

**PÄÄOMASIJOTTAJIEN VAIKUTUS SALKUSSAAN  
OLEVIEN YRITYSTEN TALOUSJOHTAMISKÄYTÄNTÖIHIN**

**Jyväskylän yliopisto  
Kauppakorkeakoulu**

**Pro gradu -tutkielma**

**2020**

**Tekijä: Heli Korpinemi  
Oppiaine: Laskentatoimi  
Ohjaaja: Jukka Pellinen**



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

## TIIVISTELMÄ

Tekijä Heli Korpinieni	
Työn nimi Pääomasijoittajien vaikutus salkussaan olevien yritysten talousjohtamiskäytäntöihin	
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu -tutkielma
Aika (pvm.) 22.5.2020	Sivumäärä 82
<p>Tämän Pro gradu -tutkielman tarkoituksena on tutkia pääomasijoittajien vaikutusta salkussaan olevien yritysten talousjohtamiskäytäntöihin kohdeyritysten näkökulmasta. Lisäksi tarkastellaan, luovatko pääomasijoittajat lisäarvoa kohdeyrityksille talousjohtamiskäytäntöjen kehittämisen myötä. Tutkimuksessa tarkastellaan myös, onko pienten ja isojen pääomasijoitusyritysten välillä eroavaisuuksia kohdeyritysten talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen ja lisäarvon luomiseen.</p> <p>Tutkielman teoreettinen viitekehys käsittelee pääomasijoittamista yleisesti, buyout-sijoittamista, pääomasijoittamista Suomessa, yrityksen kehitysvaiheita, kohdeyrityksen valintakriteerejä ja pääomasijoitusprosessia. Lisäksi teoriaosuudessa käsitellään lisäarvon määritelmää, lisäarvon luomista ja lisäarvon ilmenemistä. Tutkielma toteutettiin laadullisena case- eli tapaustutkimuksena. Tutkimusaineisto hankittiin temahaastatteluilla ja haastatteluista saatu aineisto analysoitiin aineistolähtöisellä sisällönanalyysimenetelmällä. Tutkimusta varten haastateltiin neljää buyout-sijoituksen saanutta kohdeyrityksen talousjohtajaa, joilla oli pitkä kokemus taloushallinnon tehtävistä. Kaikki tutkimuksessa mukana olleet pääomasijoittajien kohdeyritykset olivat samalta toimialalta ja saman kokoluokan yrityksiä, jolloin ne olivat vertailukelpoisia.</p> <p>Tutkimustulosten perusteella voitiin havaita, että pääomasijoittajat vaikuttavat kohdeyritysten talousjohtamiskäytäntöihin pääasiassa positiivisesti, ja tuottavat lisäarvoa kohdeyrityksiin talousjohtamiskäytäntöjen kehittämistoimien kautta. Kaikki pääomasijoittajat kehittivät kohdeyritystensä suoritusmittausta, hallitustyöskentelyä, organisaatorakennetta ja raportointia. Sen sijaan kohdeyritysten budjetointi- ja palkitsemiskäytäntöjen kehittäminen oli vähäisempää. Pääomasijoittajien havaittiin myös nopeuttavan kohdeyritysten liiketoiminnan kasvua, lisäävän yritysostoja, tuovan rohkeutta eri toimiin, vauhdittavan kansainvälistymistä ja ylipäättään ohjaavan yrityksen toimintaa parempaan suuntaan. Tutkimus osoittaa, että pienten ja isojen pääomasijoitusyritysten välillä ei ole suurempia eroavaisuuksia talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen.</p>	
Asiasanat Pääomasijoittaminen, buyout-sijoittaminen, venture capital, lisäarvo	
Säilytyspaikka Jyväskylän yliopiston kirjasto	

## KUVIOT

KUVIO 1 Suomalaisen buyout-sijoittajien sijoitukset kehitysvaiheittain (Pääomasijoittajat ry 2019 a).....	8
KUVIO 2 Pääomasijoittamisen käsitteet (mukaihen Hidén & Tähtinen 2005, 16).....	15
KUVIO 3 Suomalaisen buyout-sijoitukset vuonna 2018 (Pääomasijoittajat ry 2019 a).....	19
KUVIO 4 Pääomasijoitetten kohdeyritysten kolmen vuoden keskimääräinen vuosikasvu 2010-2017 (Pääomasijoittajat ry 2019 c).....	20
KUVIO 5 Pääomasijoitusrahaston perusrakenne (Lauriala 2004, 34).....	22
KUVIO 6 Pääomasijoitusprosessin vaiheet (mukaihen Lauriala 2004, 52; Talmor & Vasvari 2011, 97).....	31

## TAULUKOT

TAULUKKO 1 Kohdeyrityksen kehitysvaiheet (mukaihen Lauriala 2004, 28; Pääomasijoittajat ry 2019 a).....	24
TAULUKKO 2 Pienten ja isojen pääomasijoitusyritysten vaikutus kohdeyritykseen.....	66

# SISÄLLYS

TIIVISTELMÄ

KUVIOT

TAULUKOT

1	JOHDANTO .....	7
1.1	Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma.....	9
1.2	Tärkeimmät käsitteet.....	10
1.3	Aiempiä tutkimuksia ja kirjallisuutta .....	11
1.4	Tutkimuksen rakenne .....	12
2	PÄÄOMASIJOTTAMINEN.....	14
2.1	Pääomasijoittaminen yleisesti.....	14
2.2	Buyout-sijoitustoiminta.....	17
2.3	Pääomasijoittaminen Suomessa.....	18
2.3.1	Pääomasijoitusyhtiöt.....	19
2.3.2	Pääomasijoitusrahastot.....	21
2.4	Yrityksen kehitysvaihe.....	23
2.5	Kohdeyhtiön valintakriteerit.....	25
2.5.1	Arvonmäärittäminen LBO-mallinnuksella.....	29
2.6	Pääomasijoitusprosessi .....	30
2.6.1	Term Sheet .....	32
2.6.2	Due diligence.....	32
2.6.3	Arvon luominen.....	33
2.6.4	Osakassopimus .....	33
2.6.5	Sijoituksista irtautuminen .....	34
3	LISÄARVO .....	36
3.1	Lisäarvon määritelmä.....	36
3.2	Lisäarvon luominen.....	37
3.3	Lisäarvon ilmeneminen .....	38
4	AINEISTO JA MENETELMÄ .....	41
4.1	Tutkimusmenetelmä.....	41
4.2	Tiedonkeruumenetelmä.....	43
4.3	Tutkimusaineisto .....	44
4.4	Tutkimustulosten analysointi .....	45
4.5	Tutkimuksen luotettavuus .....	46
5	TUTKIMUKSEN TULOKSET .....	49
5.1	Yleistä .....	49
5.2	Kohdeyritykset ja haastateltavat .....	50
5.3	Pienten pääomasijoitusyritysten vaikutukset kohdeyrityksiin .....	52
5.4	Isojen pääomasijoitusyritysten vaikutukset kohdeyrityksiin .....	58

5.5	Pienten ja isojen pääomasijoittajien vertailu.....	65
6	JOHTOPÄÄTÖKSET .....	70
6.1	Tutkimuksen rajoitteet.....	74
6.2	Jatkotutkimusaiheet.....	75
	<b>LÄHTEET</b> .....	76
	<b>LIITTEET</b> .....	80



