset kuin muualla Euroopassa. Nuorten yritysten rahoitusrajoitteet eivät kuitenkaan nouse esiin aivan vastaavalla tavalla kuin muualla Euroopassa, ja pankkirahoituksen haasteet tulevat esiin lähinnä vientiyritysten kohdalla.

Havainto 3: Suomen yritysrahoitusjärjestelmän haasteet ovat **enemmän oman kuin vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen puolella**.

Havaintomme 1 mukainen viesti on vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen osalta varsin selvä (niillä huomautuksilla, jotka edellä mainitsimme).

Viesti oman pääoman ehtoisen rahoituksen osalta ei ole lainkaan yhtä selvä.

On hyvin tiedostettu fakta, että Suomen yritysrahoitusjärjestelmä on kansainvälisesti vertaillen pankkikeskeinen. On helppo yhtyä Ahopellon ym. (2024) väitteeseen, että pankkikeskeinen järjestelmämme ei riittävästi tue aineettomista investoinneista kumpuavaa talouskasvua.

Jorma Ollila totesi hiljattain Helsingin Sanomien Vieraskynä-kirjoituksessaan (Ollila, 2025), että ”Ellei yritys tavoittele kasvua, juurisyy on aina ensin omistajissa, sitten omistajien nimeämässä hallituksessa, sitten hallituksen valitsemassa johdossa ja vähiten työntekijöissä. Jotta kasvua saadaan aikaan, kasvuasennetta tarvitaan kaikilla tasoilla.” Tähänkin havaintoon on helppo yhtyä, joskin tämän havainnon perusteella haasteena ei välttämättä ole oman pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuus, vaan sen mukana tulevan osaamisen puutteellinen taso ja turhan vähäinen ”kasvun nälkä”.

Tuuli (2024) tutkii ”eläviä kuolleita” eli *zombie*-yrityksiä, joiden rahoitusasemansa perusteella pitäisi mennä konkurssiin tai muuten poistua keskuudestamme.

Tuulin havaintojen perusteella pankkien *zombie*-rahoitus ei poikkea muista luotonantajista; sen sijaan oman pääoman ehtoisen rahoituksen saanti on yhteydessä *zombie*-yritysten turhan hyvään selviytymiseen.² Ainakin joltain osin omistajat siis pikemminkin ylläpitivät vanhoja kuin luovat uusia yritysrakenteita.

Havainto 4: Suomen **haaste on enemmän yritysrahoituksen kysynnässä kuin sen tarjonnassa**.

Analyysimme perusteella rahoitus ei ole Suomessa toimivien yritysten keskeinen haaste tai kasvun este. Ylipäättään Suomessa toimivilla yrityksillä on muualla Euroopassa toimivia verrokkejaan vähemmän haasteita *muissakin* ulottuvuuksissa. Silti keskeisesti yritysten ajama koko kansantalouden tasolla havaittava kasvu on ollut aneemista pian kaksikymmentä vuotta. *Missä on vika?*

Välitön vastauksemme on, että ongelma ei löydy ainakaan suoraan yritysrahoitusjärjestelmästä, joka – annettuna nykyinen yrityskehittämme ja sen kannustimet tavoitella kasvua – näyttää toimivan varsin hyvin.

Kuten edellä huomautamme, lähestymistapamme johtaa ”edustavan yrityksen” tarkasteluun. Yksi selitys aneemiselle kasvulle voi olla, että ”erityisten yritysten” todella merkittävään kokoluokkaan skaalautuminen ei onnistu – haluista ja kyvyistä huolimatta. Ollila (2025) viittaa tähän retorisen kysymyksen muodossa: ”Toisinaan kaikki yrityksen vaikuttajaketjussa – omistajat, hallitus, toimiva johto ja työntekijät – onnistuvat niin hyvin, että itse yrityksessä kaikki kasvun edellytykset ovat olemassa. Mutta voiko tuollainen yritys kasvaa Suomessa? Siis todella isosti?” (Vastaesimerkkinä tässä viitattuun pulmaan on Nokian 1990-luvun massiivinen skaalautuminen Ollilan johdolla.)

Ollila (2025) lähestyy mielestämme ongelman ydintä todetessaan, että ”Talousnobelistimme **Bengt Holmström** on sanonut, että Suomen tautina on valtioriippuvaisuus. Olen samaa mieltä, mutta sanoittaisin asian toisin: ajattelemmme aivan liian pienesti ja tyydymme aivan liian vähään. Riskejä pelätään, riskejä ottaneille ja sen seurauksena epäonnistuneille naureskellaan, eikä onnistuneen riskinoton myötä vaurastuneita arvosteta.”

Järvenpää ym. (2024) havaitsevat, että muutamaa poikkeusvuotta lukuun ottamatta yrityssektori on ollut rahoitusyliäämäinen koko 2000-luvun, eli niillä on yhteenlaskettuna ollut käytössään enemmän varoja kuin mitä ne ovat investoineet – nimenomaan siten, että tuottavimmat yritykset ovat rahoitusyliäämäisimpiä. Tämä on yhdenmukainen sen kanssa, että juuri parhailla yrityksillämme olisi kyllä rahoituksen puolesta mahdollisuus tavoitella

kasvua, mutta syystä tai toisesta ne eivät voi, halua tai osaa sitä tehdä. Järvenpään ym. (2024, s. 328) päähavainto onkin, että ”... yrityslainojen tehoton kohdentuminen ei todennäköisesti selitä tuottavuuden verrattain heikkoa kehitystä Suomessa 2000-luvulla.”

Tässä vaiheessa oma johtopäätöksemme onkin, että Suomen makrotaloudelliset ongelmat – esimerkiksi talous- ja tuottavuuskasvun aneemisuus – eivät selity yritysrahoitusmarkkinapuutteilla, vaan pikemminkin sitä edeltävällä vaiheella eli liian pienellä joukolla tai liian laiskasti tehtävällä uusien ideoiden etsimisellä, niihin tarttumisella ja niiden skaalaamisella – olipa kyse uusista tai toimintaansa kehittävistä vanhoista yrityksistä. Palaamme tähän taudin kuvaan syksyllä julkaistavassa oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen syventyvässä raportissa.

1 Onko Suomen talouskasvun puute yhteydessä yritysrahoitusmarkkinoiden toimintaan?

Kohtaavatko Suomessa toimivat yritykset erityisiä haasteita oman ja vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuudessa?

Onko peräti niin, että nämä haasteet ovat yritysten ja siten Suomen kansantalouden kasvun keskeinen este?

Näihin kysymyksiin pureudumme tässä raportissa ja tutkimushankkeessa (ks. laatikko 1), jonka ensimmäinen osa tämä raportti on.

Keskeisimmän aineistolähteen vuoksi tämä raportti painottuu vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen. Koska aineisto kattaa periaatteessa koko yrityskentän ja havaintoyksikkönä on nimenomaan yritys (ilman, että käyttäisimme esimerkiksi yrityskoon mukaisia painoja), analyysimme tuottaa yleiskuvan edustavan Suomessa toimivan yrityksen näkökulmasta.

Sinä missä tämä raportti tarjoaa ”ison kuvan” voittopuolisesti vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen näkökulmasta, syksyllä julkaistava hankkeen toinen raportti keskittyy oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen ja painottaa vahvasti sitä seikkaa, että pienellä joukolla *erityisiä* yrityksiä on suuri merkitys kansantalouden tulevaisuudelle.

Tuotamme tässä raportissa kokonaiskuvan Suomessa toimivien yritysten rahoituksen saatavuudesta laajan eurooppalaisen vertailun kautta. Erityisesti haluamme muodostaa käsityksen siitä, onko ulkoista rahoitusta tarvitsevien yritysten joukosta tunnistettavissa kohderyhmiä, joiden tapauksissa yritysrahoitusjärjestelmä ei välttämättä toimi yhteiskunnallisen vaikuttavuuden kannalta optimaalisesti. Käytännössä kysymme, kohtaavatko pienet, nuoret, kansainväliset, kasvuhakuiset ja radikaaliin innovaatiotoimintaan suuntautuneet yritykset muita enemmän rahoitusrajoitteita.

Laatikko 1

Etlan, Laboren ja Suomen Arvopaperimarkkinoiden Edistämissäätiön tutkimushanke

Tämä raportti on osa Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen Etlan, Työn ja talouden tutkimuksen Laboren toteuttamaa ja Suomen Arvopaperimarkkinoiden Edistämissäätiön tukemaa ”Yritysrahoituksen saatavuus ja tuottavuuskehitys Suomessa” -hanketta, joka jatkuu vuoden 2025 loppuun.

Hankkeessa tutkitaan yritysten rahoitusedellytyksiä, ulkoisen rahoituksen merkitystä tuottavuuskehitykselle ja pitkän aikavälin talouskasvun tekijöitä Suomessa. Hanke tuottaa tietoa arvopaperi- ja rahoitusmarkkinoiden kehittämisen tueksi.

Tämän raportin tarkoituksena on suunnata sekä yleistä keskustelua että hankkeen myöhempää tutkimusta koskien Suomen yritysrahoitusjärjestelmän tulevia kehitystarpeita. Erityisen mielenkiinnon kohteena ovat rahoitusjärjestelmän mahdolliset puutteet, vinoumat ja harhat, jotka aiheuttavat sen, että järjestelmä ei välttämättä myötävaikuta tuottavuuskehitykseen parhaalla mahdollisella tavalla.

Yritysrahoitusjärjestelmän yhteiskunnallisena tehtävänä on valita hyvät ja hylätä huonot investointikohteet – niin hankkeet kuin niiden toteuttajat. Lisäksi yritysrahoitusjärjestelmän tulee ohjata ja valvoa annetun rahoituksen käyttöä. Näistä tehtävistä seuraa se, että yrityksille tarjottavan rahoitus voi olla myös liian runsasta, jolloin hyvien ja huonojen erottelu ei enää toimi-kaan. Niinpä sivuamme myös sitä (ehkä teoreettista) mahdollisuutta, että yhteiskunnallisesta näkökulmas- ta liian moni yritys ja investointi päättyy toteutetta- vaksi.

1.1 Rahoitus ”luovan tuhon” ajurina

Pidemmällä aikavälillä kansalaisten hyvinvoinnin lisään- tyminen kumpuaa lähes yksinomaan työn tuottavuuden noususta. Tuottavuuden nousussa ei ole kyse siitä, että huhkisimme töitä enemmän tai pidempään, vaan siitä, että teemme oikeita asioita oikeilla välineillä.

Oikeat asiat ovat niitä, missä itse kukin pystyy synny- tämään eniten lisäarvoa työtuntia kohden. Tämä liittyy rahoitukseen, sijoittamiseen ja investointeihin siksi, että ne mahdollistavat yritysten ja viime kädessä työntekijöi- den suuntautumisen uusiin ja enemmän lisäarvoa tuot- taviin toimintoihin.

Oikeat välineet ovat käytännössä muun muassa tarkoi- tuksenmukaisia toimitiloja hyvien liikenneyhteyksien var-rella sekä tietokoneita ja -verkkoja fiksuilla ohjelmistoil- la höystettynä – nämäkin tekijät uudistuvat ja muuttuvat investointien kautta.

Yritysten määrällisesti riittävän ja laadullisesti oikean- laisen rahoituksen saatavuus on välttämätön ehto sille, etteivät riittämättömät aineelliset ja aineettomat inves- toinnit muodostu Suomen tuottavuus- ja talouskasvun – ja siten kansalaisten hyvinvoinnin lisääntymisen – pul- lonkauloiksi.

Toinen välttämätön ehto on yritysten – tai täsmällisem- min niiden omistajien sekä yritysten hallitusten ja joh- tajien – kyvyt nähdä uusia mahdollisuuksia ja halut tart- tua niihin. Näihin kykyihin ja haluihin vaikuttavat monet elin- ja toimintaympäristön tarjoamat kannustimet ja ominaispiirteet.

Olipa investointi mitä tyyppiä tahansa, sen houkutte- levuus määräytyy sen tulevaisuuden tuottopotentialin kautta: Mitkä ovat investoinnin kulut ja tuotot yli sen koko elinkaaren? Mikä on investoinnin jäännösarvo sen elinkaaren päättyessä? Miten investoinnin elinkaaren eri ajankohtien rahavirtoja arvotetaan? Millaisia riskejä ku- luihin ja tuottoihin liittyy?

Yritysrahoitusjärjestelmällä on kaksi tehtävää. Sen tulee valita hyvät ja hylätä huonot hankkeet. Lisäksi sen tulee ohjata ja valvoa annetun rahoituksen käyttöä.

Ideaalimaailmassa hyvät ideat saavat kaiken tarvitseman- sa rahoituksen ja huonot jäävät ilman. Hyvin toimivan yritysrahoitusjärjestelmän avainominaisuus on sen va- likoivuus, mikä viime kädessä tarkoittaa sitä, että hyvin informoidut rahoitusmarkkinoiden toimijat päättävät in- vestointi-ideoiden elämistä ja kuolemista.

Valikoiva rahoitusjärjestelmä tarjoaa investoijille toivotut kannustimet: paremmille tarjotaan tie rikkauksiin ja huo- nommille ei mitään. Investoijan historia – aiemmat onnis- tumiset ja epäonnistumiset – on tässä keskeisessä roolissa. Parhaimmillaan markkinat pystyvät erottamaan, milloin aiemmassa epäonnistumisessa oli kyse investoijan huo- noudesta ja milloin investoijasta riippumattomasta toi- mintaympäristön takaperoisesta kehityksestä.

Ohjaamisen ja valvonnan osalta on toivottavaa, että ra- hoituspäättöksiä tekevät henkilöt ovat mahdollisimman kyvykkäitä, kokeneita ja verkostoituneita siten, että heillä on kyky valita parhaat hankkeet ja että he pystyvät toimil- laan nostamaan sijoituskohteidensa tulevia tuottoja (ja markkina-arvoja). Parhaimmillaan myönnettyyn rahoi- tukseen liittyvä ohjaaminen ja valvonta ovat hyvin työ- ja informaatiointensiivistä toimintaa.

Rahoitusmarkkinat edistävät pääoman tehokasta koh- dentumista taloudessa. Tehokkaasti toimiva yritysrahoi- tusjärjestelmä vauhdittaa talouskasvua kohdentamalla rahoitusta kohteisiin, jotka tukevat tuottavuuden kehi- tystä. Toimiessaan tehokkaasti yritysrahoitusjärjestelmä edesauttaa uusien yritysten markkinoille tuloa, ulkoises- ta rahoituksesta riippuvaisten yritysten kasvua ja inno- vaatioiden syntyä; toisaalta rahoituksen ehtyminen oh- jaa heikosti tuottavat yritykset poistumaan markkinoilta. Hyvin toimiva yritysrahoitusjärjestelmä edistääkin luo- vaa tuhoa ja talouden uudistumista.

1.2 Rajaukset

Kuten edellä on todettu, tämä ensimmäinen raportti painottuu vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen ja edustavan yrityksen näkökulmaan. Syksyn raporttimme keskittyy oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen ja erityisiin yrityksiin.

Teemme tässä raportissa muutamia muitakin rajauksia:

- Keskitymme yritystason näkemykseen rahoituksesta emmekä pohdi esimerkiksi rahoitusjärjestelmän vakauden kysymyksiä.
- Tarkastelumme fokus ei sinänsä ole rahoitusala, vaan sen muille yrityksille tarjoamissa rahoituspalveluissa.
- Emme käsittele kotitalouksille kohdennettua luotonantoa.
- Emme keskustele sääntelystä tai sen oikeasta tasosta.

Erityisesti olemme kiinnostuneita yritysrahoituksen saatavuudesta kasvuhakuisten yritysten näkökulmasta. Selvitämme rahoituksen roolia kasvun esteenä ja pyrimme muodostamaan kuvan siitä, missä määrin rahoitusmarkkinoiden epätäydellisyydet haittaavat pääoman tehokasta kohdentumista taloudessa.

1.3 Rakenne

Raportin rakenne on seuraava:

- Osiossa 2 vedämme yhteen taloustieteellistä kirjallisuutta rahoituksesta ja sen yhteydestä talouskasvuun.
- Osiossa 3 käydään läpi hankkeen viitekehystä rahoituksesta ja sen osa-alueista.
- Osiossa 4 empiirisessä analyysissä tarkastelemme yritysten kohtaamia rahoitusrajoitteita, muita yritystoiminnan esteitä ja yritysten rahoituslähteitä.
- Osiossa 5 yhteenvetomme.

2 Rahoituksen ja talouskasvun yhteys kirjallisuuden valossa

Schumpeteriläisen kasvuteorian mukaan talouskasvu on lähtöisin innovatiivisista yrittäjistä, jotka reagoivat taloudellisen ympäristön luomiin kannustimiin ja syrjäyttävät vanhat teknologiat uusilla innovaatioilla (Aghion, 2017). Tämän viitekehyksen mukaan luova tuho – ja siihen liittyvä jatkuva kilpailu uusien ja vakiintuneiden yritysten välillä – on talouskasvun moottori.

Toimiva yritysrahoitusjärjestelmä suuntaa rahat tuottavuuskasvua parhaiten edistäviin hankkeisiin (Aghion ym., 2018). Se lieventää kasvun esteenä olevia rahoitusrajoitteita, edesauttaa pääoman tehokasta kohdentumista taloudessa ja nopeuttaa innovointia; samalla rahoituksen ehtyminen pakottaa alhaisen tuottavuuden yritykset markkinoilta poistumiseen (Aghion ym., 2019; Aghion ym., 2018).

Rahoitusrajoitteet vaikuttavat siten tuottavuuskasvuun kahden erisuuntaisen väylän kautta: ne paitsi toimivat innovoinnin esteenä myös edistävät alhaisen tuottavuuden yritysten poistumista markkinoilta (Acemoglu ym., 2018; Aghion ym., 2019).

Tehokkaat yritysrahoitusmarkkinat kohdentavat rahoitusta parhaisiin ideoihin (ja niiden parhaisiin toteutajiin) eivätkä ensisijaisesti niille, joilla on hallussaan eniten vakuuskelpoista omaisuutta (Aghion ym., 2018).

Tehottomat yritysrahoitusmarkkinat ja niihin liittyvät rahoitusrajoitteet haittaavat kasvua, koska niiden seurauksena pääomat ohjautuvat lahjakkaimpien yksilöiden sijaan vähemmän lahjakkaille mutta varakkaammille yksilöille. Tämä selittyy sillä, että luotonantajat eivät rahoituspäätöksiä tehdessään ole ensisijaisesti kiinnostuneita lainanhakijoiden tuottavuudesta vaan lainan ja korkojen takaisinmaksusta. Kehittyneet yritysrahoitusmarkkinat korjaavat tätä vakuuskelpoiseen varallisuuden liittyvää investointimahdollisuuksien epäsuhtaa ja luovat taloudellisen menestymisen mahdollisuuksia myös niille, jotka eivät kuulu tulo- ja omaisuusjakauman kärkipäähän.

Rahoitusrajoitteet voimistavat suhdannevaihteluita ja niiden kokonaistaloudellisia vaikutuksia (Aghion ym., 2018). Yritysten kyky toteuttaa pitkän aikavälin kasvua tukevia investointeja vaihtelee yli suhdannesyklein; vaikka pitkän aikavälin investoinnit ovat vähemmän syklisiä kuin lyhyen aikavälin investoinnit, liittyy niihin riski likviditeetin ehtymisestä (Aghion ym., 2010).

Kehittynyt yritysrahoitusjärjestelmä lieventää rahoitusrajoitteita ja edistää investointeja erityisesti silloin, kun niiden toteuttaminen on edullisinta: taantumassa (Aghion ym., 2010). Tehokkailla rahoitusmarkkinoilla pitkän aikavälin investoinnit ovat vastasyklisiä, mikä tasaa suhdannevaihteluita; rahoitusrajoitteet kuitenkin tekevät investoinneista myötäsyklisiä, mikä lisää makrotalouden heilahteluja (Aghion ym., 2010; Aghion ym., 2018).

Rahoitusmarkkinoiden kehitystaso on yhteydessä yritysten kykyyn rahoittaa innovaatiotoimintaansa yli ajan – taloudellisilla taantumilla on haitallinen vaikutus yritysten t&k-toimintaan ja pitkän aikavälin kasvuedellytyksiin.

Empiirinen tutkimuskirjallisuus tukee näkemystä, että rahoitusjärjestelmän kehitystaso on positiivisesti yhteydessä talouskasvuun, mutta tämä suhde ei välttämättä ole lineaarinen (Popov, 2018).

Rahoitusjärjestelmän rakennetta koskevan kirjallisuuden perusteella sekä pankkirahoitus että markkinaehtoinen rahoitus edistävät talouskasvua; rahoitusjärjestelmän eri osa-alueiden keskinäinen rooli kuitenkin vaihtelee talouden kehitystason mukaan (Popov, 2018).

Viimeaikainen kirjallisuus viittaa siihen, että talouden kehittyessä markkinaehtoisen rahoituksen merkitys kasvaa ja pankkirahoituksen merkitys vähenee. Tämä selittyy etenkin sillä, että pääomamarkkinat – ja ennen kaikkea osakemarkkinat – kykenevät paremmin edistämään innovaatioita ja tuottavuutta sekä tarjoamaan rahoitusta uusille teknologioille (Hsu ym., 2014; Popov, 2018). Pääomamarkkinat edistävät erityisesti rahoitusrajoitteille alttiiden pienten, nuorten ja innovatiivisten yritysten kasvua (Didier ym., 2021).

Schumpeteriläisen kasvuteorian maalaama kuva yrittäjyydestä ei edusta reaali maailman yritysten valtavirtaa, koska valtaosa aloittavista yrittäjistä ei tavoittele uusia mullistavia ideoita tai markkinoita ja vain harvalukui-

sella joukolla on merkittäviä kasvuhaluja tai aikomusta innovointiin;³ yrittäjyyden taustasyynä ovatkin usein muut kuin taloudelliset tekijät (Hurst & Pugsley, 2011).

Suuri osa uusista yrityksistä poistuu nopeasti markkinoilta, ja jäljelle jäävien yritysten kehityskulku on vaihtelevaa; toisaalta pieni osa nuorista kasvuyrityksistä vastaa lopulta merkittävästä osasta työpaikkojen luontia ja tuottavuuden kasvua (Decker ym., 2014; Haltiwanger ym., 2017).

Talousteorioiden kuvaus luovan tuhon moottoreina toimivista yrittäjistä soveltuukin luontevimmin pääomasijoittajien kohderyhmänä toimiviin innovatiivisiin ja kasvuhakuisiin yrityksiin (Aghion, 2017; Hellmann & Puri, 2015; Hurst & Pugsley, 2011; Puri & Zarutskie, 2012).

Kuten tämän raportin johdannossa huomautamme, syksyllä julkaistava hankkeen toinen raporttimme keskittyy oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen ja siten myös pääomasijoittamiseen, mutta käsittelemme kuitenkin liitteessä 3 muutamia Suomen pääomasijoitusmarkkinan piirteitä.

Pääomasijoittajat valikoivat rahoituskohteikseen kasvuhakuisia yrityksiä ja auttavat niitä kaupallistamisessa (Da Rin ym., 2013). Riskipääomasijoitukset voivat edistää innovointia sekä uusien ja kokoluokaltaan suurempien yritysten markkinoille tuloa, mikäli taloudellinen toimintaympäristö on yritys- ja sijoitustoiminnalle otollinen (Kortum & Lerner, 2000; Popov, 2013; Popov & Roosenboom, 2012). Myöhemmän kehitysvaiheen kohdeyrityksissä pääomasijoittajat edistävät tuottavuutta tehostamalla ja uudelleenjärjestelemällä toimintaa – ja auttavat yrityksiä siirtymään uudelle kasvu-uralle (Davis ym., 2014).

Instituutiot – rahoitusmarkkinoiden kehitystaso, laillinen ympäristö, verojärjestelmä, työmarkkinasääntely ja julkiset t&k-panostukset – ovat kiinteästi yhteydessä hyvin toimivien pääomasijoitusmarkkinoiden syntyyn (Lerner & Tåg, 2013). Näissä rakenteellisissa tekijöissä ilmenevät eroavaisuudet auttavat selittämään eri maiden välisiä kehityseroja. Esimerkiksi Ruotsissa etenkin rahoitusmarkkinoiden sääntelyn hidas vapautuminen ja raskaan veropolitiikan aiheuttamat vinoumat, jotka estivät osake- markkinoiden kehitystä ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen käyttöä, hidastivat pääomasijoitustoimialan kehittymistä suhteessa Yhdysvaltoihin (Lerner & Tåg, 2013).

3 Hyvät omistajat, hyvät hallitukset, hyvät yritykset

Rahoitus- ja investointitoiminnan peruslogiikka on kiteytettynä kuvioissa 1, josta ilmenee, että yritysrahoituksen päätyypit eli oman ja vieraan pääoman ehtoinen rahoitus poikkeavat radikaalisti toisistaan.

Oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen liittyy omistusosuus yrityksessä. Omistajilla on täysi vapaus määrätä yrityksen sisäisestä toiminnasta, joskin käytännössä tämä tapahtuu pääsääntöisesti omistajien nimeämän yrityksen hallituksen kautta (juridisesti hallituksen jäsenet edustavat nimenomaan yhtiön, eivät siis esim. yksittäisen omistajatahon, intressiä).

Omistajille kuuluvat kaikki tulot, jotka jäävät jäljelle toimittajien laskujen, työntekijöiden palkkojen, vieraan pääoman kulujen sekä yrityksen muiden välittömien menojen jälkeen. Omistajilla ja hallituksella on siis sekä *mahdollisuus* että *kannustimet* ohjata valitsemaansa yrityksen johtoa ja työntekijöitä kohti (nykyarvomielessä) yhä laajempaa ja kannattavampaa liiketoimintaa.

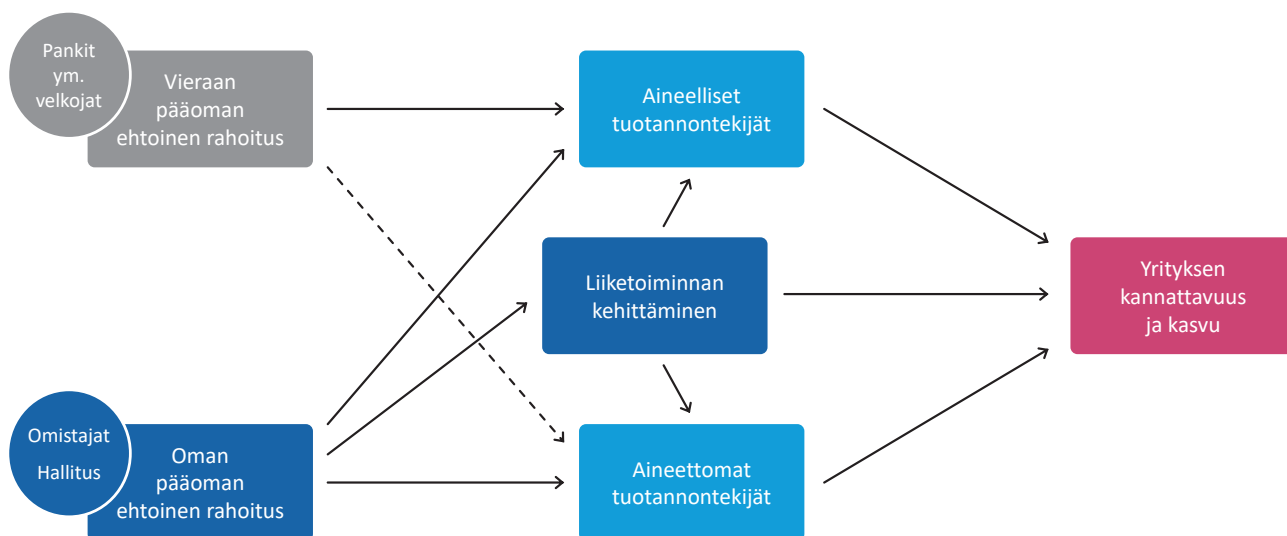
Vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen ei liity omistusosuutta tai laajoja mahdollisuuksia vaikuttaa yrityk-

sen sisäiseen toimintaan, mutta sillä on omaan pääomaan verrattuna etuoikeus yrityksen tulovirtaan sovittujen rahoitusehtojen rajoissa.

Oman ja vieraan pääoman ominaisuuksista seuraa merkittäviä eroja niiden välillä:

- Oman pääoman haltijoita kiinnostaa yrityksen kannattavuus, siinä missä vieraan pääoman paino on yrityksen selviytymisessä ja maksuvalmiudessa. Kasvun suhteen oman ja vieraan pääoman intressit voivat olla jopa päinvastaiset (ainakin, jos kasvun tavoittelu vähentää yrityksen selviytymisen todennäköisyyttä).
- Oma pääoma hyötyy täysimääräisesti (tai itse asiassa ylisuhtaisesti) yrityksen sisäisen toiminnan tehostumisesta ja ulkoisen markkina-aseman paranemisesta. Niinpä sillä on kaikki kannustimet osallistua liiketoiminnan kehittämiseen. Vieraan pääoman intressit rajoittuvat tässä suhteessa lainatun pääoman ja sille sovittujen korko- ja muiden tuottojen takaisinsantiin – osin etuoikeusjärjestyksen takia nämä intressit ovat helposti vähäiset (ainakin jos realisoitavissa olevia oman pääoman ehtoisia eriä on riittävästi).
- Normaalitilanteessa oman pääoman haltijat ohjaavat yrityksen sisäistä toimintaa. Jos yritys on maksuvaikeuksissa, velkajärjestelyssä tai selvitystilassa/konkurssissa, sisäisen toiminnan ohjaus siirtyy enenevässä määrin vieraan pääoman haltijoille.

Kuvio 1 Yritysrahoituksen viitekehys



Lähde: Kirjoittajien hahmotelma.

Yllä olevista seikoista seuraa se, että lähinnä vain oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen liittyy yrityksen ja sen liiketoiminnan kehittäminen ja se, että oma pääoma soveltuu selvästi vierasta pääomaa paremmin aineettomien investointien rahoitukseen (sama pätee sellaiseen kiinteään pääomaan, joka ei ole jälkimarkkinakelpoista).

Ainakin jos omistajat ja heidän valitsemansa hallituksen jäsenet ovat hyvin informoituja ja päteviä, nimenomaan oman pääoman ehtoisen rahoituksen määrän ja laadun tulisi selittää yritysten kasvua ja kannattavuutta.

Kuvion 1 viitekehitys ei tee oikeutta yritysten omistus- ja rahoitusrakenteiden kansainväliselle luonteelle ja toisinaan nopeillekin muutoksille. Oman ja vieraan pääoman ehtoinen rahoitus on ainakin isompien yritysten osalta vahvasti ylikansallista, vaikka henkilö- ja instituutio-omistajien, yritysten hallitusten jäsenten sekä myös toimivan johdon ja työntekijöiden kansallisuuksilla onkin merkitystä.

Yrityskauppojen ja -fuusioiden myötä yrityksen omistajuus ja yrityksen yläpuolella oleva konserni- tai muu kokonaisuus muuttuu yön yli – ja hieman pidemmällä välillä saattaa muuttua myös yrityksen harjoittama liiketoiminta ja sen maantiede.

4 Yritysten kohtaamat rahoitusrajoitteet

Tämän osion kuvailevan tarkastelun perusteella Suomessa toimivat yritykset kohtaavat muualla Euroopassa toimivia yrityksiä vähemmän rahoitusrajoitteita.

Jopa muuhun Eurooppaan verrattuna (ja erityisesti Yhdysvaltoihin, joka ei valitettavasti ole osa aineistoamme) Suomessa korostuu pankkirahoituksen merkitys.

Silti Suomessa toimivat yritykset ovat käyttäneet tai aikovat käyttää oman pääoman ehtoista rahoitusta yleisemmin kuin eurooppalaiset yritykset keskimäärin. Ero keskeiseen verrokkimaahan Ruotsiin on kuitenkin silmiinpistäviä: Ruotsissa yli kaksinkertainen osuus yrityksistä pitää oman pääoman ehtoista rahoitusta relevanttina rahoitusmuotona verrattuna lähimpiin vertailumaihin.