# 1 JOHDANTO

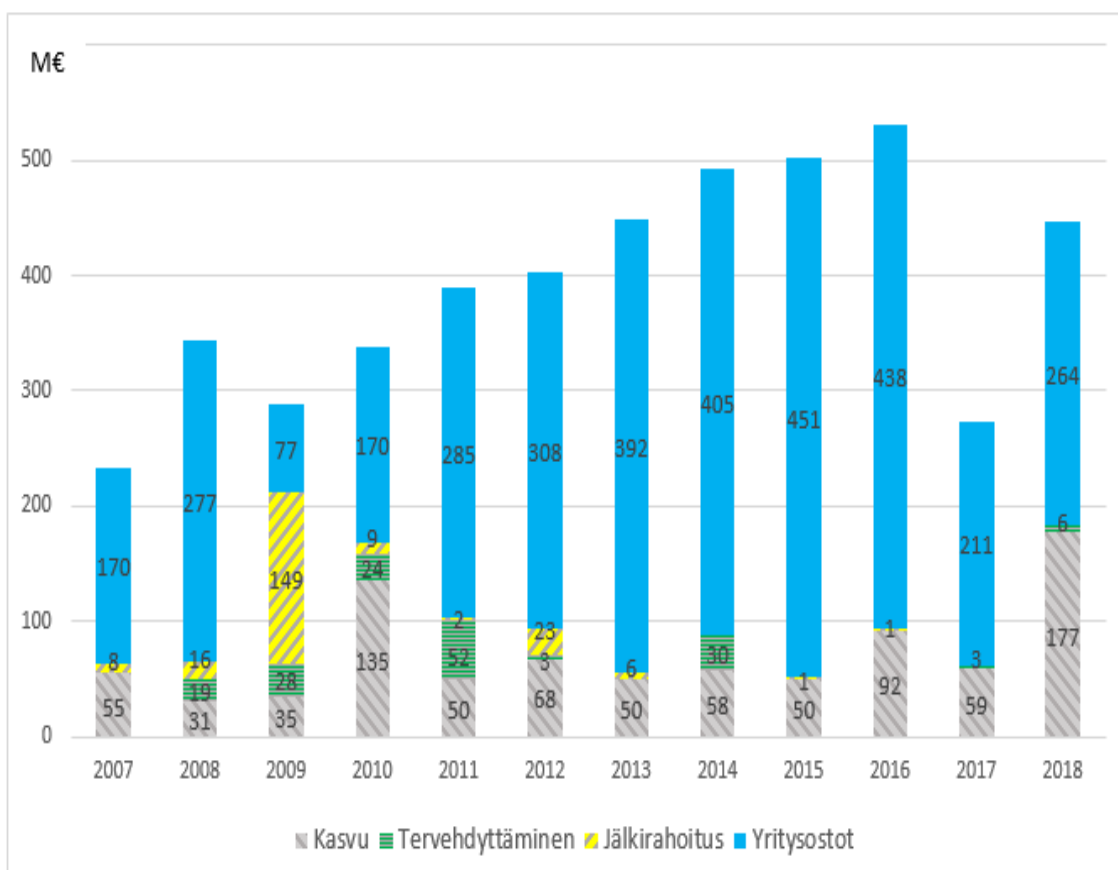
Mikä yhdistää maailmanlaajuisesti tunnettuja yrityksiä, kuten Googlea, eBayta, Applea ja Microsoftia? Edellä mainituilla menestyvillä yrityksillä on tai on ollut pääomasijoittaja mukana jossain vaiheessa yritystoimintaa, ja pääomasijoittajat ovat vauhdittaneet yritysten kasvua merkittävästi. Taloudellinen pääoma on yksi resursseista, jota tarvitaan yrityksen perustamiseen ja myöhemmin toiminnan ylläpitämiseen. Uusien yritysten rahoituspäätöksillä on siis merkittävä vaikutus myös talouteen, kun otetaan huomioon uuden yrityksen rooli työllisyyden kasvussa, innovoinnissa, kilpailussa, ja vientimahdollisuuksissa. Lisäksi velan ottamisella ja alkuvaiheessa olevalla omalla pääomalla on osoitettu olevan merkittäviä vaikutuksia liiketoimintaan, yrityksen suorituskykyyn, epäonnistumisriskiin ja mahdollisuuksiin laajentaa liiketoimintaa tulevaisuudessa. (Cassar 2004.)

Pääomasijoittaminen on ollut yhä suositumpi yritysrahoituksen muoto, sillä varsinkaan innovatiivisimmat yritykset eivät välttämättä saa pankkirahoitusta suuren riskin vuoksi (Lauriala 2004, 15). Pankkitoiminnan kiristynyt sääntely ja siitä osittain johtuva yritysten heikentynyt luottokelpoisuus näkyvät tutkimusten mukaan pk-yritysten eli pienten ja keskisuurten yritysten rahoituksessa. Suomen Yrittäjien, Finnveran ja työ- ja elinkeinoministeriön tekemän yritysbarometrin mukaan rahoituksen ehdot ja saatavuus vaikuttavat suoraan yrityksen mahdollisuuksiin toteuttaa erilaisia hankkeita. Esimerkiksi joka kuumennella pk-yrityksellä jää tärkeitä investointi- tai kehityshankkeita toteuttamatta rahoituksen heikon saatavuuden vuoksi. (Yrittäjät 2018.) Luotonantajilla ei ole mahdollisuutta osallistua suoraan sijoituksiin kasvuyritysten pääomahuoltoon, sillä varsinkaan kasvuyrityksellä ei useimmiten ole tarvittavia vakuuksia luoton saamiseksi tai ulkopuoliset tahot eivät ole valmiita kantamaan takauksesta syntyviä riskejä. Näin ollen pääomasijoittamista voidaan pitää hyvänä vaihtoehtoisena rahoituslähteenä kohdeyrityksien innovaatioiden rahoitustarpeisiin. (Lauriala 2004, 15.) Pääomasijoittamisen ainoa hyöty kohdeyritykselle ei ole kuitenkaan ainoastaan rahoitus, vaan usein pääomasijoittajat tuovat yritykselle lisäarvoa esimerkiksi osallistumalla yrityksen hallitustyöskentelyyn,

markkinointiin ja liiketoiminta- ja kehitysstrategioiden luomiseen (Hidén & Tähtinen 2005, 17).

Tilastokeskuksen mukaan uusien yritysten määrä on kasvanut vuosi vuodelta tasaisesti. Suomessa vuonna 2018 yritystoiminnan aloitti 35 035 uutta yritystä (Tilastokeskus 2019 b), kun vuonna 2017 yrityksiä perustettiin yhteensä 30 169 kappaletta koko vuoden aikana (Tilastokeskus 2018). Kasvu on ollut prosentuaalisesti suurta, sillä vuoden kolmannella neljänneksellä vuonna 2018 yritysten määrä kasvoi 15,3 prosentilla samaan ajankohtaan vuoteen 2017 verrattuna (Tilastokeskus 2019 a). Suuri osa yrityksistä tarvitsee rahoitusta yrityksen perustamisvaiheeseen sekä mahdolliseen laajenemiseen. Yritysrahoituksen järjestelmä muuttuu hitaasti ja edelleenkin pankkirahoitus on yleinen yritysrahoituksen muoto (Yrittäjät 2018).