4.1 Yritysten rahoitusrajoitteet, muut rajoitteet ja rahoituslähteet

Seuraavassa käytämme laatikossa 2 tarkemmin kuvattua laajaa ja laadukasta yritystason aineistoa kuvataksemme Euroopan maiden yritysrahoitusjärjestelmien *pidempiaikaisia rakenteellisia eroja* maiden välillä. *Tulokset ovat tulokittavissa kussakin maassa sijaitsevan samankaltaisen yrityksen näkökulmasta.*

Ensin tarkastelemme yritysten rahoitusrajoitteita ja yritystoiminnan esteitä.⁴

Kuviossa 2 on tarkasteltu yritysten **rahoitusrajoitteita** viidellä toisiaan täydentävällä tavalla koskien yleensä rahoitusongelmia (alakuviot a ja b), pankkirahoituksen saatavuutta (c), rahoitusta kasvun esteenä (d) ja yritysten luottamusta oman pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuuteen (e).

Laatikko 2

Euroopan keskuspankin aineistosta ja sen käytöstä tässä raportissa

Mahdollisimman luotettavan yleiskuvan saamiseksi hyödynnämme tässä raportissa pitkään jatkunutta ja erittäin arvostettua Euroopan keskuspankin (EKP:n) *Survey on the access to finance of enterprises* (SAFE) -yrityskyselyä, joka kattaa EU28-/EU27-maat.

Raportoimme tulokset koskien kaikkia niitä maita, jotka ovat kyselyssä mukana ja joiden aineistot ovat käytöskelpoisia. Jätämme kuitenkin tarkastelun ulkopuolelle pienimmät EU-maat (Latvia, Liettua, Luxemburg, Malta, Kroatia, Kypros, Slovenia ja Viro). Iso-Britannia on mukana tarkastelussa vuoteen 2019 asti.

Maarajauksemme jälkeen käytössämme on yli 100 000 yksittäisestä yritystason datapisteestä muodostuva kokonaisuus laajassa kirjossa Euroopan maita.

Koska poikkeuksellinen ja maittain erilainen pandemia-aika osuu tarkasteluikkunallamme, tarkastelemme aikavälejä 2015–2019 ja 2020–2023, joista *ensimmäiselle* aikaikkunalle on mielestämme varmemmin annettava tavoittelemamme *rakenteellinen* tulkinta.

Jotta saamme puristettua tämän tietomassan melko helposti tulkittaviin kuvioihin, käytämme kehittämäämme ja alla tarkemmin kuvattua monimuuttujamenetelmää.

Suoraan tässä raportissa olevissa kuvioissa raportoimme vastemuuttujia koskevien maaindikaattorien piste-estimaatit siten, että palkki kuvaa vuosia 2015–2019 ja pystyviiva vuosia 2020–2023; tämän raportin verkkoliitteen kuvioista ilmenevät myös 95 % luottamusvälit, jotka tyypillisessä tapauksessa ovat noin ± 2 %-yksikköä. (Tulkinta luottamusväleistä on karkeasti se, että silloin kun maiden luottamusvälit eivät ole päällekkäin, niiden välinen ero on tilastollisessa mielessä merkitsevä.)

Tämän raportin kuvioissa esitettävien maakohtaisten ”keskiarvojen” (piste-estimaattien) ja verkkoliitteestä ilmenevien ”vaihteluvälien” (95 % luottamusvälien) johtamiseen käytetty monimuuttujamenetelmä on seuraava:

- Analyysi on toteutettu yhdistettyinä poikkileikkausregressioina heteroskedastisuuskorjatuilla keskivirheilä ilman kyselypainoja.
- Tämän raportin kuvioissa on esitetty kuhunkin vastemuuttujaan liittyvät maaindikaattorien kerroinestimaatit ja verkkoliitteessä lisäksi 95 % luottamusvälit.⁵
- Regressioissa on kontrolloitu seuraavat tekijät:
 - Ikäluokat: alle 2-vuotiaat, vähintään 2 mutta alle 5-vuotiaat, vähintään 5 ja korkeintaan 10-vuotiaat sekä yli 10-vuotiaat.
 - Kokoluokat: mikro (1–9 henkilöä), pieni (10–49 henkilöä), keskikokoinen (50–249 henkilöä) ja suuri (250+ henkilöä).
 - Maaindikaattorit.
 - Toimialaindikaattorit: teollisuus, rakennusala, kaupan ala sekä muut palvelut.
 - Kyselyajankohtaa koskevat indikaattorit.

Kuviosta 2 ilmenee, että eurooppalaisessa vertailussa suomalaisten yritysten rahoitusrajoitteet ovat alhaisimpien joukossa tai kaikkein vähäisimmät. Vastaavasti Suomi sijoittuu kärkijoukon tuntumaan, kun tarkastellaan indikaattoria yrityksille, joilla ei ole ongelmia kasvun rahoituksessa. Suomi sijoittuu kuitenkin keskitason alapuolelle, kun tarkastellaan yritysten luottamusta oman pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuuteen.

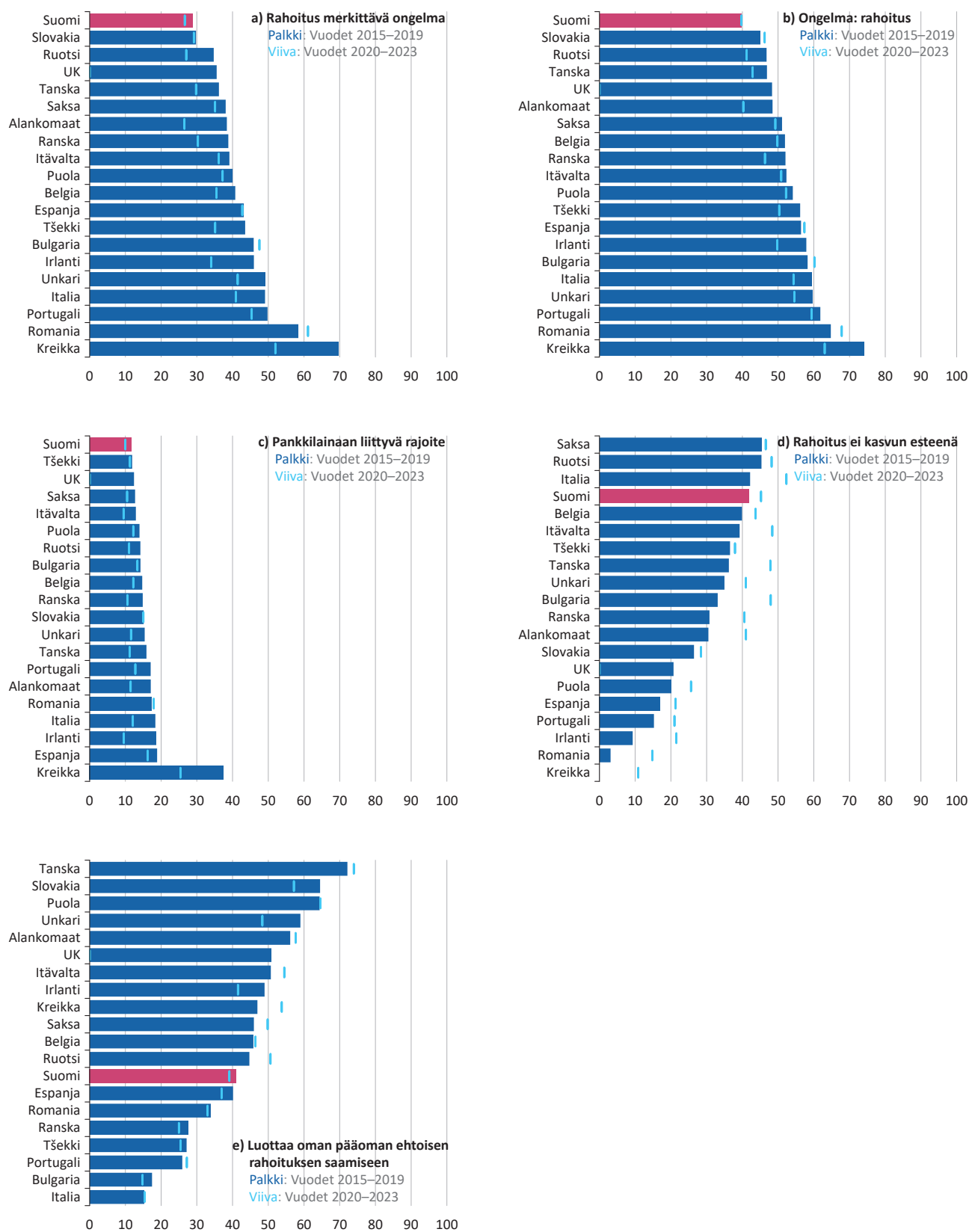
Kuviossa 3 tarkastellaan yritysten kohtaamia **muita rajoitteita**. Suomessa yritykset kärsivät useimpia muita Euroopan maita vähäisemmässä määrin asiakkaisiin, kilpailuun, kustannuksiin, työvoiman saatavuuteen ja sääntelyyn liittyvistä haasteista. Absoluuttisella asteikolla nämä ongelmat ovat Suomessa merkittävydeltään keskitasoa tai hieman sen alle. Muut erikseen määrittelmättömät ongelmat ovat suuruusluokaltaan merkittäviä kaikissa maissa. Näidenkin osalta Suomi sijoittuu eurooppalaisessa vertailussa vähiten ongelmia kohtaavien maiden joukkoon.

Kaiken kaikkiaan Suomi sijoittuu suhteessa muihin EU-maihin seuraavasti ajanjaksolla 2015–2019: Asiakaita, kustannuksia ja työvoiman saatavuutta koskevien rajoitteiden osalta Suomi on vähäongelmaisina maa. Sääntelyn ja muiden rajoitteiden osalta Suomea vähemmän ongelmia on vain Ruotsissa. Kilpailua koskevien rajoitteiden osalta Suomi on neljänneksi vähiten ongelmia kohtaava maa.

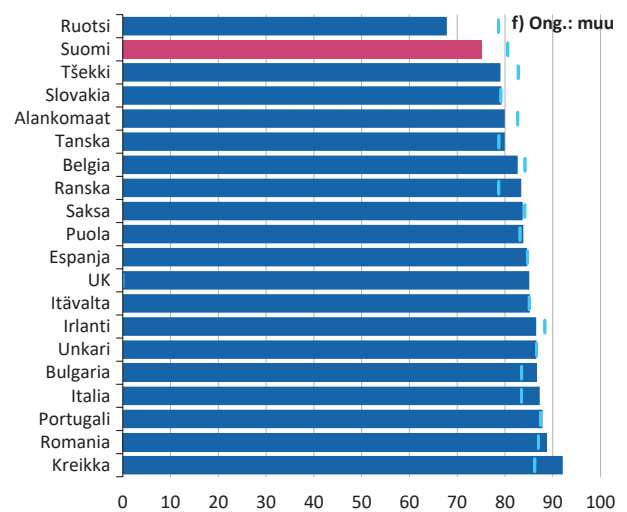
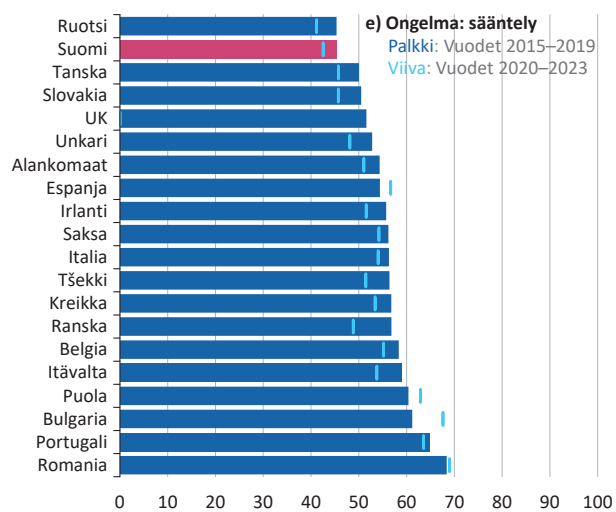
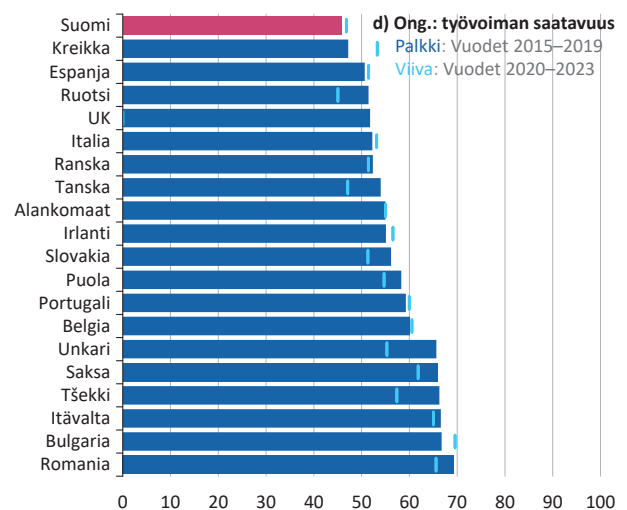
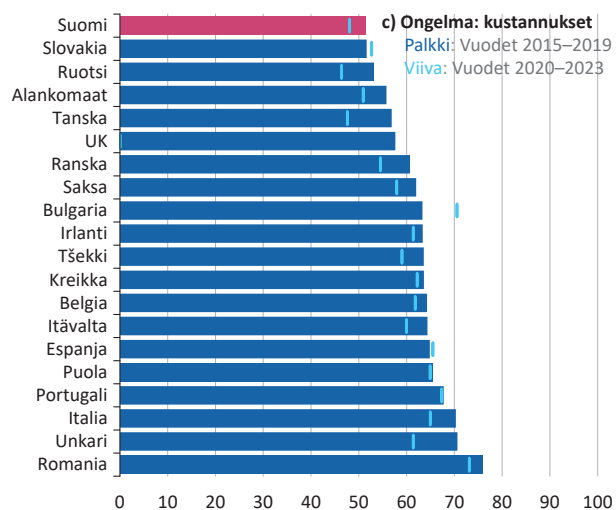
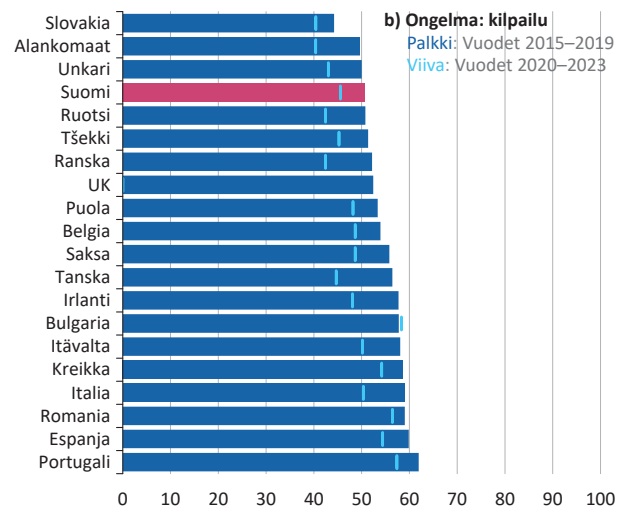
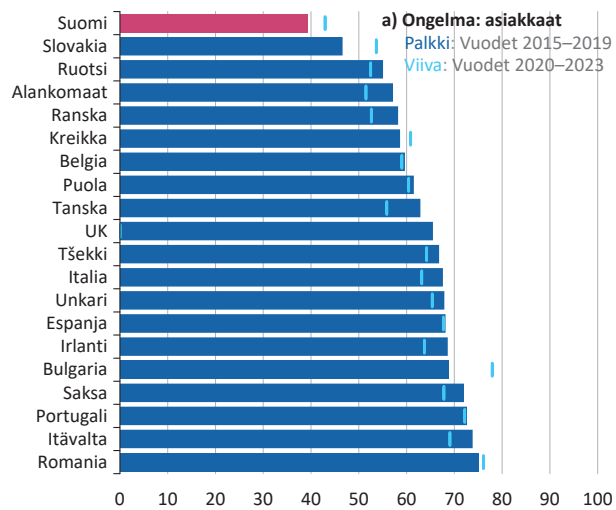
Kuvioissa 4–5 tarkastellaan **yritysten relevantteina pitämiä rahoituslähteitä**. Tässä yhteydessä relevantilla tarkoitetaan sitä, että yritys on käyttänyt kyseisiä rahoitusmuotoja aiemmin tai aikoo käyttää niitä tulevaisuudessa.

Pankkilainojen, luottolimiittien, muiden lainojen sekä *leasing*- ja *factoring*-rahoituksen merkitys on Suomessa Euroopan kärkeä. Myös tulorahoituksen ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen kohdalla Suomi on kärkiviisikossa. Julkisesti tuetun rahoituksen ja kauppaluotto-

Kuvio 2 Rahoitusrajoitteet, %

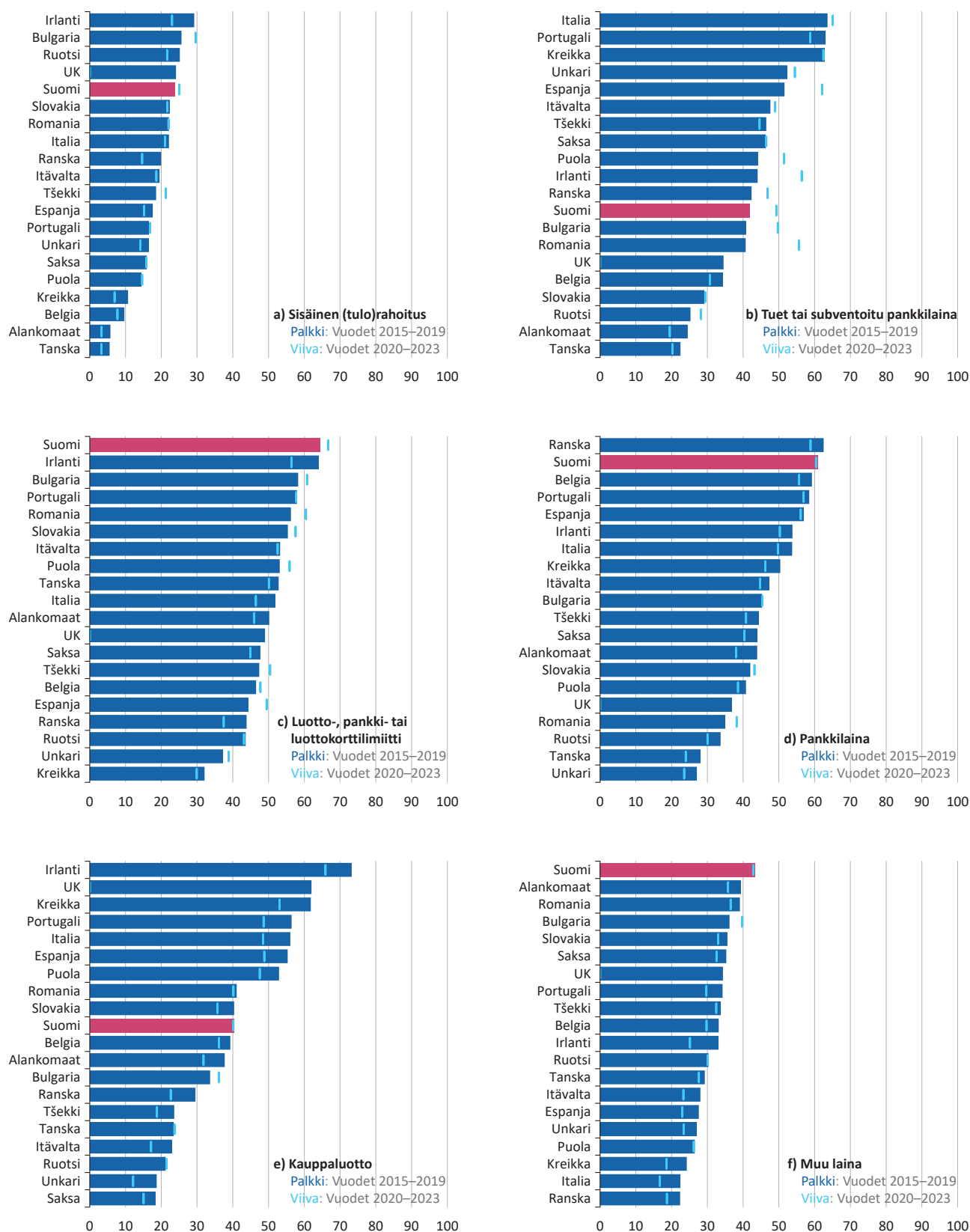


Lähde: ECB SAFE, 2015–2023, kirjoittajien laskelmat (ks. laatikko 2).⁶

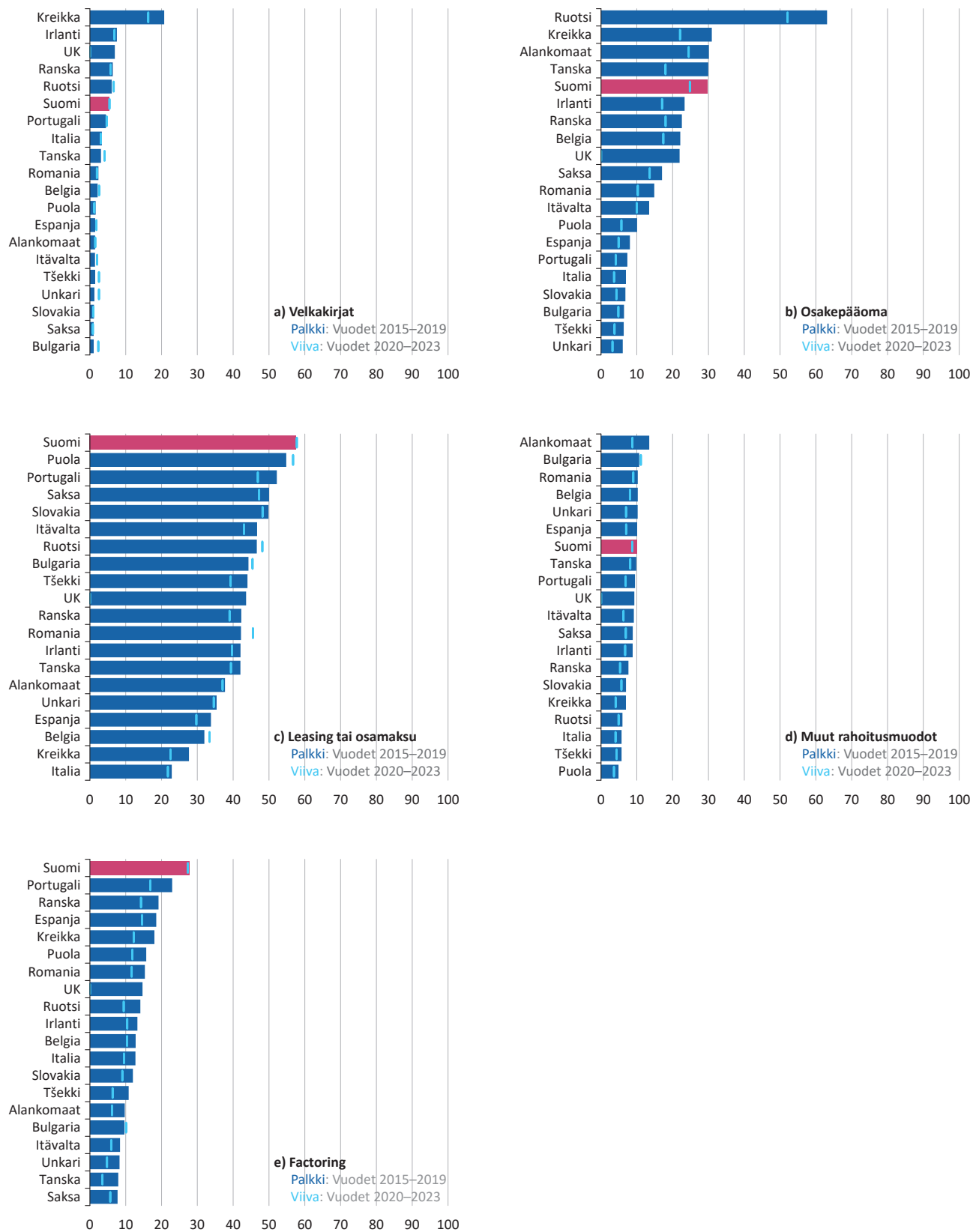
Kuvio 3 Muut rajoitteet (pl. rahoitus), %

Lähde: ECB SAFE, 2015–2023, kirjoittajien laskelmat (ks. laatikko 2).⁷

Kuvio 4 Kyseistä rahoitusmuotoa käyttävien yritysten osuus, %



Lähde: ECB SAFE, 2015–2023, kirjoittajien laskelmat (ks. laatikko 2).⁸

Kuvio 5 Kyseistä rahoitusmuotoa käyttävien yritysten osuus, %Lähde: ECB SAFE, 2015–2023, kirjoittajien laskelmat (ks. laatikko 2).⁹

jen kohdalla Suomi sijoittuu eurooppalaisessa vertailussa keskitason tuntumaan.

Ruotsi erottuu muista maista oman pääoman ehtoisen rahoituksen osalta (kuviot 2b) – kyseistä rahoitusmuotoa pidetään Ruotsissa selvästi yleisemmin relevanttina rahoituslähteenä kuin muissa maissa.

4.2 Rahoitusrajoitteet yritysominaisuuksittain

Edellä tarkastelimme maittain samankaltaisen yrityksen rahoitusrajoitteita, rahoituslähteitä ja laajemminkin yrityksen kohtaamia rajoitteita.

Seuraavaksi tarkastelemme sitä, **miten yrityksen ominaisuudet** – kuten ikä ja koko – vaikuttavat rahoitusrajoitteisiin.

Kaiken kaikkeaan havaitsemme, että Euroopan maissa nuoret, pienet, vientiä harjoittavat, innovatiiviset ja kasvuhakuiset yritykset kohtaavat muita yrityksiä todennäköisemmin rahoitushaasteita.

Suomea koskevat tulokset ovat pääosin samansuuntaiset; nuorten yritysten rahoitusrajoitteet eivät kuitenkaan nouse esiin vastaavalla tavalla kuin muualla Euroopassa, ja pankkirahoituksen ongelmat tulevat esiin lähinnä vientiyritysten kohdalla.

Muuhun Eurooppaan verrattuna suomalaiset yritykset kohtaavat merkittäviä rahoitusrajoitteita muita alhaisemmalla todennäköisyydellä – myös rahoitusrajoitteiden taso on keskimääräistä alhaisempi. Suomalaisten yritysten kokemat esteet kasvun rahoituksessa ovat myös eurooppalaista keskiarvoa alhaisemmat.

Käytämme edelleen laatikossa 2 kuvattua aineistoa mutta laatikossa 3 tarkemmin kuvatulla tavalla.

Liitetaulukossa 2 on raportoitu **suomalaisten yritysten kohtaamia rahoitusrajoitteita** koskevan regressioanalyysin tulokset:

- Alle viisivuotiaita yrityksiä koskeva indikaattori ei ole pääsääntöisesti tilastollisesti merkitsevä rahoitusrajoiteominaisuuksien kohdalla, vaikka kertoimet viittaa-

Laatikko 3

Yritysominaisuuksia koskevien Suomi-tulosten ja Eurooppa-vertailun toteutus

Yritysten rahoitusrajoitteita koskevan ekonometrisen analyysin aineistona käytetään EKP:n *Survey on the access to finance of enterprises* (SAFE) -kyselyn yritystason mikroaineistoa vuosilta 2015–2019 ennen koronapandemiaa (ks. laatikko 2).

Analyysit on toteutettu erikseen suomalaiselle ja eurooppalaiselle aineistolle. Eurooppaa koskevassa tarkastelussa mukana ovat EU28-maat pois lukien Latvia, Liettua, Luxemburg, Malta, Kroatia, Kypros, Slovenia ja Viro. Analyysi on toteutettu yhdistettyinä poikkileikkausregressioina heteroskedastisuuskorjatuilla keskivirheillä ilman kyselypainoja.

Kontrollimuuttujat koostuvat seuraavista indikaattoreista:

- *Nuori* (alle 5-vuotiaat).
- *Pieni* (1–49 henkilöä).
- *Viejä* (vienti > 0 % liikevaihdosta).
- *Innovaattori* (esitellyt uusia tuotteita, palveluita tai johtamis-/myyntitapoja).
- *Aiempi kasvu* (toteutunut liikevaihdon kasvu keskimäärin yli 20 % vuodessa viimeisen kolmen vuoden aikana).
- *Kasvuhakuinen* (odotettu liikevaihdon kasvu yli 20 % vuodessa seuraavan 2–3 vuoden aikana).
- *Haavoittuvainen* (alhaisempi liikevaihto, laskevat voitot, korkeammat korkokulut ja korkeampi tai muuttumaton velkaantumisaste).
- Toimialaindikaattorit: teollisuus, rakennusala, kaupan ala ja palvelut.
- Kyselyajankohtaindikaattorit.
- Euroopan kattavaan analyysiin on sisällytetty joko maa-indikaattorit tai Suomi-indikaattori.

Perustiedot käytetyistä muuttujista koskien eurooppalaisia yrityksiä ilmenevät liitetaulukosta 1. Rahoitus on keskeinen huolenaihe 29 %:lle yrityksistä. Keskimäärin rahoituksen haasteet sijoittuvat hieman alle puoleen väliin kyselyssä käytetyllä alkuperäisellä ongelma-asteikolla 1–10 (olemme skaalanneet luvut jakamalla ne kymmenellä). Pankkirahoituksen rajoitteita mittaava indikaattori koskee yrityksiä, jotka ovat saaneet hylkäävän rahoituspäätöksen tai eivät ole saaneet kaikkea hakemaansa rahoitusta. Määrittelemme rahoitusrajoitteiksi myös ns. lannistuneet lainanhakijat, jotka eivät ole hakeneet rahoitusta, koska uskovat tulevansa hylätyksi. Tämän perusteella pankkirahoituksen rajoitteista kärsii noin 10 % yrityksistä. Yrityksistä 48 % raportoi, ettei ole kohdannut kasvun rahoituksessa ongelmia. Oman pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuuteen luottaa 44 % yrityksistä.

Vajaa viisi prosenttia aineiston yrityksistä on iältään alle viisivuotiaita. Määrittelemme nämä yritykset nuoriksi yrityksiksi. Aineiston yrityksistä 63 % on henkilöstömäärän perusteella kokoluokaltaan joko mikroyrityksiä tai pieniä yrityksiä (henkilömäärä korkeintaan 49 henkeä). Aineiston yrityksistä 48 % harjoittaa vientiä. Yrityksistä 57 % on tehnyt tuote- tai prosessi-innovaatioita tai ottanut käyttöön uusia johtamisen tai myynnin toimintatapoja. Yrityksistä 15 % on kasvattanut liikevaihtoaan keskimäärin yli 20 % vuodessa viimeisen kolmen vuoden aikana. Kymmenesosa aineiston yrityksistä on voimakkaasti kasvuhakuisia – niiden liikevaihdon odotettu kasvu on yli 20 % vuodessa seuraavan 2–3 vuoden aikana. Kolme prosenttia yrityksistä on taloudellisesti haavoittuvassa tilassa (alhaisempi liikevaihto, laskevat voitot, korkeat korkokustannukset ja kasvava tai muuttumaton velkaantumisaste).

vat korkeampaan rahoitusrajoitteiden todennäköisyyteen ja tasoon. Luottamusta oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen mittaavan indikaattorin kohdalla ikämuuttuja on positiivinen ja heikosti merkitsevä, mikä viittaa siihen, että nuoret yritykset pitävät oman pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuutta todennäköisempänä kuin muut yritykset.

- Pienet yritykset kärsivät muita suuremmalla todennäköisyydellä rahoitusrajoitteista ja korkeammasta rahoitusrajoitteiden tasosta (sarakkeet 1–2; heikosti merkitsevästi sarakkeessa 3) ja ovat vähemmän luotettavia oman pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuuteen (sarake 5).
- Vientirytykset kohtaavat suuremmalla todennäköisyydellä – ja tasolla – rahoitusrajoitteita ja pankkirahoituksen esteitä (sarakkeet 1–3).
- Innovaattorit kohtaavat suuremmalla todennäköisyydellä ja merkittävämmässä määrin rahoitusrajoitteita (sarakkeet 1–2) ja raportoivat vähemmän todennäköisesti, että eivät kohtaa esteitä kasvun rahoituksessa (sarake 4).
- Aiempi nopea kasvu on negatiivisesti, joskin heikosti merkitsevästi (sarake 3) yhteydessä pankkirahoituksen rajoitteisiin. Aiempi kasvu on positiivisesti yhteydessä luottamukseen oman pääoman ehtoisen rahoituksen (sarake 5).