Pääomasijoittajien tutkimuksen mukaan pääomasijoittaminen on kuitenkin kasvattanut suosiotaan. Alla olevasta kuviosta 1 voidaan havaita, että esimerkiksi suomalaisten buyout-sijoittajien eli myöhemmän vaiheen sijoittajien tekemät sijoitukset kotimaahan ja ulkomaille ovat kasvaneet 2007 vuodesta 2016 vuoteen saakka lähes joka vuosi ja 2017 vuoden notkahduksen jälkeen sijoitukset ovat taas lähteneet nousuun. (Pääomasijoittajat ry 2019 a.)



KUVIO 1 Suomalaisten buyout-sijoittajien sijoitukset kehitysvaiheittain (Pääomasijoittajat ry 2019 a)



Vuonna 2018 suomalaisten buyout-sijoittajien tekemät sijoitukset kotimaahan ja ulkomaille olivat 447 miljoonaa euroa, joista kasvusijoituksia 177 miljoonaa, tervehdyttämiseen 6 miljoonaa ja yritysostoihin 264 miljoonaa. Kuviosta ilmenee myös, että vuonna 2018 on tehty kasvusijoituksia ennätysmäärä 12 vuoden tarkastelujaksolla. Suomalaisten sijoittajien tekemistä buyout-sijoituksista vuonna 2018 yli 90 % suuntautui suomalaisiin yrityksiin. (Pääomasijoittajat ry 2019 a.) Kasvuyrityksellä on jo vakiintunut liikevaihto ja hyvät edellytykset kasvaa myös tulevaisuudessa. Suomessa kasvuyrityksiin tehtävistä pääomasijoituksista suurin osa on buyout-sijoituksia. (Pääomasijoittajat ry 2019 c.)

## 1.1 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma

Tämän tutkielman tavoitteena on saada kokemusperäistä tietoa pääomasijoittajien kohdeyrityksiin kohdistuvista kehittämistoimista talousjohtamiskäytäntöjen osalta, sekä talousjohtamiskäytäntöjen kehittämisen vaikutuksista lisäarvon luomiseen kohdeyrityksille. Lisäksi tavoitteena on saada tutkimustietoa siitä, onko pääomasijoitusyrityksen koolla merkitystä talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen ja lisäarvon luomiseen. Tutkimus rajattiin siis kohdeyritysten ohjausjärjestelmien tarkasteluun edellä mainittujen talousjohtamiskäytäntöjen osalta, koska ne koettiin tärkeiksi kohdeyritysten ohjaamisen työkaluiksi pääomasijoituksen onnistumisen kannalta. Yrityksen ohjausjärjestelmän avulla voidaan toteuttaa muun muassa yrityksen strategiaa, ohjata työntekijöitä ja seurata tavoitteiden saavuttamista. Tutkimuksessa tarkastellaan lyhyesti myös muita haastattelussa ilmeneviä pääomasijoittajien vaikutuksia kohdeyrityksiin.

Tutkielmassa annetaan katsaus muun muassa pääomasijoittamisesta yleisesti, pääomasijoittajamisesta Suomessa, buyout-sijoittamisesta, kohdeyrityksen valintakriteereistä, yrityksen kehitysvaiheista, pääomasijoitusprosessista ja lisäarvosta. Koska varsin usein ammattimainen pääomasijoittaminen sekoitetaan yksityiseen sijoittamiseen, avataan tutkielmassa lyhyesti myös esimerkiksi enkelisijoittamisen käsitettä. Tutkimuksessa käsitellään siis pääomasijoittamista ja sen muotoja yleisesti, mutta tarkastellaan syvällisemmin buyout-sijoittamista, sillä kaikki tutkimuksen kohdeyritykset ovat saaneet buyout-sijoituksen.

Tutkimukseen valittiin sellaisia kohdeyrityksiä, jotka ovat buyout-sijoituksen saaneita kasvuyrityksiä ja jotka ovat olleet pääomasijoitusyrityksen salkussa vähintään kaksi vuotta, jotta pääomasijoittajan vaikutukset kohdeyritykseen voidaan huomata. Kohdeyritysten pääomasijoittajat ovat lähinnä buyout-sijoittamiseen keskittyneitä yksityisiä suomalaisia pääomasijoitusyrityksiä, jotka sijoittavat pääosin instituutioiden kuten eläke- ja vakuutusyhtiöiden varoja. Tutkimuksessa mukana olleiden kohdeyritysten toimialaa ei mainita kohdeyritysten ja haastateltavien yksityisyyden suojaamiseksi.

Tutkimuskysymyksien avulla pyritään pääsemään tutkimuksen tavoitteisiin ja selvittämään tutkimusongelma. Tutkimuksessa käytettävät tutkimuskysymykset ovat seuraavat:

- 1) Miten pääomasijoittaminen näkyy pääomasijoitusyrityksen salkussa olevassa yrityksessä?
- 2) Miten pääomasijoitusyritys on vaikuttanut kohdeyrityksen talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen ja lisäarvon luomiseen?
- 3) Onko pääomasijoitusyrityksen koolla merkitystä kohdeyrityksen talousjohtamiskäytäntöjen kehittämisessä ja lisäarvon luomiseen?

Tutkimuksen aihetta voidaan pitää ajankohtaisena pääomasijoittamisen suosion kasvamisen vuoksi, positiivisten kansantaloudellisten vaikutusten vuoksi ja siksi, että aihetta ei ole juurikaan tutkittu tästä näkökulmasta. Lisäksi aihevalintaan vaikutti tutkijan suuri mielenkiinto ylipäättään sijoittamista kohtaan ja halu oppia lisää pääomasijoittamisesta.

## 1.2 Tärkeimmät käsitteet

*Bisnesenkeli.* Yleisesti yksityiset riskisijoittajat nimitetään bisnesenkeliiksi. Nämä yksityishenkilöt sijoittavat yksin tai yhdessä muiden yksityisten riskisijoittajien kanssa omia varojaan listaamattomiin yrityksiin. Yksityisen riskisijoittajan ja pääomasijoittajan ensisijaisena erona voidaan pitää sitä, että bisnesenkelit sijoittavat omia varojaan ja pääomasijoittaja toisten varoja. (Lainema 2011, 49, 51.)

*Buyout-sijoittaminen.* Buyout-sijoituksia tehdään yleensä vakiintuneisiin ja kypsiin kohdeyrityksiin ja pääomarahoituksen lisäksi käytetään velkavipua. Buyout-rahastot harjoittavat monenlaisia strategioita, mutta yksi keskeinen piirre on, että ne pyrkivät yleensä enemmistöosakkuuksiin kohdeyrityksissään, jolloin vaikutusvalta kohdeyrityksessä on suurempi. (Talmor & Vasvari 2011, 29.)

*Leveraged buyout (LBO).* Leveraged buyout tarkoittaa yrityskauppaa, joka on rahoitettu suurimmaksi osaksi velkarahalla. Tämä mahdollistaa yrityskaupan tekemisen vähemmällä omalla pääomalla. Hyvällä velkarahalla ostetulla yrityksellä on tasaiset kassavirrat, joiden avulla voidaan maksaa osa syntyneestä velasta ja siihen liittyvistä koroista. (Pignataro 2014, 3-4.)

*Ohjausjärjestelmä.* Yrityksen ohjausjärjestelmä on laaja käsite, mutta lyhykäisyydessään ohjausjärjestelmän avulla yrityksen johto ohjaa työntekijöidensä toimintaa tavoittelemaansa suuntaan ja ohjausjärjestelmä auttaa päätöksenteossa (Malmi & Brown 2008). Lisäksi ohjausjärjestelmän tehtävänä on tuottaa tietoa yrityksen toiminnasta ja auttaa strategian toteuttamisessa. Ohjausjärjestelmän avulla voidaan myös seurata, että yrityksen asettamat tavoitteet toteutuvat. (Flamholz 1983.) Esimerkiksi tässä tutkimuksessa tarkasteltavia kohdeyritysten talousjohtamiskäytäntöjä voidaan pitää osana yritysten ohjausjärjestelmää.

*Venture capital.* Venture capital viittaa sijoituksiin, jotka tehdään pääasiassa kehitysvaiheessa oleviin nuoriin yrityksiin. Kohdeyrityksillä on tavallisesti lyhyt

historia, jonka vuoksi niiden arvo on vaikeasti arvioitavissa. Venture capital-sijoituksissa pääomasijoittajat omistavat tyypillisesti vähemmistöosuuden kohdeyrityksistä. (Talmor & Vasvari 2011, 29.)

### 1.3 Aiempia tutkimuksia ja kirjallisuutta

Pääomasijoittamista on tutkittu monista eri näkökulmista Suomessa ja muualla maailmalla. Varsinaisesti pääomasijoitusyritysten vaikutuksista salkussaan olevien kohdeyhtiöiden talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen ei ole juurikaan tutkittu. Sen sijaan sitä, miten pääomasijoittaja ylipäättään kehittää kohdeyritystä ja tuottaa lisäarvoa kohdeyritykselle, on tutkittu jonkin verran. Varsinkin Suomessa pääomasijoittamiseen liittyvät tutkimukset painottuvat enemmän alkuvaiheen yrityksiin tehtäviin sijoituksiin, kuin myöhemmän vaiheen sijoituksiin.

Pääomasijoittamista koskevaa kirjallisuutta Suomessa on varsin vähän. Laurialan teos *Pääomasijoittaminen* (2004) on yksi ainoita suomalaisia pelkästään pääomasijoittamista käsitteleviä kirjoja. Laurialan teoksessa käsitellään muun muassa pääomasijoittamista yleisesti, pääomasijoitusrahastojen toimintaa, itse sijoitusprosessia ja kohdeyhtiön arvon määrittämistä. Varsinaisesti pääomasijoitusyritysten toimintaan keskittyvässä Hidénin ja Tähtisen teoksessa *Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta* (2005) käsitellään pääomarahastoja, niiden rakenteita ja perustamista. Pääomasijoittamista koskevaa ulkomaista kirjallisuutta on puolestaan jonkin verran, esimerkiksi Talmorin ja Vasvarin teos *International private equity* (2011) ja Hinchliffen ja Yatesin teos *A practical guide to private equity transactions* (2010).

Aikaisemmat tutkimukset käsittelevät esimerkiksi pääomasijoittajien vaikutusta yrityksen kasvuun. Tästä esimerkkinä Suomessa KPMG Oy Ab:n ja Pääomasijoittajat ry:n yhteistyönä tehty tutkimus, jossa tutkittiin pääomasijoittajien vaikutusta yritysten kasvuun vuosina 2010-2017. (Pääomasijoittajat ry 2019 b.) Penederin (2009) tutkimuksessa tarkasteltiin myös pääomarahoituksen vaikutusta yritysten kasvuun ja tulokseen. Tutkimuksen tarkoituksena oli testata pääomarahoituksen oletettua vaikutusta yritysten innovaatiokäyttäytymiseen ja kasvuun itävaltalaisien yritysten mikrotietoaineiston perusteella.

Pääomasijoittajien tuottamaa lisäarvoa kohdeyrityksille on tutkittu ympäri maailman erilaisista näkökulmista. Crocen, Martínin ja Murtinun (2013) tutkimuksessa tutkittiin pääomasijoittamisen vaikutusta eurooppalaisten yritysten tuottavuuden kasvuun, sekä lisäksi pääomasijoittamisen vaikutusta lisäarvon luomiseen. Tutkimuksessa vertailtiin kohdeyritysten tuottavuuden kasvua ennen ensimmäistä pääomasijoittamiskierrosta ja sen jälkeen. Sapienzan (1992) tutkimuksessa puolestaan tarkasteltiin, että milloin pääomasijoittajat tuottavat kohdeyrityksiinsä lisäarvoa. Kohdeyritysten toimitusjohtajat vastasivat kyselylomakkeisiin, joissa he arvioivat pääomasijoittajien osallistumista hankkeisiin. Kohdeyritysten toimitusjohtajat ja pääomasijoittajat arvioivat vuorovaikutuksensa luonteen ja intensiteetin sekä sijoituksen suorituskyvyn yhden vuoden

ajalta. Toimitusjohtajat toimittivat myös dataa mm. strategiasta, ympäristön epävarmuudesta ja innovaatiotasosta. Proksch ym. (2016) ovat myös tutkineet pääomasijoitusyritysten kohdeyrityksille lisäarvoa tuottavia toimia. He ovat haastatelleet tutkimusta varten yhdeksää eri saksalaista pääomasijoitusyritystä. Large ja Muegge (2007) ovat tarkastelleet puolestaan pääomasijoitusyritysten pääomasijoituksen jälkeistä ei-rahallista lisäarvon tuottamista 20:nen jo aikaisemmin tehdyn tutkimuksen perusteella.

Naman ja Lowen (2014) tutkimuksessa tarkasteltiin laskentatoimen roolia pääomasijoituksissa. Tutkimuksen tavoitteena oli antaa parempi käsitys pääomasijoitusyritysten käytännöistä, sekä laskentatoimen ja siihen liittyvien laskentakäytäntöjen roolista ja vaikutuksista pääomasijoitustoimintaan. Tutkimus perustuu haastatteluihin, havaintotietoihin, asiakirjatodisteisiin ja toissijaiseen kirjallisuuteen.

Tässä tutkimuksessa haluttiin poissulkea mahdolliset toimialavaikutukset tutkimuksen tuloksiin. Koska tutkimuksen harkinnanvarainen otanta on pieni, niin haluttiin, että toimialasta johtuvat käytännöt eivät vaikuttaisi tutkimustuloksiin ja tämän vuoksi myös tässä tutkimuksessa mukana olevat yritykset ovat samalta toimialalta. Messnerin (2016) tutkimuksessa tarkasteltiin, vaikuttaako yrityksen toimiala johdon laskentatoimen käytäntöihin ja jos vaikuttaa, niin miten tämä asiayhteys voidaan ottaa huomioon empiirisessä työssä. Messnerin mukaan tulee huomioida, että eri toimialoilla voi olla eri vaatimukset laskentatoimen käytäntöihin liittyen ja lisäksi eri yrityksissä on esimerkiksi strategioista, liiketoimintamallista ja johtamistyyleistä tai muista tekijöistä johtuvaa käytännön vaihtelua, jotka eivät ole riippuvaisia toimialan sidonnaisuudesta. On kuitenkin odotettavissa, että johdon laskentatoimessa on jonkin verran homogeenisuutta tietyn toimialan organisaatiokäytännöissä. Toimialakohtaiset erityispiirteet voivat näkyä johdon laskentatoimessa esimerkiksi siten, että toimialalla on omat erityiset järjestelmät tai työkalut, joita toimialalla käytetään. Käytännössä kuitenkin vain pieni määrä tutkimuksia kiinnittää huomiota toimialan vaikutuksiin. Toimialan erityispiirteet voitaisiin periaatteessa huomioida missä tahansa empiirisessä johdon laskentatutkimuksessa. (Messner 2016.)