- Kasvuhakuiset yritykset kohtaavat suuremmalla todennäköisyydellä ja tasolla rahoitusrajoitteita (sarakkeet 1–2). Lisäksi kasvuhakuiset yritykset raportoivat muita epätodennäköisemmin, että eivät kohtaa ongelmia kasvun rahoituksessa (sarake 4). Toisaalta kasvuhakuiset yritykset ovat myös luottavaisempia oman pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuuteen (sarake 5).
- Taloudellisesti haavoittuvaiset yritykset kohtaavat suuremmalla todennäköisyydellä rahoitusrajoitteita (sarakkeet 1–2) ja ovat vähemmän luotettavia oman pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuuteen (sarake 5).

Liitetaulukossa 3 on tarkasteltu **kasvuhakuisuuden yhteyttä rahoitusrajoitteisiin** lisäämällä malliin vuorovaikutukset (interaktiot) kasvuhakuisuuden ja muiden taustaominaisuuksien välillä:

- Yrityksen nuoren iän ja kasvuhakuisuuden interaktion etumerkki viittaa suurempaan rahoitusrajoitteiden todennäköisyyteen, mutta ei ole tilastollisesti merkitsevä (sarakkeet 1, 3–5).
- Yritysten pienen koon ja kasvuhakuisuuden interaktio on positiivisesti mutta vain heikosti merkitsevästi yhteydessä merkittäviin rahoitusrajoitteisiin (sarake 1).

- Vienti-indikaattorin ja kasvuhakuisuuden interaktio on positiivisesti ja merkitsevästi yhteydessä yritysten kohtaamien rahoitusrajoitteiden tasoon (sarake 2).
- Innovatiivisuuden ja rahoitusongelmien interaktio on negatiivinen ja heikosti merkitsevä (sarake 2); vastaavasti innovatiivisuuden ja kasvun rahoituksen esteiden puuttumisen interaktio on positiivinen ja heikosti merkitsevä (sarake 4).
- Kasvuhakuisuuden ja menneen kasvun interaktio on negatiivisesti ja merkitsevästi tai erittäin merkitsevästi yhteydessä rahoitusrajoitteisiin (sarakkeet 1–2).
- Kasvuhakuisuuden ja taloudellisen haavoittuvaisuuden interaktion etumerkki vaihtelee riippuen tarkastellusta vastemuuttujasta.

Suomea koskevan aineiston perusteella kasvuhakuisten vientiyritysten kohtaama rahoitusongelmien taso on muita yrityksiä suurempi.

Liitetaulukossa 4 on raportoitu eurooppalaisten yritysten kohtaamia rahoitusrajoitteita koskevat tulokset.¹⁰ Liitetaulukossa 5 analysoidaan, **miten suomalaisten yritysten rahoitusrajoitteet poikkeavat EU-maiden keskiarvosta:**

- Suomalaiset yritykset kohtaavat alhaisemmalla todennäköisyydellä merkittäviä rahoitusongelmia, ja myös rahoitusongelmien taso on muita alhaisempi. Suomalaiset yritykset myös kokevat todennäköisemmin, että eivät kohtaa esteitä kasvun rahoituksessa.
- Suomalaiset pienyritykset kohtaavat alhaisemmalla todennäköisyydellä pankkirahoituksen ongelmia ja raportoivat todennäköisemmin, etteivät kohtaa kasvun rahoituksen esteitä.
- Suomalaiset vientiyritykset raportoivat muita suuremmalla todennäköisyydellä rahoituksen haasteita, kun tarkastellaan merkittäviä rahoitusongelmia, rahoitusongelmien tasoa, pankkirahoituksen rajoitteita ja kasvun rahoituksen esteitä.
- Innovatiivisten suomalaisten yritysten todennäköisyys olla kohtaamatta kasvun rahoituksen haasteita on eurooppalaista keskiarvoa alhaisempi (kuten myös todennäköisyys kohdata pankkirahoituksen esteitä, joskin vain heikosti merkitsevällä tasolla).

- Suomalaiset nuoret, kasvuhakuiset tai taloudellisesti haavoittuvaiset yritykset eivät erotu tilastollisesti merkitsevällä tavalla muista eurooppalaisista yrityksistä tarkasteltaessa todennäköisyyttä kohdata merkittäviä rahoitusrajoitteita.

Olemme lisäksi vertailleet erikseen yritysten kasvuodotuksia ja niiden realisoitumista, josta tarkemmin liitteessä 2. Kasvuodotukset Suomessa ovat kohtuullisella eurooppalaisella tasolla (liitekuvio 1). Ainakin ”keskireippaan” kasvun luokassa (liitekuvio 3a) on kuitenkin jonkinlaisia viitteitä siitä, että Suomessa yritysten kasvurealisatio saattaa olla huono suhteessa odotuksiin.

5 Johtopäätöksiä

Laajaan eurooppalaiseen yritysaineistoon perustuva analyysimme osoittaa, että Suomessa on yleisesti ottaen vähän yritysrahoitukseen liittyviä haasteita. Sikäli kuin haasteita on, ne koskettavat enemmän nuoria, pieniä, innovatiivisia, kansainvälisiä ja kasvuhakuisia yrityksiä. Aineiston ja lähestymistavan takia nämä havainnot kuvaavat edustavan yrityksen tilannetta rakenteellisessa mielessä ja koskevat voittopuolisesti vieraan pääoman ehtoista rahoitusta.

Vaikka rahoitusjärjestelmän yleiset haasteet vaikuttavat vähäisiltä, kansantaloutemme kasvu on ollut vaatimatonta jo yli viidentoista vuoden ajan. Mielestämme tähän on kaksi keskeistä syytä. Pankkikeskeinen yritysrahoitusjärjestelmämme sopii huonosti tukemaan enenevässä määrin aineettomiin investointeihin perustuvaa talouskasvua. Lisäksi yritysten omistajien, hallitusten ja johdon kasvunäkemyksissä ja -haluissa on parantamisen varaa.

Tulemme syksyllä julkaisemaan jatkoreportin, jossa syvennymme oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen ja sen merkitykseen talouskasvulle.

Liite 1 Monimuuttuja-analyysin aineisto ja tuloksia

Liitetaulukko 1 Kuvailevat tilastot eurooppalaisille yrityksille

	Keskiarvo	Keskihajonta	p25	p50	p75	Havaintoja
Rahoitus merkittävä ongelma	0,290	0,454	0,000	0,000	1,000	71091
Ongelma: rahoitus	0,446	0,308	0,100	0,400	0,700	71091
Pankkilainan rajoite	0,102	0,303	0,000	0,000	0,000	41841
Kasvun rahoitus: ei esteitä	0,475	0,499	0,000	0,000	1,000	40832
Luottaa oman pääoman saam.	0,441	0,496	0,000	0,000	1,000	40262
Nuori	0,049	0,216	0,000	0,000	0,000	71091
Pieni	0,632	0,482	0,000	1,000	1,000	71091
Viejä	0,478	0,500	0,000	0,000	1,000	71091
Innovaattori	0,572	0,495	0,000	1,000	1,000	71091
Aiempi kasvu	0,153	0,360	0,000	0,000	0,000	71091
Kasvuhakuinen	0,099	0,298	0,000	0,000	0,000	71091
Haavoittuvainen	0,027	0,162	0,000	0,000	0,000	71091

Huomaa: Taulukossa on raportoitu keskiarvot, keskihajonnat, persenttiilit ja havaintomäärät käytetyille muuttujille.

Lähde: ECB SAFE, 2015–2019, kirjoittajien laskelmat.

Liitetaulukko 2 Yritysten rahoitusongelmat Suomessa

	(1) Rahoitus merkittävä ongelma	(2) Ongelma: rahoitus	(3) Pankkilainan rajoite	(4) Kasvun rahoitus: ei esteitä	(5) Luottaa oman pääoman saamiseen
Nuori	0,064 (0,049)	0,030 (0,035)	0,025 (0,035)	-0,000 (0,063)	0,115* (0,063)
Pieni	0,051*** (0,019)	0,033** (0,014)	0,023* (0,014)	-0,031 (0,031)	-0,128*** (0,030)
Viejä	0,043** (0,017)	0,046*** (0,013)	0,037*** (0,013)	-0,045 (0,029)	0,019 (0,026)
Innovaattori	0,044** (0,018)	0,040*** (0,013)	0,007 (0,014)	-0,132*** (0,033)	0,036 (0,028)
Aiempi kasvu	-0,017 (0,022)	-0,010 (0,016)	-0,026* (0,014)	-0,003 (0,034)	0,068** (0,032)
Kasvuhakuinen	0,135*** (0,030)	0,109*** (0,020)	0,021 (0,019)	-0,135*** (0,037)	0,163*** (0,036)
Haavoittuvainen	0,361*** (0,092)	0,264*** (0,061)	0,063 (0,063)	-0,222 (0,136)	-0,168** (0,082)
Vakio	0,113*** (0,031)	0,267*** (0,023)	0,001 (0,023)	0,735*** (0,052)	0,419*** (0,047)
Havaintoja	2 324	2 324	1 596	1 522	1 826
R ²	0,050	0,064	0,012	0,037	0,065

Huomaa: Taulukossa on raportoitu regressioanalyysin (OLS) tulokset suomalaisten yritysten kohtaamille rahoitusrajoitteille. Mallit sisältävät toimiala- ja kyselyajankohtaindikaattorit. Robustit keskihajonnat suluissa. * p < 0,10, ** p < 0,05, *** p < 0,01.

Lähde: ECB SAFE, 2015–2019, kirjoittajien laskelmat.

Liitetaulukko 3 Yritysten rahoitusongelmat Suomessa (interaktiot)

	(1) Rahoitus mer- kittävä ongelma	(2) Ongelma: rahoitus	(3) Pankkilainan rajoite	(4) Kasvun rahoitus: ei esteitä	(5) Luottaa oman pääoman saamiseen
Nuori	0,056 (0,055)	0,044 (0,040)	0,010 (0,037)	0,037 (0,077)	0,155** (0,075)
Kasvuhakuinen	0,176 (0,118)	0,192** (0,077)	0,109 (0,104)	-0,344** (0,154)	-0,047 (0,138)
Nuori × Kasvuhakuinen	0,033 (0,125)	-0,049 (0,082)	0,029 (0,096)	-0,096 (0,137)	-0,121 (0,136)
Pieni	0,038* (0,020)	0,026* (0,014)	0,018 (0,014)	-0,021 (0,033)	-0,134*** (0,032)
Pieni × Kasvuhakuinen	0,102* (0,060)	0,053 (0,041)	0,038 (0,040)	-0,056 (0,078)	0,054 (0,073)
Viejä	0,032* (0,018)	0,036*** (0,013)	0,031** (0,014)	-0,041 (0,032)	0,017 (0,028)
Viejä × Kasvuhakuinen	0,086 (0,058)	0,084** (0,039)	0,040 (0,038)	-0,006 (0,073)	0,015 (0,070)
Innovaattori	0,049*** (0,018)	0,046*** (0,014)	0,017 (0,013)	-0,150*** (0,034)	0,026 (0,029)
Innovaattori × Kasvuhakuinen	-0,121 (0,107)	-0,132* (0,070)	-0,147 (0,102)	0,230* (0,133)	0,176 (0,120)
Aiempi kasvu	0,008 (0,024)	0,012 (0,017)	-0,026* (0,014)	-0,027 (0,040)	0,062* (0,036)
Aiempi kasvu × Kasvuhakuinen	-0,121** (0,058)	-0,102*** (0,039)	-0,002 (0,040)	0,109 (0,077)	0,033 (0,073)
Haavoittuvainen	0,339*** (0,097)	0,254*** (0,065)	0,074 (0,067)	-0,285** (0,130)	-0,178** (0,084)
Haavoittuvainen × Kasvuhakuinen	0,318*** (0,106)	0,160 (0,120)	-0,149** (0,073)	0,871*** (0,149)	0,082 (0,327)
Vakio	0,119*** (0,032)	0,268*** (0,023)	-0,002 (0,023)	0,746*** (0,054)	0,432*** (0,048)
Havaintoja	2 324	2 324	1 596	1 522	1 826
R ²	0,056	0,072	0,018	0,043	0,067

Huomaa: Taulukossa on raportoitu regressioanalyysin (OLS) tulokset suomalaisten yritysten kohtaamille rahoitusrajoitteille. Mallit sisältävät toimiala- ja kyselyajankohtaindikaattorit. Robustit keskivirheet suluissa. * p < 0,10, ** p < 0,05, *** p < 0,01.

Lähde: ECB SAFE, 2015–2019, kirjoittajien laskelmat.

Liitetaulukko 4 Yritysten rahoitusongelmat Euroopassa

	(1) Rahoitus merkittävä ongelma	(2) Ongelma: rahoitus	(3) Pankkilainan rajoite	(4) Kasvun rahoitus: ei esteitä	(5) Luottaa oman pääoman saamiseen
Nuori	0,033*** (0,008)	0,029*** (0,005)	0,015** (0,008)	-0,069*** (0,010)	0,038*** (0,010)
Pieni	0,015*** (0,004)	0,005* (0,003)	0,032*** (0,003)	-0,112*** (0,006)	-0,132*** (0,006)
Viejä	0,005 (0,004)	0,006** (0,002)	0,012*** (0,003)	0,004 (0,005)	0,054*** (0,005)
Innovaattori	0,052*** (0,003)	0,044*** (0,002)	0,027*** (0,003)	-0,064*** (0,005)	0,040*** (0,005)
Aiempi kasvu	0,001 (0,005)	-0,002 (0,003)	-0,007* (0,004)	0,004 (0,006)	0,042*** (0,007)
Kasvuhakuinen	0,087*** (0,006)	0,066*** (0,004)	0,047*** (0,006)	-0,053*** (0,007)	0,098*** (0,008)
Haavoittuvainen	0,274*** (0,011)	0,211*** (0,007)	0,158*** (0,012)	-0,223*** (0,016)	-0,093*** (0,012)
Vakio	0,238*** (0,008)	0,409*** (0,005)	0,032*** (0,006)	0,734*** (0,011)	0,509*** (0,012)
Havaintoja	71 091	71 091	41 841	40 832	40 262
R ²	0,054	0,075	0,048	0,101	0,158

Huomaa: Taulukossa on raportoitu regressioanalyysin (OLS) tulokset eurooppalaisten yritysten kohtaamille rahoitusrajoitteille. Mallit sisältävät toimi-
ala-, maa- ja kyselyajankohtaindikaattorit. Robustit keskivirheet suluissa. * p < 0,10, ** p < 0,05, *** p < 0,01.

Lähde: ECB SAFE, 2015–2019, kirjoittajien laskelmat.

Liitetaulukko 5 Yritysten rahoitusongelmat Euroopassa (interaktiot)

	(1) Rahoitus mer- kittävä ongelma	(2) Ongelma: rahoitus	(3) Pankkilainan rajoite	(4) Kasvun rahoitus: ei esteitä	(5) Luottaa oman pääoman saamiseen
Suomi	-0,163*** (0,021)	-0,179*** (0,015)	-0,023 (0,015)	0,182*** (0,038)	-0,025 (0,034)
Nuori	0,030*** (0,008)	0,027*** (0,006)	0,011 (0,008)	-0,065*** (0,011)	0,051*** (0,011)
Suomi × Nuori	0,034 (0,049)	0,004 (0,036)	0,010 (0,036)	0,076 (0,064)	0,060 (0,063)
Pieni	0,026*** (0,004)	0,014*** (0,003)	0,043*** (0,003)	-0,114*** (0,006)	-0,169*** (0,006)
Suomi × Pieni	0,019 (0,017)	0,011 (0,012)	-0,026** (0,012)	0,105*** (0,028)	0,018 (0,026)
Viejä	0,006 (0,004)	0,006** (0,003)	0,014*** (0,003)	0,017*** (0,005)	0,071*** (0,005)
Suomi × Viejä	0,039** (0,017)	0,043*** (0,012)	0,027** (0,013)	-0,082*** (0,028)	-0,033 (0,025)
Innovaattori	0,059*** (0,004)	0,048*** (0,002)	0,031*** (0,003)	-0,064*** (0,005)	0,026*** (0,005)
Suomi × Innovaattori	-0,015 (0,018)	-0,010 (0,013)	-0,024* (0,014)	-0,067** (0,033)	0,017 (0,028)
Aiempi kasvu	0,005 (0,005)	0,001 (0,003)	-0,007 (0,004)	-0,015** (0,007)	0,058*** (0,007)
Suomi × Aiempi kasvu	-0,026 (0,022)	-0,013 (0,016)	-0,018 (0,014)	0,018 (0,035)	0,007 (0,032)
Kasvuhakuinen	0,095*** (0,006)	0,070*** (0,004)	0,056*** (0,006)	-0,073*** (0,007)	0,110*** (0,008)
Suomi × Kasvuhakuinen	0,039 (0,030)	0,039* (0,021)	-0,035* (0,020)	-0,060 (0,038)	0,053 (0,037)
Haavoittuvainen	0,291*** (0,011)	0,224*** (0,007)	0,170*** (0,012)	-0,249*** (0,016)	-0,131*** (0,013)
Suomi × Haavoittuvainen	0,074 (0,091)	0,042 (0,061)	-0,107* (0,064)	0,016 (0,133)	-0,032 (0,082)
Vakio	0,261*** (0,007)	0,428*** (0,004)	0,052*** (0,006)	0,582*** (0,009)	0,429*** (0,010)
Havaintoja	71 091	71 091	41 841	40 832	40 262
R ²	0,028	0,041	0,025	0,040	0,062

Huomaa: Taulukossa on raportoitu regressioanalyysin (OLS) tulokset eurooppalaisten yritysten kohtaamille rahoitusrajoitteille. Mallit sisältävät toimi-ala- ja kyselyajankohtaindikaattorit. Robustit keskivirheet suluissa. * p < 0,10, ** p < 0,05, *** p < 0,01.

Lähde: ECB SAFE, 2015–2019, kirjoittajien laskelmat.

Liite 2 Yritysten kasvuodotukset ja kasvurealisaatio

Tässä liitteessä tarkastelemme yritysten kasvuodotuksia ja kasvun realisaatiota maatasolle aggregoituna kolmen vuoden aikaikkunoissa vuosina 2015–2023. Kuviot pohjautuvat edellä kuvattuun aineistoon ja menetelmään (ks. laatikot 2 ja 3).

Kyselyissä on kartoitettu yritysten liikevaihdon kasvuodotuksia seuraavalle kahdelle-kolmelle vuodelle. Yrityksiltä on myös kysytty niiden toteutunutta liikevaihdon kasvua edellisenä kolmena vuotena.

Yhdistämme nämä tiedot eri vuosien kyselyistä ja tarkastelemme saman aikaikkunan keskimääräisiä kasvuodotuksia ja kasvurealisaatiota kussakin Euroopan maassa.¹¹

Liitekuviossa 1 tarkastellaan yritysten keskimääräistä odotettua vuosikasvua. Kuviossa on esitetty yritysten osuudet yli 20 %:n kasvun, alle 20 %:n kasvun, nollakasvun ja negatiivisen kasvun ryhmissä. **Suomessa yritysten kasvuodotukset ovat hieman keskitasoa korkeammat nopean ja positiivisen kasvun ryhmissä.** Nollakasvua odottavien yritysten osuus on hieman keskitasoa suurempi. Negatiivista kasvua odottavia yrityksiä Suomessa on keskitasoa vähemmän. Liitekuviossa 2 on esitetty keskimääräinen kasvurealisaatio vastaavissa kasvuluokissa. **Suomi sijoittuu keskitason alle nopean ja positiivisen kasvun ryhmissä.** Nollakasvun ja negatiivisen kasvun ryhmissä Suomi sijoittuu heikosti menestyneen ”hätäjoukon” tuntumaan.

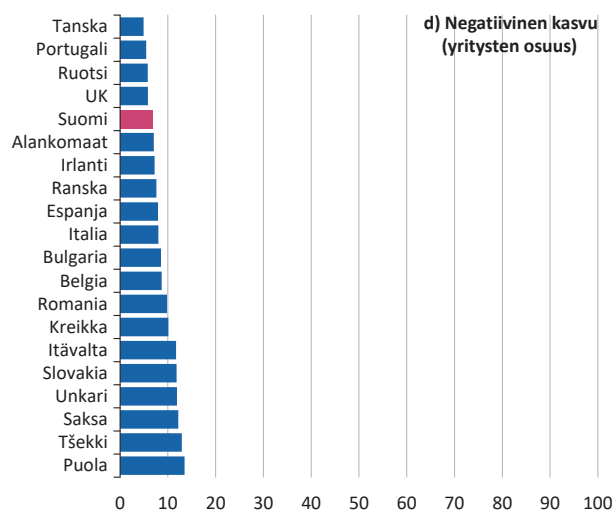
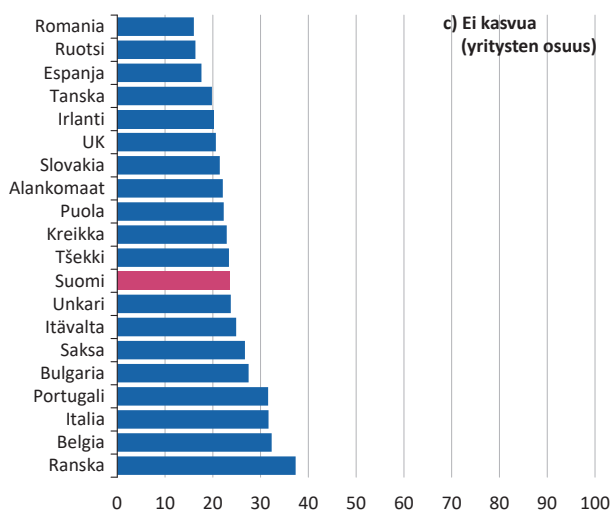
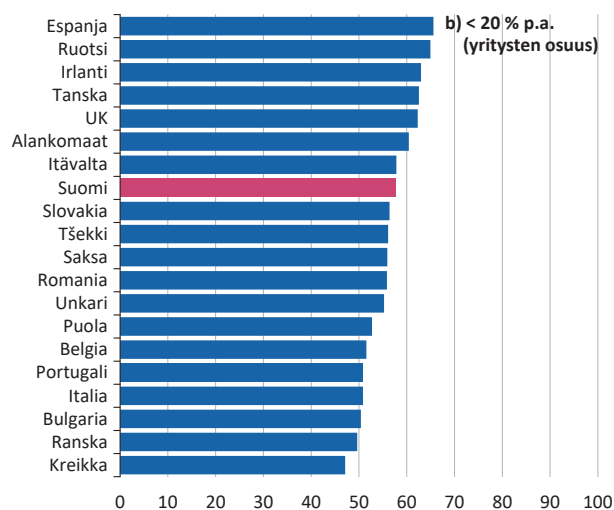
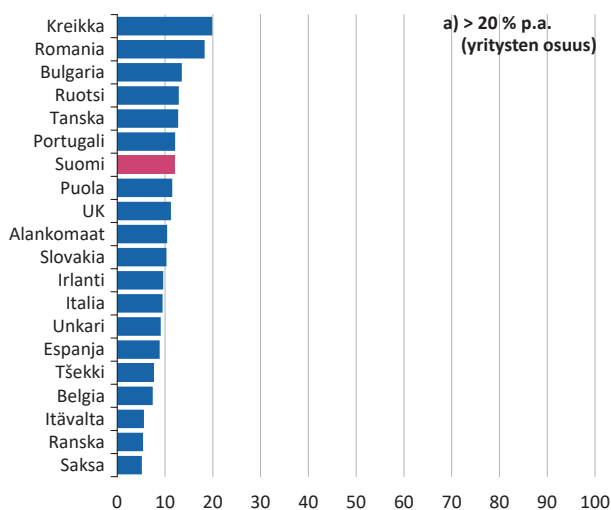
Liitekuviossa 3 on laskettu **realisoituneen kasvun ja odotetun kasvun erotus samaa ajanjaksoa koskevissa aikaikkunoissa** maatasolla aggregoituna.

Positiivinen (negatiivinen) lukema tarkoittaa, että yritysten osuus realisoituneen kasvun ryhmässä on keskimäärin suurempi (pienempi) kuin odotetun kasvun ryhmässä.

Kaikkien maiden kohdalla yritysten osuus on suurempi realisoituneen yli 20 % kasvun ryhmässä kuin odotetun kasvun ryhmässä. Suomessa poikkeama keskimääräisessä realisoituneessa ja odotetussa kasvussa on hieman keskitasoa alhaisempi, mutta suurempi kuin Ruotsissa. Positiivisen, mutta alle 20 % vuosikasvun ja nollakasvun ryhmässä suomalaisten yritysten osuus on suurempi odotetun kasvun kuin realisoituneen kasvun yritysten joukossa, kuten valtaosassa maita. Suomen poikkeama alle 20 % kasvun ryhmässä lukeutuu maajoukon suurimpiin. Negatiivisen kasvun ryhmässä yritysten osuus on suurempi toteutuneen kasvun kuin odotetun kasvun joukossa lähes kaikissa maissa. Suomessa poikkeama realisoituneen kasvun ja odotetun kasvun välillä lukeutuu maajoukon suurimpiin.

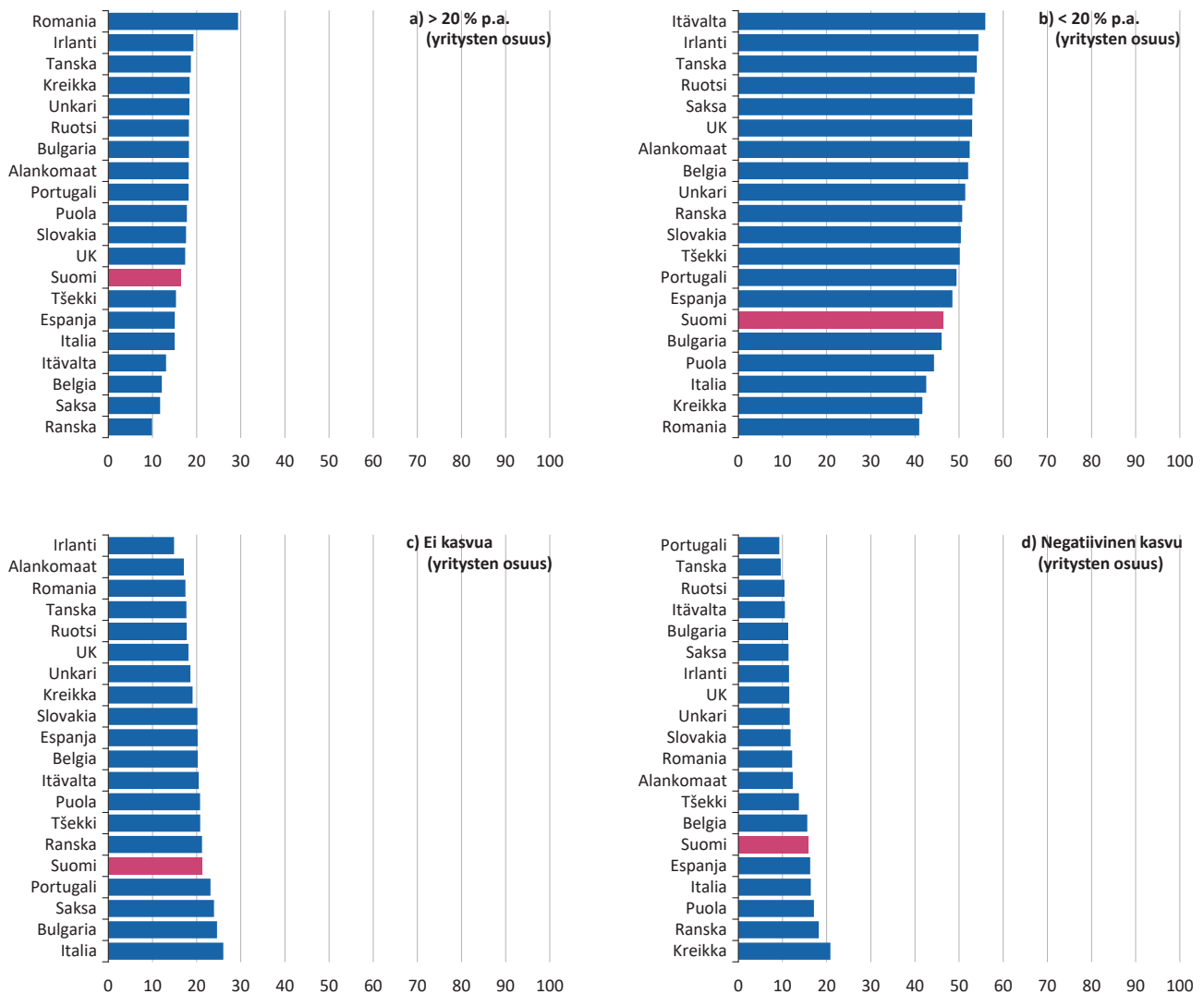
Yhteenvetona voidaan sanoa, että hieman vaatimattomamman kasvun luokassa (liitekuviossa 3b) suomalaisyritysten odotusten realisaatio on useimpia eurooppalaisia verrokkeja heikompi.

Liitekuvio 1 Odotettu kasvu, 2015–2023



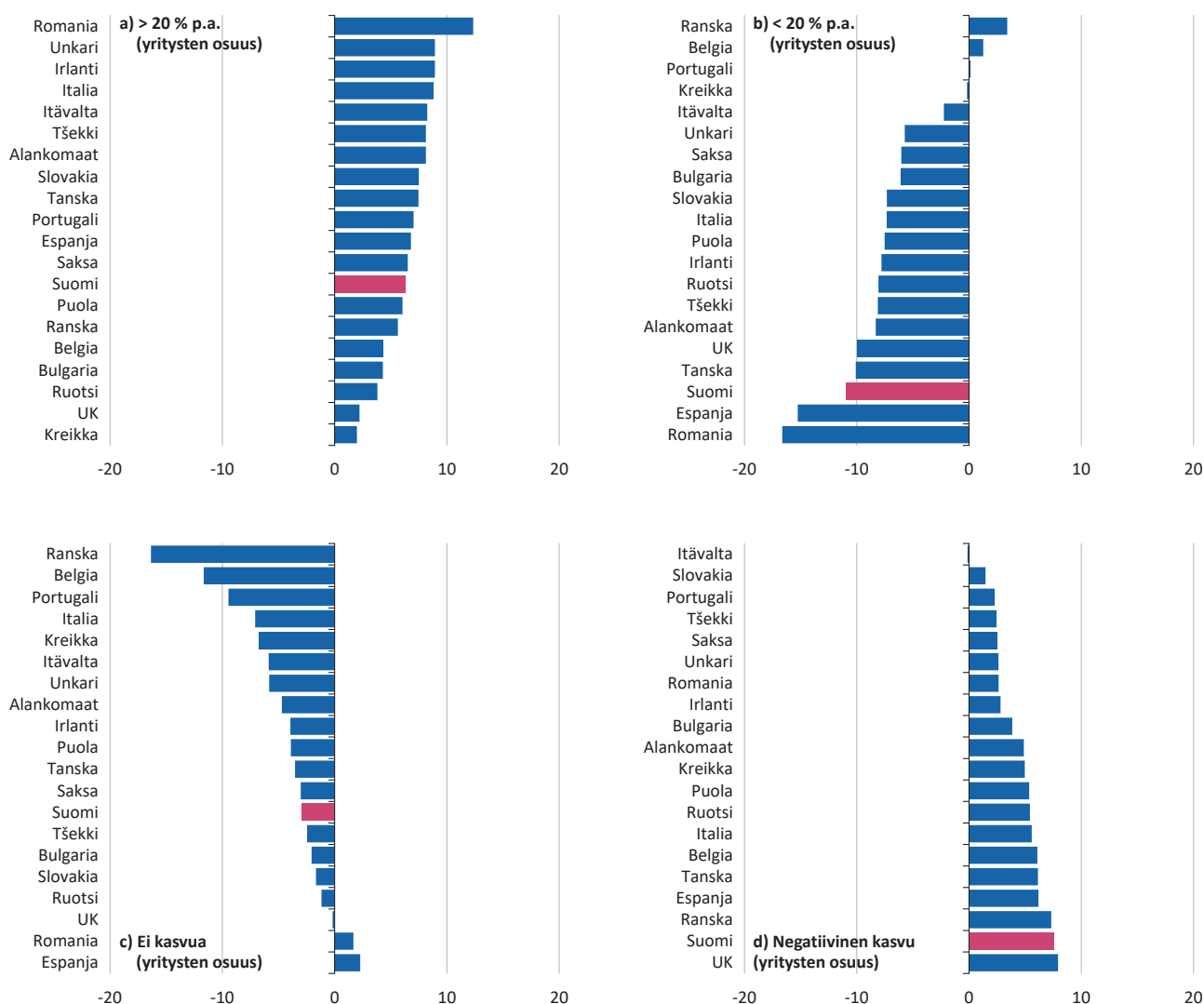
Lähde: ECB SAFE, 2015–2023, kirjoittajien laskelmat.