## 1.4 Tutkimuksen rakenne

Tämä tutkimus sisältää viisi eri lukua. Ensimmäinen luku sisältää tutkimuksen johdannon, jossa esitellään tutkimuksen taustaa, tutkimuksen tavoite, tutkimusongelma, tärkeimpiä käsitteitä sekä aiempia tutkimuksia ja kirjallisuutta. Luku kaksi koostuu tutkimuksen teoreettisesta viitekehyksestä ja siinä tarkastellaan pääomasijoittamista yleisesti, pääomasijoittamista Suomessa, buyoutsijoittamista, yrityksen kehitysvaihetta, kohdeyhtiön valintakriteerejä, ja pääomasijoitusprosessia. Luku kolme sisältää lyhyen katsauksen lisäarvon määrittelmästä, lisäarvon luomisesta ja lisäarvon ilmenemismuodoista.

Teoreettisen viitekehyksen jälkeen kappaleessa neljä käydään läpi tutkimus- ja tiedonkeruumenetelmä, aineistonhankintamenetelmä sekä tutkimustu-

lostien analysointimenetelmä. Lisäksi otetaan kantaa tutkimuksen luotettavuuteen. Luvussa viisi käydään läpi kohdeyritysten ja haastateltavien taustoja sekä esitetään tutkimustulokset, jotka ovat jaoteltuna pienten pääomasijoitusyritysten vaikutuksista kohdeyrityksiin ja isojen pääomasijoitusyritysten vaikutuksista kohdeyrityksiin. Lisäksi pieniä ja isoja pääomasijoitusyrityksiä vertaillaan omassa alaluvussaan. Tutkimuksen viimeinen luku kuusi sisältää tutkimuksen johtopäätökset, lisäksi otetaan kantaa tutkimuksen rajoitteisiin ja pohditaan jatkotutkimusaiheita.

## 2 PÄÄOMASIJOITTAMINEN

Innovatiivinen yritys, jolla ei ole vielä konkreettisia näyttöjä yritystoiminnan onnistumisesta, ei välttämättä näytä kovin mielekkäältä rahoituskohteelta esimerkiksi perinteisen rahoittajan, kuten pankin näkökulmasta. Pankit vaativat lainoille vakuutusta, mikä jo lähtökohtaisesti voi muodostua ongelmaksi varsinkin aloittaville yrityksille. Näin ollen yrittäjien näkökulmasta tarkasteltuna esimerkiksi pääomasijoitusyhtiöt voivat olla merkittävässä roolissa yrityksen kehittymiseen vaikuttavana tekijänä. Tämän luvun aluksi määritellään mitä pääomasijoittaminen tarkoittaa, mitä on buyout-sijoittaminen, minkälaista pääomasijoittaminen on Suomessa ja kuvataan pääomasijoitusrahaston perusrakennetta. Lisäksi tarkastellaan yrityksen kehitysvaihetta, kohdeyhtiön valintakriteerejä ja pääomasijoitusprosessia.

### 2.1 Pääomasijoittaminen yleisesti

Pääomasijoittaminen on mahdollistanut osaavien toimijoiden ja oikean toimintaympäristön avulla tuhansien teknologiayhtiöiden kasvun, laajenemisen ja ylipäättään selviämisen. Yhdysvalloista alun perin alkanut pääomasijoittaminen on muodostunut 1990-luvun lopulla tärkeäksi rahoituskanavaksi erityisesti innovaatioihin perustuville kehityshankkeille ja uusille teknologiayrityksille. (Lauriala 2004, 14.) Varsinaisesti ensimmäinen private equity-yritys American Research on perustettu vuonna 1946 (Hidén & Tähtinen 205, 17).

Pääomamarkkinoiden kehitystä Suomessa on vauhdittanut rakennemuutos, sillä suomalaisten yritysten rakenne ja toimintaympäristö on muuttunut suuresti viimeisen vuosikymmenen aikana. Perinteisestä tuotantoteollisuudesta siirtyminen korkean teknologian teollisuuteen sekä yritystoiminnan suosion kasvu yhdistettynä kansainvälistymiseen ovat aiheuttaneet pääomahuollolle haasteita. Rahoitusmuotona pääomasijoittaminen onkin vastannut tutkimus- ja tuotekehitysorientoituneen yhteiskunnan kysyntään. Pääomasijoittajan rooli on siis hyvin vanha ja yrittäjät ovat vuosikymmeniä kehittäneet liikeideoitaan, jot-

ka vaativat merkittäviä pääomia, mutta heillä ei ole ollut mahdollisuutta rahoittaa hankkeita. Monet yrittäjät rahoittavat yrityksiään pankkien avulla, mutta kaikilla ei ole siihen mahdollisuutta vakuuspulan, negatiivisen kassavirran tai muiden epävarmuuksien vuoksi. Näin ollen pääomasijoittajat ovat olleet vaihtoehtoinen ratkaisu korkean riskin, mutta potentiaalisesti korkean tuoton hankkeisiin. (Lauriala 2004, 15-21.) Pääomasijoittamisesta onkin tullut yhä merkittävämpi osa maailmanlaajuisia rahoitusmarkkinoita (Nama & Lowe 2014, 287). Pääomasijoittamista voidaan siis pitää rahoitusmuotona, jonka odotetaan esimerkiksi edesauttavan yrityksen menestymiseen epävarmoissakin olosuhteissa.

Pääomasijoittaminen voidaan yksinkertaisimmillaan määritellä suhteellisen lyhytaikaisten sijoitusten toteuttamiseksi pääasiallisesti listaamattomiin yrityksiin (Hidén & Tähtinen 2005, 15). Suomen kielessä ei ole paljoa pääomasijoittamiseen liittyvää sanastoa ja tämän vuoksi alalle on vakiintunut oma englanninkieltä mukaileva ammattisanastonsa (Lauriala 2004, 19). Pääomasijoittamisella on muutamia vakiintuneita englannin kielen vastineita, kuten *private equity*, *venture capital* ja *buyout*. Private equity viittaa listaamattomiin yrityksiin tehtäviin sijoituksiin ja usein viitattaessa suuremman kokoluokan sijoituksiin. Venture Capital ja buyout ovat osa private equitya ja buyout-markkinoilla tehdyt investoinnit luetaan myös venture capital -sijoituksiksi (kuvio 2). (Klein, Chapman & Mondelli (2013); Talmor & Vasvari 2011, 29; Hidén & Tähtinen 2005, 15.)



KUVIO 2 Pääomasijoittamisen käsitteet (mukaillen Hidén & Tähtinen 2005, 16)

Venture capital nimitystä käytetään, kun viitataan sijoituksiin, jotka tehdään tyypillisesti kehitysvaiheessa oleviin nuoriin yrityksiin. Yrityksillä on yleensä lyhyt historia ja tämän vuoksi niiden arvo on vaikeasti arvioitavissa. Toisin kuin buyout-sijoituksissa, venture capital-sijoituksissa pääomasijoittajat omistavat vähemmistöosuuden kohdeyrityksistä. (Talmor & Vasvari 2011, 29; Hidén & Tähtinen 2005, 15; Pajarinen, Rouvinen & Ylhäinen 2016, 8.) Wrightin ja Robbien (1998) mukaan venture capital määritellään tyypillisesti pääomasijoittajan pitkäaikaiseksi riskisijoitukseksi uuteen yritykseen, mistä ensisijaisena palkkiona on mahdollinen myyntivoitto. Venture capitalista voidaan erottaa vielä joko

osana tai erillisenä seed capital eli siemenrahoitus, jolla tarkoitetaan sijoituksia käynnistysvaiheessa oleviin yrityksiin (Hidén & Tähtinen 2005, 15; Pajarinen ym. 2016, 8). Tässä pro gradussa keskitytään lähinnä yrityksen kasvuvaiheen rahoittamiseen eli buyout-sijoittamiseen, jonka tyypilliset sijoituskohteet ovat vakiintuneita ja kypsiä yrityksiä (Talmor & Vasvari 2011, 29). Buyout-sijoittamiseen perehdytään tarkemmin luvussa 2.2.

Pääomasijoittamista voidaan nykyisin pitää yhtenä tärkeimmistä yritysrahoituksen muodoista, jolla on havaittavissa selkeästi oman toimialan ominaisuuksia. Pääomasijoitustoimiala muodostuu monista ammattilaisista, jotka työskentelevät pääomarahastoissa tai niitä palvelevissa organisaatioissa. Pääomasijoittajilla on monia eri rooleja, kuten pitää yhteyttä omiin sijoittajiinsa ja etsiä sijoitusehdotuksia, joita he saavat potentiaalisilta kohdeyrityksiltä sekä hallinnoida kohdeyhtiöihin tehtäviä sijoituksia ja irtaantua niistä. (Lauriala 2004, 13-14.) Baumin ja Silvermanin (2004) mukaan pääomasijoittajat vaikuttavat toimimalla eräänlaisina kykyjenmetsästäjinä, jotka kykenevät tunnistamaan tulevaisuuden potentiaalin ja valmentajina, jotka voivat auttaa sen toteuttamisessa. Pääomasijoittajan tarkoituksena ei ole kuitenkaan jäädä pysyvästi kohdeyhtiön osakkaaksi, vaan pyrkimyksenä on irtautua sijoituksesta voitolla, asetettujen päämäärien mukaan (Hidén & Tähtinen 2005, 16).

Lyhyesti sanottuna pääomasijoittajan tärkein tavoite on saada sijoituksestaan voittoa. Kohdeyrityksen näkökulmasta pääomasijoituksen tarkoituksena voi olla esimerkiksi rahoituksen saaminen tuotteiden tai tekniikoiden kehittämiseen, yrityksen käyttöpääoman lisääminen tai vaihtoehtoisesti omistuksen ja liikkeenjohdon uudelleenjärjestelyiden rahoittaminen. Pääomasijoittajan toivotaan kohdeyrityksen näkökulmasta tuovan rahoituksen lisäksi lisäarvoa muun muassa budjetointiin, hallitustyöskentelyyn, toimialatuntemukseen ja kehitystrategioiden luomiseen. Pääomasijoittajan myötä myös kohdeyrityksen uskottavuus muihin sidosryhmiin nähden usein paranee ja näin ollen myös lainarahoituksen saamisen mahdollisuus voi kasvaa. (Hidén & Tähtinen 2005, 16-17.)

Osakesijoitukset ja pääoma- ja vaihtovelkakirjalainat ovat tyypillisimpiä pääomasijoitusinstrumentteja. Oman sektorinsa muodostavat mezzanine- eli välirahoitusinstrumentit, joissa yhdistyy oman ja vieraan pääoman instrumenttien ominaisuuksia. Myös yksityishenkilö voi olla sijoittaja, mutta taloudellisesti isoimmat sijoitukset tekevät institutionaaliset sijoittajat (eläke- ja vakuutusyhtiöt) sekä julkiset toimijat, rahastot ja suuret yritykset ja niiden sijoitusyhtiöt. (Hidén & Tähtinen 2005, 17-19.) Ammattimaisesta yksityisestä riskirahoittajasta on kysymys silloin, kun sijoittajalla on laaja, yleensä noin parinkymmenen sijoituksen portfolio tai tavoitteena on rakentaa sellainen. Ammattimainen sijoittaja on usein kärsimättömämpi ja vaatii nopeammin muutosta, mikä saattaa usein jopa pelastaa yrityksen ja säästää aikaa ja rahaa. (Lainema 2011, 56-58.)

Pääomasijoittaminen eroaa muusta arvopapereihin kohdistuvasta sijoittamisesta siten, että ensinnäkin pääomasijoittaja on aktiivinen osallistumaan sijoituskohteen neuvotteluun, identifiointiin, sijoituksen strukturointiin ja seurantaan sijoituksen jälkeen. Monesti pääomasijoittaja on yhtiön hallituksen jäsen tai taloudellinen neuvonantaja ja sitä kautta osallistuu yhtiön toimintaan.



Näin ollen pääomasijoittaminen erottuu muusta oman pääoman ja vieraan pääoman sijoittamisesta, jossa sijoitustoiminta rajoittuu lähinnä osto- ja myyntitiheksen valintaan. Toisena erottavana tekijänä voidaan pitää pääomasijoituksen määräaikaaisuutta, sillä sijoitukset tehdään aina ennalta arvioiduksi ajaksi. Tänä aikana odotetaan, että sijoituksen arvo kasvaa merkittävästi. Kolmas erottava tekijä on kohdeyhtiöltä ostettavien arvopapereiden rajoitettu likviditeetti, eli pääomasijoittaja tekee sijoituksensa yleensä noteeraamattoman yhtiön osakkeisiin. Pääomasijoittajilla on yleisesti myös huomattavasti suuremmat tuottovaatimukset, kuin esimerkiksi osakemarkkinoilla yleensä. He perustelevat korkeaa tuottovaatimusta yleensä pääomasijoitusten korkealla riskillä, likviditeetin puutteella ja lisäarvolla. (Lauriala 2004, 22-24, 67-68.)

## 2.2 Buyout-sijoitustoiminta

Buyout-markkinoilla tapahtuvat sijoitukset kohdistuvat muun muassa yritysostoihin ja toimintansa vakiinnuttaneiden yritysten laajennushankkeisiin ja yritysten tervehdyttämiseen. Buyout-markkinoilla olevat sijoituskohteet ovat jo valmiiksi kassavirtapositivisia yrityksiä. (Lauriala, 2004, 20.) Kellyn (2012) mukaan esimerkiksi venture capitalin ja buyoutin välillä on suuria eroavaisuuksia. Venture capital -sijoittaminen tapahtuu yleensä aloittaville korkean kasvupotentiaalin omaaville yrityksille. Buyout-sijoittamisessa yritykset puolestaan ostetaan, uudistetaan, nostetaan yrityksen arvoa ja myydään myöhemmin.