Liitekuvio 2 Realisoitunut kasvu, 2015–2023



Lähde: ECB SAFE, 2015–2023, kirjoittajien laskelmat.

Liitekuvio 3 Realisoituneen ja odotetun kasvun erotus, 2015–2023



Lähde: ECB SAFE, 2015–2023, kirjoittajien laskelmat.

Liite 3 Pääomasijoittamisesta Suomessa

Schumpeteriläisen kasvuteorian maalaama kuva luovan tuhon moottoreina toimivista yrittäjistä soveltuu luontevimmin pääomasijoittajien kohderyhmänä toimiviin innovatiivisiin ja kasvuhakuisiin yrityksiin.

Tässä liitteessä tarkastelemme näiden yritysten tilannetta Suomessa. Syksyllä julkaistava raporttimme syventyy oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen ja siten myös pääomasijoittamiseen.

Pääomasijoittaminen (*private equity*) on yritysrahoituksen informaatiointensiivisin muoto, johon liittyvät voimakkaat kannustimet kohdeyrityksen kehittämiseen ja kasvattamiseen.

Erittäin harvalukuinen joukko yrityskannasta mahtuu institutionalisoidun pääomasijoittamisen piiriin, mutta näillä yrityksillä on lukumääränsä suurempi yhteiskunnallinen merkitys.

Pääomasijoitettujen yritysten yhteiskunnallinen rooli liittyy paitsi suoraan kasvuun ja työllisyyteen niin myös epäsuorasti toimialojen luovaan tuhoon ja uusien liiketohtotapojen yleistymiseen.

Pääomasijoittamisen ”kiertokulku” alkaa siitä, että pääomasijoittajat (*general partners*) muodostavat tulevien rahastojensa ”emoyhtiönä” toimivan yhtiön, jonka alle he aikovat perustaa yhden tai useamman rahaston. Jos he onnistuvat houkuttelemaan rahastoonsa riittävän määrän sijoittajia (*limited partners*), päästään itse rahaston perustamiseen ja varsinaiseen sijoitustoimintaan. Tämä käsittää kohdeyritysten valitsemisen ja kehittämisen sekä lopulta kohdeyrityksistä irtautumisen ja sijoitettujen pääomien ja niiden tuottojen palauttamisen (hallinnointi- ja tuottosidonnaisilla palkkioilla vähennettynä).

Pidemmällä aikavälillä tämän kiertokulun elementtien oltava tasapainossa koko toimialalla. Jos rahastojen on vaikea irtautua sijoituksistaan markkinatilanteen vuoksi, niiden varainhankinta hankaloituu, koska sijoittajat haluavat tyypillisesti pitää melko vakaan osuuden salkustaan tässä sijoitusluokassa ja nähdä edellisen rahaston lopullisen tuoton ennen uuteen rahastoon sijoittamista.

Keskitymme tässä pääomasijoittamisen laajemmassa kirjossa lähinnä yhteen näkökulmaan – Suomessa toimivien kohdeyritysten rahoituksen saantiin koti- ja ulkomaisista pääomasijoitusrahastoista. Muun raportin hengessä jahtaamme Suomen rakenteellisempia ominaispiirteitä eurooppalaisessa vertailussa.¹²

Pääomasijoittamista voi ajatella itse toimialan näkökulmasta edellä hahmottelemamme kiertokulun kautta. Useimmiten pääomasijoittamista kuitenkin luokitellaan kohdeyritysten elinkaariin kytkeytyvien sijoitusvaiheiden mukaan seuraavasti:

- *Venture capital* -vaihe jakautuu siemenvaiheeseen (*seed*), käynnistysvaiheeseen (*start-up*) ja myöhemmän vaiheeseen (*later stage venture*).
- *Growth*-vaihe jakaantuu riskipääomasijoittajien tukemaan (*VC-backed growth*) ja muuhun kasvurahoitukseen (*non VC-backed growth*).
- *Buyout*-vaihe koskee enemmistö-sijoituksia kypsempiin yrityksiin.

Seuraavissa tarkasteluissa olemme yhdistäneet *growth*- ja *buyout*-vaiheet samaan luokkaan. Tämä lisäksi kyseiseen luokkaan on yhdistetty muut rahoitusmuodot *turnaround/rescue* ja *replacement capital*.

Pääomasijoittamiselle on tyypillistä voimakas syklisyys ja sen ulkopuolellakin voimakkaat – usein yksittäisten suurien sijoitusten ajamat – vuosivaihtelut.

Esimerkiksi vuodesta 2020 vuoteen 2021 pääomasijoitukset suomalaisiin kohdeyrityksiin tippuivat 35 %, ja vuonna 2023 *Caverionin* osto pois Helsingin pörssistä oli yksinään noin neljäsosa kaikista pääomasijoituksista suomalaisiin kohdeyrityksiin. Niinpä, koska jahtaamme tässä yhteydessä Suomen rakenteellista eroa Eurooppaan verrattuna, raportoimme tässä liitteessä aikasarjoja ja pidemmän aikavälin keskiarvoja.

Seuraavassa käymme lävitse pääomasijoittamiseen liittyviä tilastoja *Invest European* ja Pääomasijoittajat ry:n aineistojen pohjalta.

Liitekuviossa 4a on esitetty pääomasijoitusten osuus suhteutettuna bruttokansantuotteeseen (bkt) Suomessa, Ruotsissa ja Euroopassa vuosina 2007–2023. Pääomasijoitukset käsittävät sekä kotimaisen että ulkomaisen rahan suomalaisille kohdeyrityksille. Luvuissa on havaittavissa vuosittaista vaihtelua, mutta viimeisimmän tarkasteluvuoden 2023 osalta pääomasijoitusten osuus bruttokansantuotteesta on Suomessa ja Ruotsissa samankaltainen – ja korkeampi kuin Euroopassa keskimäärin.

Liitekuviossa 4b on esitetty markkinatilastoihin perustuvat euromääräiset pääomasijoitukset Suomessa ja Ruotsissa vuosilta 2007–2023. Liitekuviossa 4c puolestaan esitetään markkinatilastoihin perustuvat pääomasijoitusten lukumäärät vastaavalta ajankohdalta. Ruotsissa tehdyt sijoitukset ovat euromääräisesti selvästi Suomea suuremmat, mutta yrityslukumääriä tarkasteltaessa erot ovat suhteessa pienempiä.

Seuraavassa tarkastellaan kaikkia *Invest European* aineiston maita ja maaryhmiä käyttämällä kymmenen vuoden keskiarvoja vuosilta 2014–2023.

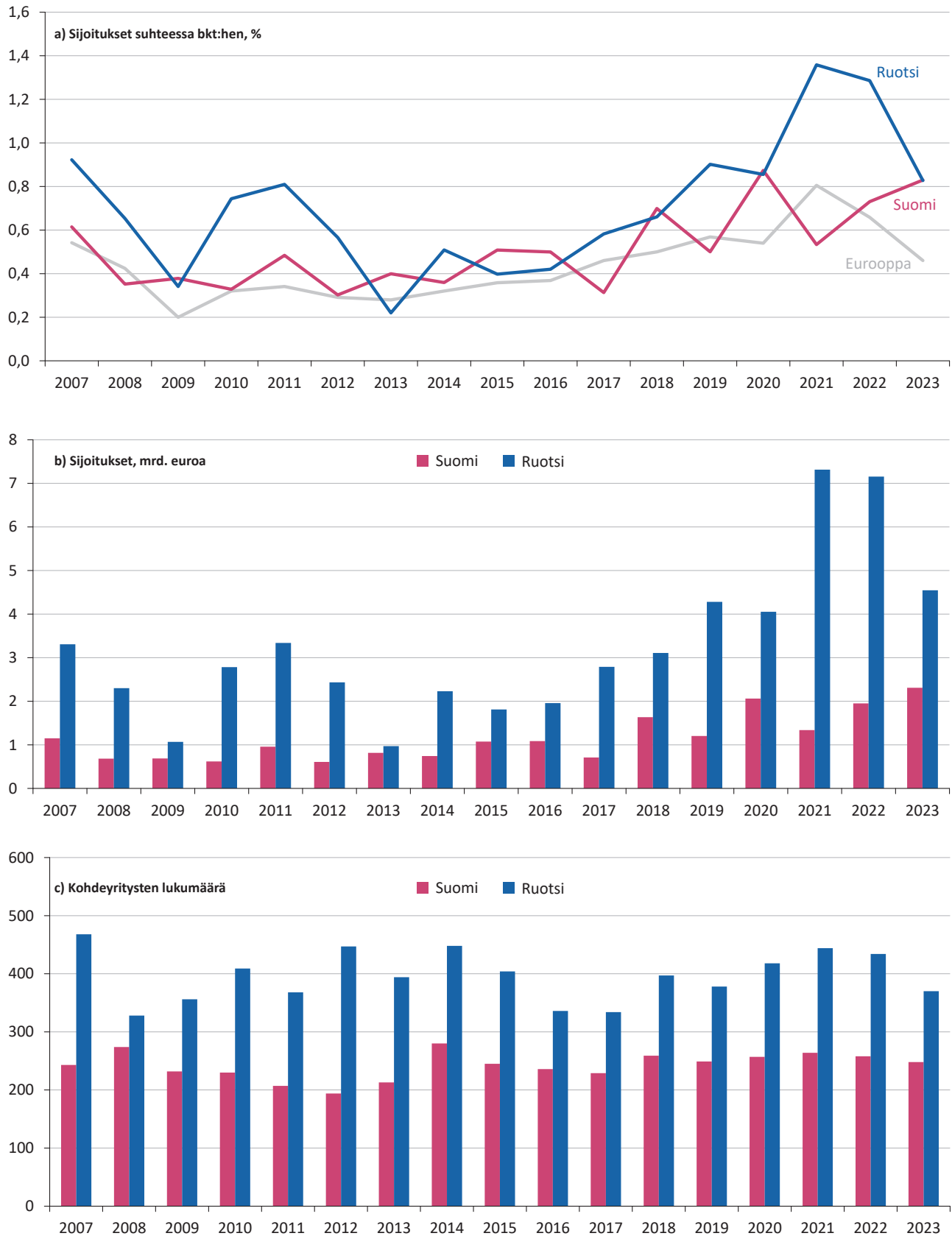
Liitekuviossa 5a on esitetty markkinatilastoihin perustuva pääomasijoitusten osuus bruttokansantuotteesta. Suomi sijoittuu kuudenneksi Ison-Britannian, Alankomaiden, Ruotsin, Tanskan ja Ranskan jälkeen. Liitekuviossa 5b on esitetty jaottelu *venture capital*- ja *buyout/growth*-sijoitusten osuuksista markkinatilastoihin pohjautuen. Suomessa *venture capital* -osuus on viidenneksi suurin Euroopassa. *Buyout/growth*-luokka kuitenkin dominoi euromääräisistä

sijoitussummista lasketuissa osuuksissa kaikissa maissa. Liitekuviossa 5c on esitetty kotimaisten ja ulkomaisten pääomasijoitusten osuus kussakin maassa. Suomi sijoittuu keskivaiheille pääomasijoitusten kotimaisuusasteessa eurooppalaisessa vertailussa. Keskimäärin noin 60 % suomalaisten yritysten saamista pääomasijoituksista on ulkomaista alkuperää tarkasteluajanjaksolla.

Yhteenvedona tämän liitteen kuviosta selviää, että pääomasijoittaminen on Suomessa hyvää eurooppalaista tasoa ja että Suomen pääomasijoittamisen suhteellinen paino on selvästi *venture capital* -rahoituksessa. Kuvioissa käytettyä tarkastelua hienojakoisemmalla tasolla selviää myös se, että Suomessa ei ole lainkaan viimeisimmän vaiheen ”globaalin skaalautumisen” rahastoyhtiöitä tai -rahastoja. Syksyllä ilmestyvästä toisesta raportistamme ilmenee, että Suomessa (vs. muu Eurooppa) julkisilla tahoilla (kotimaisista tahoista ml. työeläkerahastot ja Kasvurahastojen Rahastot, KRR, ja ulkomaisista mm. Euroopan investointirahasto, EIF) on huomattavan suuri rooli Suomen pääomasijoittamisessa.

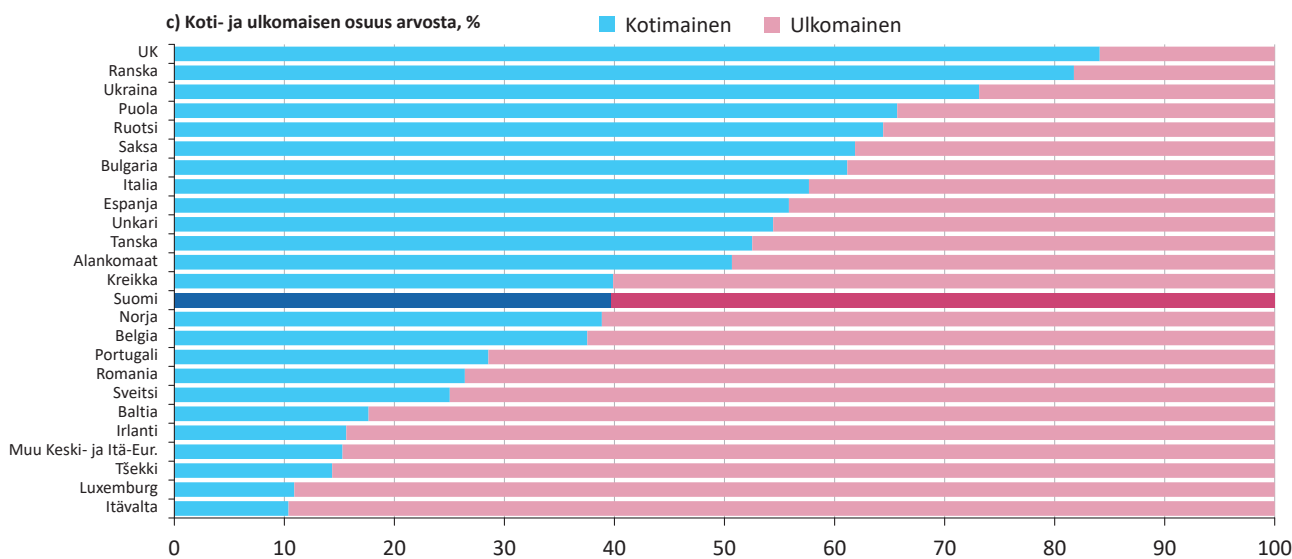
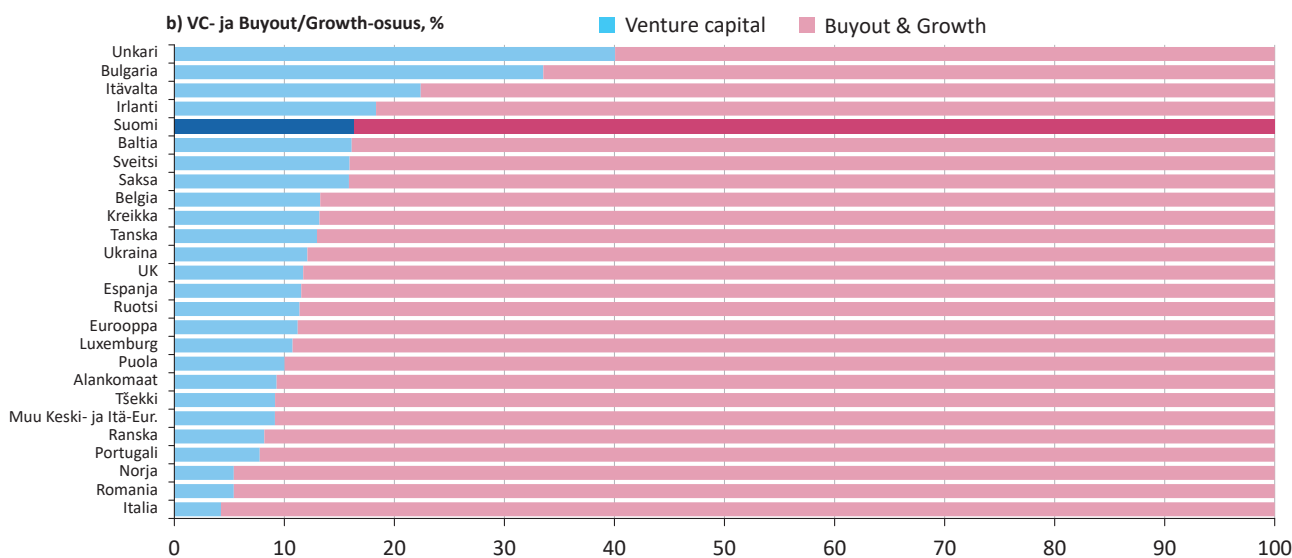
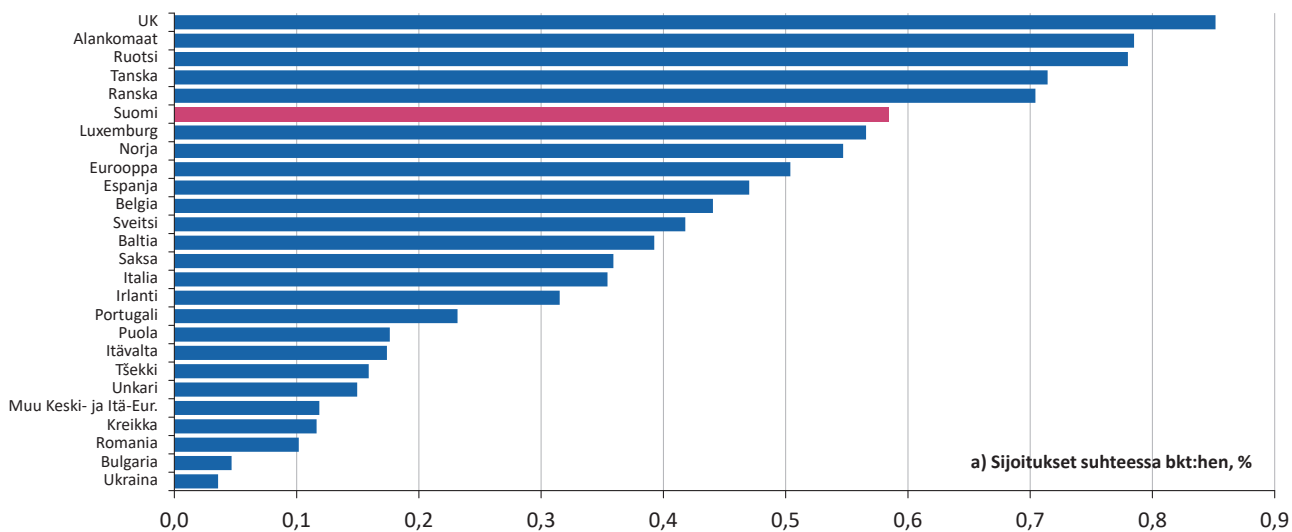
Yksityistä pääomasijoittamista tarkasteltaessa on syytä huomata, että se ei suinkaan ole yleisratkaisu oman pääoman ehtoisen rahoituksen haasteisiin (ja tästä syystä myöhempi raporttimme tarkastelee oman pääoman ehtoista rahoitusta laajemmin), vaan sen mukanaolo edellyttää yleensä mm. aiempien omistajien valmiutta luopua määräysvallastaan ja mahdollisuuksia yrityksen markkina-arvon huomattavaan kasvattamiseen melko lyhyellä, tyypillisesti joidenkin vuosien, aikavälillä.