Buyout-sijoittamisen muotoja on olemassa useampia, kuten leveraged buyout-sijoittaminen (LBO), secondary buyout-sijoittaminen (SBO) ja management buyout (MBO) sijoittaminen. Buyout-sijoittamisessa sijoittajat sijoittavat omaa pääomaa kohdeyrityksiin ja hyödyntävät lisäksi velkarahoitusta. Oman pääoman määrä vaihtelee huomattavasti olosuhteiden ja rahoittajien mukaan. Pääomaprosentti on tyypillisesti 30 % liikevaihdon kokonaisarvosta, mutta voi vaihdella alle viidestä prosentista yli 50 prosenttiin. Buyout-sijoittajat sijoittavat tyypillisesti kypsän vaiheen yrityksiin, jotka ovat jo valmiiksi kassavirtapositivisia ja vakiintuneita yrityksiä ja näin ollen epävarmuus niihin liittyen on pienempi, kuin esimerkiksi venture capital- sijoituksissa. Buyout-rahastot harjoittavat monenlaisia strategioita, mutta yksi keskeinen piirre on, että ne pyrkivät yleensä enemmistöosakkuuksiin kohdeyrityksissään, jolloin vaikutusvalta kohdeyrityksessä on suurempi. (Talmor & Vasvari 2011, 28-29; Lauriala 2004, 20.)

Leveraged buyout (LBO) tarkoittaa yrityskauppaa, joka on rahoitettu suurimmaksi osaksi velkarahalla. Tämä mahdollistaa yrityskaupan tekemisen vähemmällä omalla pääomalla. Hyvällä velkarahalla ostetulla yrityksellä on tasaiset kassavirrat, joiden avulla voidaan maksaa osa syntyneestä velasta ja siihen liittyvistä koroista. (Pignataro 2014, 3-4.)

Yritysosto eli management buyout (MBO) on buyout-sijoittamisen muoto, jossa kohdeyhtiön toimiva johto ja pääomasijoittajat ostavat osittain lainarahoituksella kohdeyhtiön tai kohdeyhtiön liiketoimintayksikön sen entiseltä omistajilta tai emoyhtiöltä (Hidén & Tähtinen 2015, 218). Toimivalla johdolla on huo-

mattava etu yritysostossa, sillä heillä on jo käsitys yrityksen toiminnasta ja mahdollinen visio sen kehittämistä arvokkaammaksi (Talmor & Vasvari 2011, 271).

Secondary buyoutilla tarkoitetaan puolestaan liiketoimea, jossa nykyinen pääomasijoitusyritys myi osuutensa kohdeyrityksestä toiselle pääomasijoitusyritykselle. Kohdeyrityksen johtoryhmä voi pysyä samana tai siihen voi tulla yksittäisiä muutoksia. (Hinchliffe & Yates 2010, 5.)

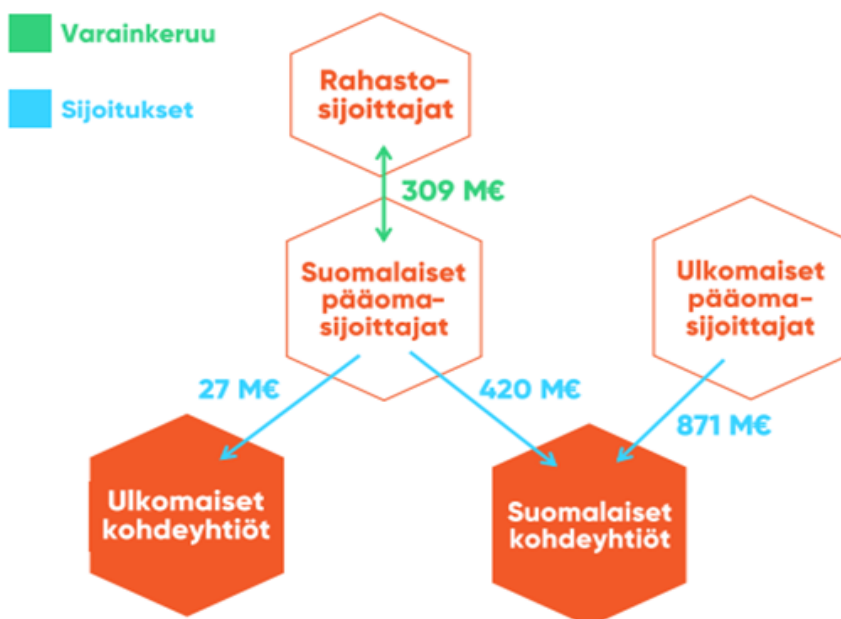
## 2.3 Pääomasijoittaminen Suomessa

Suomessa pääomasijoituksia tekevät pääomasijoitusyhtiöt ja niin sanotut bisnesenkelit (PWC 2006). Pääomasijoitustoimintaa harjoitetaan Suomessa monessa erilaisessa organisaatiossa. Laajasti tarkasteltuna pääomasijoittajiksi voidaan luokitella pankkien ja vakuutusyhtiöiden pääomasijoitusyksikköjen lisäksi myös isojen yritysten pääomasijoitusyksiköt. Lisäksi on olemassa yksityisiä pääomasijoitusrahastojen hallinnointiyhtiöitä, joissa sijoitusjohtajat ja osakkaat hallinnoivat rahastojen sijoituksia. (Lauriala 2004, 32.)

Laurialan (2004, 19) mukaan varsinkin maallikoiden keskuudessa ammatinomainen rahastomuotoinen pääomasijoittaminen kuitenkin sekoitetaan Suomessa usein ns. bisnesenkeli-toimintaan tai muuhun arvopaperisijoittamiseen. Bisnesenkeleiksi nimitetään yleensä kohdeyrityksiin suoria sijoituksia tekevät yksityishenkilöt (Hidén & Tähtinen 2005, 30). Nämä varakkaat yksityishenkilöt sijoittavat yleensä pienempiä summia alkuvaiheen yrityksiin yksin tai yhdessä muiden yksityisten riskisijoittajien kanssa (Lainema 2011, 49). Fairchildin (2011) tutkimuksen mukaan on syytä olettaa, että pääomasijoittajalla ja bisnesenkellillä on erilaiset taloudelliset- ja käyttäytymismallit. Pääomasijoittajalla nähdään myös suurempi lisäarvoa tuottava kyky, kuin bisnesenkellillä. Bisnesenkeleillä on myös taipumus epävirallisempaan kumppanuuteen yrittäjien kanssa luottamuksen ja empatian pohjalta, kun taas verrataan pääomasijoittajien ja yrittäjien välistä muodollisempaa ja kaukaisempaa suhdetta. (Fairchild 2011.)

Vuonna 2018 suomalaiset venture capital ja buyout-sijoittajat sijoittivat kaikkiaan 271 kotimaiseen ja ulkomaiseen kasvuyritykseen yhteensä 583 miljoonaa euroa. Lisäksi ulkomaiset pääomasijoitusyhtiöt sijoittivat yhteensä 974 miljoonaa euroa 43 suomalaiseen yritykseen. (Pääomasijoittajat ry 2019 e.)