Liitekuvio 4 Pääomasijoitukset maittain 2007–2023



Lähteet: Invest Europe (EDC) ja Pääomasijoittajat ry.

Liitekuvio 5 Pääomasijoitukset maittain vuosien 2014–2023 keskiarvona



Lähteet: Invest Europe (EDC) ja Pääomasijoittajat ry, kirjoittajien laskelmat.

Viitteet

- ¹ Pienimmät, nuorimmat ja tietenkin kokonaan ”piip-puun” jäävät yritykset eivät käytännössä ole edus-tettuna missään kyselyaineistoissa, jolloin meille ei myöskään näiden aineistojen perusteella voi muodos-tua tarkkaa kuvaa aivan ensimmäisistä rahoitusaske-lista, jotka aiheutta koskevassa kirjallisuudessa kulke-vat nimellä *Family, Friends and Fools*. Käyttämämme aineisto tarjoaa – edellä kuvatut rajoitukset huomioon ottaen – tästä huolimatta ainakin osittaisen tilanne-kuvan tämänkaltaisen rahoituksen roolista Euroopas-sa (ks. esim. kuvio 4f).
- ² Tuuli (2024, p. 1): ”Banks are not found to fund zom-bie firms by more than other types of funders when shares of the credit market are taken into account. Among different types of funding sources, only the relationship between equity funding and zombie sta-tus is found to be statistically significant...”.
- ³ Osasyynä tähän on toiminta aloilla, joissa luonnolli-nen tai optimaalinen skaala on pieni (Hurst & Pugs-ley, 2011).
- ⁴ Selitettävänä muuttujana on kutakin rajoitetta tai ra-hoitusmuuttujaa koskeva indikaattori (0/1) tai kym-menportaisella asteikolla määritelty ongelman aste (0,1–1), jossa alkuperäisen muuttujan asteikko 1–10 on skaalattu jakamalla kymmenellä. Kuvioissa on ra-portoitu maaindikaattorien kertoimet (skaalattu ker-tomalla 100:lla) ja 95 % luottamusvälit (verkkoliite). Regressioissa on kontrolloitu yritysten ikä, koko, toi-miala ja kyselyajankohta (ks. laatikko 3). Tulokset ku-vaavat siten kunkin tarkasteltavan rajoitteen tai muun rahoitusmuuttujan tasoa eri maissa, kun yritysten taustaominaisuudet on vakioitu. Ks. myös laatikko 2.
- ⁵ Vakiotermi on jätetty pois, jotta kaikkien maaindi-kaattorien arvo on suoraan esitettävissä.
- ⁶ **Täsmälliset kysymykset:** Kuvio a–b: Q0b_3. How im-portant have the following problems been for your enter-prise in the past six months? Please answer on a scale of 1–10, where 1 means it is not at all important and 10 means it is extremely important. (Major concern: ≥7). (“Access to finance”). Kuvio c: Q7A_a. Have you app-plied for the following types of financing in the past six months? Q7B_a. If you applied and tried to negotiate for this type of financing over the past six months, what was the outcome? Please provide a separate answer in each case. (“Applied but refused because cost too high” OR “Applied but was rejected” OR “Applied and got most of it” OR “Applied and got a limited part of it”) OR “Did not apply because of possible rejection”). Kuvio d: Q22. What do you see as the most important li-miting factor to get this financing? (“There are no obs-tacles”). Kuvio e: Q19_b. Do you feel confident talking about financing with ... and that you will obtain the desi-red results? And how about with equity investors/venture capital enterprises? (“Yes”, for whom applicable).
- ⁷ **Täsmälliset kysymykset:** Q0b. How important ha-ve the following problems been for your enterprise in the past six months? Please answer on a scale of 1–10, whe-re 1 means it is not at all important and 10 means it is extremely important. (“Finding customers”, “Compe-tition”, “Costs of production or labour”, “Availability of skilled staff or experienced managers”, “Regulation, for example European and national laws, industrial regulations”, “Other, please specify”).
- ⁸ **Täsmälliset kysymykset:** Q4. Are the following sources of financing relevant to your enterprise, that is, have you used them in the past or considered using them in the fu-ture? Please provide a separate answer in each case. (“Re-tained earnings or sale of assets”, “Grants or subsidi-sed bank loans (involving, for example, support from public sources in the form of guarantees or reduced interest rate loans)”, “Credit line, bank overdraft or credit cards overdraft”, “Bank loan (excluding subsi-sidised bank loans, overdrafts and credit lines)”, “Tra-de credit”, “Other loan, for example from family and friends, a related enterprise or shareholders, exclu-ding trade credit”).

- ⁹ **Täsmälliset kysymykset:** Q4. *Are the following sources of financing relevant to your enterprise, that is, have you used them in the past or considered using them in the future? Please provide a separate answer in each case.* ("Debt securities issued", "Equity capital", "Leasing or hire-purchase", "Other sources of financing, for example subordinated debt instruments, participating loans, peer-to-peer lending, crowdfunding", "Factoring").
- ¹⁰ Koska liitetaulukko 4 on mukana lähinnä vertailun vuoksi, emme kommentoi sitä tekstissä, mutta tässä päähuomiot sen tuloksista: Nuoret yritykset kohtaavat suuremmalla todennäköisyydellä rahoitusrajoitteita; toisaalta ne myös luottavat todennäköisemmin oman pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuuteen. Pienet yritykset raportoivat todennäköisemmin kohtaavansa rahoitusrajoitteita ja ovat vähemmän luottavaisia oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen. Vientirytykset kohtaavat todennäköisemmin pankkirahoituksen ongelmia, ja niiden rahoitusongelmat ovat keskimäärin suurempia kuin muilla yrityksillä. Toisaalta vientiyritysten kohdalla merkittävät rahoitusongelmat tai kasvun rahoituksen esteettömyyttä koskevat muuttujat eivät ole tilastollisesti merkitseviä. Vientirytykset luottavat muita todennäköisemmin oman pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuuteen. Innovoivat yritykset kärsivät todennäköisemmin rahoitusongelmista, mutta luottavat myös enemmän oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen kuin muut yritykset. Mennyt kasvu on positiivisesti yhteydessä luottamukseen oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen, mutta ei ole tilastollisesti selvästi yhteydessä rahoitusrajoitteisiin. Kasvuhakuiset yritykset kohtaavat suuremmalla todennäköisyydellä rahoitusongelmia sekä ovat luottavaisempia oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen. Taloudellisesti haavoittuvaiset yritykset kokevat todennäköisemmin rahoitusrajoitteita ja ovat vähemmän luottavaisia oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen.
- ¹¹ Vertaamme esimerkiksi vuoden 2015 kasvuodotuksia seuraavalle kahdelle-kolmelle vuodelle ja vuoden 2018 kasvurealisaatiota edelliseltä kolmelta vuodelta. Koska kyselyn yritysjoukko vaihtelee eri vuosina, keskitymme tarkastelemaan maakohtaisia keskiarvoja kustakin kasvuluokasta (yli 20 % p.a., alle 20 % p.a., nollakasvu, negatiivinen kasvu) muodostetusta indikaattorista. Analyysit on toteutettu painottamattomina. Työntekijämäärään perustuvilla taloudellisilla painoilla lasketut painotetut tulokset ovat samansuuntaisia kuin tässä raportoidut.
- ¹² Käytämme tarkastelussa eurooppalaisten kansallisten pääomasijoitusyhdistysten (Suomessa Pääomasijoittajat ry) kattojärjestön *Invest European* tietokannasta lähtöisin olevia lukuja.

Kirjallisuus

Acemoglu, D., Akcigit, U., Alp, H., Bloom, N. & Kerr, W. (2018). Innovation, Reallocation, and Growth. *American Economic Review*, 108(11), 3450–3491. <https://doi.org/10.1257/aer.20130470>

Aghion, P. (2017). Entrepreneurship and growth: lessons from an intellectual journey. *Small Business Economics*, 48(1), 9–24. <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9812-z>

Aghion, P., Angeletos, G.-M., Banerjee, A. & Manova, K. (2010). Volatility and growth: Credit constraints and the composition of investment. *Journal of Monetary Economics*, 57(3), 246–265. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2010.02.005>

Aghion, P., Bergeaud, A., Cetto, G., Lecat, R. & Maghin, H. (2019). Coase Lecture – The Inverted-U Relationship Between Credit Access and Productivity Growth. *Economica*, 86(341), 1–31. <https://doi.org/10.1111/ecca.12297>

Aghion, P., Howitt, P. & Levine, R. (2018). Financial development and innovation-led growth. Teoksessa Beck, T. & Levine, R. (Eds.), *Handbook of Finance and Development* (ss. 3–30). Edvard Elgar. <https://doi.org/10.4337/9781785360510>

Ahopelto, T., Hetemäki, M., Holmström, B. & Vihriälä, V. (2024). Innovaatiot ovat strateginen välttämättömyys. *Julkaisematon muistio* (19.9.2024).

Da Rin, M., Hellmann, T. & Puri, M. (2013). A Survey of Venture Capital Research. *Handbook of the Economics of Finance*, 2, 573–648. <https://doi.org/10.1016/b978-0-44-453594-8.00008-2>

Davis, S. J., Haltiwanger, J., Handley, K., Jarmin, R., Lerner, J. & Miranda, J. (2014). Private Equity, Jobs, and Productivity. *American Economic Review*, 104(12), 3956–3990. <https://doi.org/10.1257/aer.104.12.3956>

Decker, R. A., Haltiwanger, J., Jarmin, R. S. & Miranda, J. (2014). The Role of Entrepreneurship in US Job Creation and Economic Dynamism. *Journal of Economic Perspectives*, 28(3), 3–24. <https://doi.org/10.1257/jep.28.3.3>

Didier, T., Levine, R., Llovet Montanes, R. & Schmukler, S. L. (2021). Capital market financing and firm growth. *Journal of International Money and Finance*, 118, 102459. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102459>

Haltiwanger, J., Jarmin, R. S., Kulick, R. & Miranda, J. (2017). High-Growth Young Firms: Contribution to Job, Output, and Productivity Growth. Teoksessa Haltiwanger, J., Hurst, E., Miranda, J. & Schoar, A. (Eds.), *Measuring Entrepreneurial Businesses: Current Knowledge and Challenges* (ss. 11–62). National Bureau of Economic Research Studies in Income and Wealth, vol. 75. Chicago and London: University of Chicago Press.

Hellmann, T. & Puri, M. (2015). The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. *The Review of Financial Studies*, 13(4), 959–984. <https://doi.org/10.1093/rfs/13.4.959>

Hsu, P.-H., Tian, X. & Xu, Y. (2014). Financial development and innovation: Cross-country evidence. *Journal of Financial Economics*, 112(1), 116–135. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.12.002>

Hurst, E. & Pugsley, B. W. (2011). What Do Small Businesses Do? *Brookings Papers on Economic Activity*, 73–118. <https://doi.org/10.1353/eca.2011.0017>

Järvenpää, M., Vanhala, J. & Virén, M. (2024). Tuotavuus, investoinnit ja yritysrahoituksen kohdentuminen Suomessa – tarkasteluita mikroaineistoilla. *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 120(3), 328–342. <https://journal.fi/kak/article/view/147083/94785>

Kortum, S. & Lerner, J. (2000). Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. *RAND Journal of Economics*, 31(4), 674–692. <https://www.jstor.org/stable/2696354>

Lerner, J. & Tåg, J. (2013). Institutions and venture capital. *Industrial and Corporate Change*, 22(1), 153–182. <https://doi.org/10.1093/icc/dts050>

Ollila, J. (2025). Talouskasvusta pitää tehdä Suomen politiikan kärkiteema, vaatii Jorma Ollila. *Helsingin Sanomat*, 6.2.2025. <https://www.hs.fi/mielipide/art-2000011011061.html>

Popov, A. (2013). Venture Capital and Industry Structure: Evidence from Local US Markets. *Review of Finance*, 18(3), 1059–1096. <https://doi.org/10.1093/rof/rft018>

Popov, A. (2018). Evidence on finance and economic growth. Teoksessa Beck, T. & Levine, R. (Eds.), *Handbook of Finance and Development* (ss. 63–104). Cheltenham, UK and Northampton, MA: Elgar. <https://doi.org/10.4337/9781785360510>

Popov, A. & Roosenboom, P. (2012). Venture capital and patented innovation: evidence from Europe. *Economic Policy*, 27(71), 447–482. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0327.2012.00290.x>

Puri, M. & Zarutskie, R. (2012). On the Life Cycle Dynamics of Venture-Capital- and Non-Venture-Capital-Financed Firms. *Journal of Finance*, 67(6), 2247–2293. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01786.x>

Tuuli, S. (2024). Who funds zombie firms: Banks or non-banks? *International review of financial analysis*, 95, 103420. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103420>



Elinkeinoelämän tutkimuslaitos

ETLA Economic Research

ISSN-L 2323-2447,
ISSN 2323-2447,
ISSN 2323-2455 (Pdf)

Kustantaja: Taloustieto Oy

Puh. 09-609 900
www.etla.fi
etunimi.sukunimi@etla.fi

Arkadiankatu 23 B
00100 Helsinki