Pelkästään suomalaiset buyout-sijoittajat sijoittivat vuonna 2018 kaikkiaan 89 kotimaiseen ja ulkomaiseen kasvuyritykseen yhteensä 447 miljoonaa euroa, josta suomalaisten kohdeyritysten osuus oli 420 miljoonaa euroa (kuviot 3). Suomalaiset buyout-rahastot keräsivät uusia sijoitettavia varoja yhteensä 309 miljoonaa euroa. Suomalaiset pääomasijoittajat irtautuivat 40 kohdeyrityksestä ja yleisin irtautumistapa oli kohdeyrityksen myynti toiselle pääomasijoittajalle. (Pääomasijoittajat ry 2019 a.)



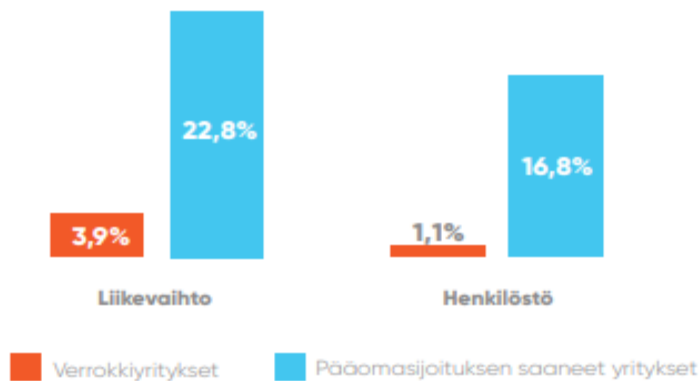
KUVIO 3 Suomalaisten buyout-sijoitukset vuonna 2018 (Pääomasijoittajat ry 2019 a)

Suomessa kasvun esteinä pidetään etenkin riskien välttämistä ja heikkoa kansainvälisyyttä ja tästä johtuvaa globaalien yritysten suppeaa määrää. Pääomasijoittajien tehtävänä onkin edesauttaa suomalaisten yritysten kasvupotentiaalin esiintuomista, kasvun vauhdittamista sekä toimialojen uudistamista. Näin ollen pääomasijoittajat mahdollistavat suomalaisten yritysten menestymisen globaaleilla markkinoilla. (Pääomasijoittajat ry 2019 c.)

Seuraavissa alaluvuissa käsitellään pääomasijoitusyhtiöitä ja pääomarahastoja. Hinchliffen ja Yatesin (2010, 8) mukaan pääomasijoitusyrityksen ja pääomarahaston käsitteet eroavat toisistaan siten, että pääomasijoitusyhtiö on ikään kuin sijoituspäällikkö, joka kerää sijoitettavaa pääomaa, tyypillisesti pääomarahastojen muodossa. Pääomasijoitusyritykset voivat hallinnoida myös useita eri pääomasijoitusrahastoja.

### 2.3.1 Pääomasijoitusyhtiöt

Pääomasijoitusyhtiöt perustavat pääomasijoitusrahastoja, joihin institutionaaliset sijoittajat, kuten eläke- ja vakuutusyhtiöt sijoittavat varojaan. Pääomasijoitusyhtiön tehtävänä on tarjota sijoitusneuvontaa, hallinnoida varoja ja seurata rahaston sijoituksia. (Talmor & Vasvari 2011, 23.) Pääomasijoittajien yhdistyksen tutkimuksen mukaan yritysten liikevaihdon kasvu on kuusi kertaa nopeampaa silloin, kun pääomasijoittajat ovat omistamassa kohdeyrityksiä. Vaikutukset ylettyvät myös henkilöstömäärän kasvuun, sillä pääomasijoittajien omistamien yritysten henkilöstö on kasvanut keskimäärin noin 15-kertaa nopeammin kuin vastaavat verrokkiyhtiöt (kuvio 4). (Pääomasijoittajat ry 2019 c.)



KUVIO 4 Pääomasijoitettujen kohdeyritysten kolmen vuoden keskimääräinen vuosikasvu 2010-2017 (Pääomasijoittajat ry 2019 c)

Kuvio 4 havainnollistaa hyvin sen, että miten suuri merkitys pääomasijoittamisella voi olla yrityksen kasvuun ja sitä kautta myös henkilöstömäärän lisääntymiseen. Tutkimuksessa tarkasteltiin sekä venture capital-sijoituksia, että buyout-sijoituksia. Tietoja on kerätty vuosien 2010-2017 aikana ja kuvio havainnollistaa nimenomaan kolmen vuoden keskimääräistä vuosikasvua. Pääomasijoittajat ry:n (2019 c) mukaan siitä huolimatta, että kasvuluvut ovat hyvät, Suomessa rahastosijoittajien monimuotoisuus on liian vähäistä. Lisäksi hyvistä kasvuluvuista huolimatta ulkomaisten sijoittajien osuus saisi olla suurempi, kun se on Suomessa noin 30% ja esimerkiksi Ruotsissa se on jopa 80%.

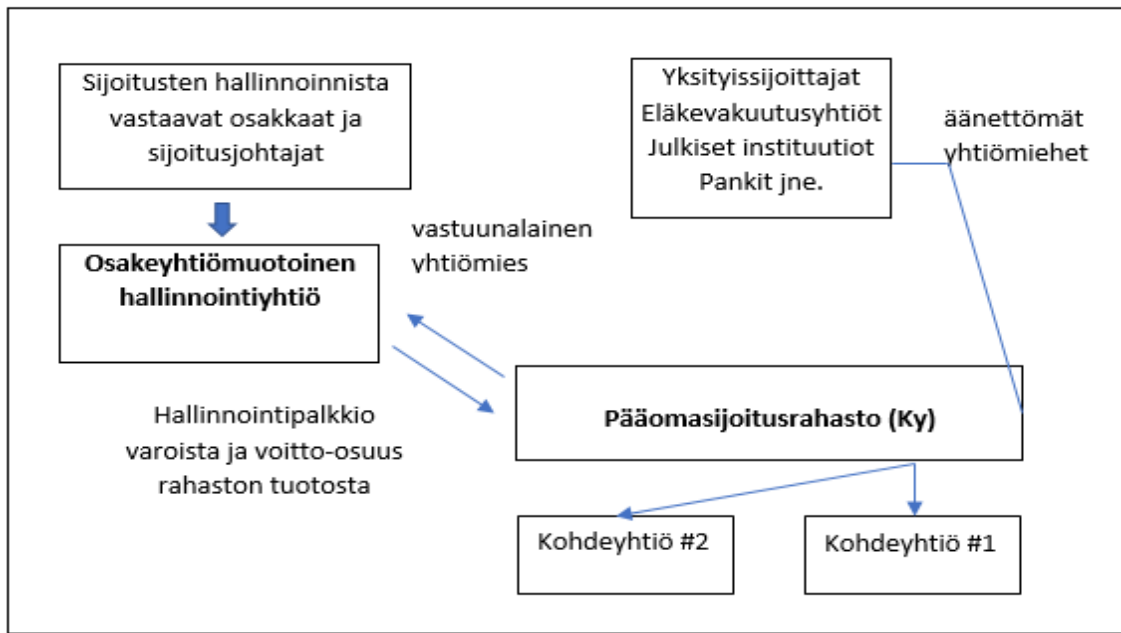
Suomessa pääomasijoitusrahastojen sijoituksista noin kolmasosa on suomalaisilta työeläkeyhteisöiltä. Työeläkeyhtiöt vaikuttavat sijoitustoiminnalla saatavilla tuloilla siten myös Suomen työeläkejärjestelmän vakauteen ja kestävyteen. Pääomasijoitusala on Suomessa vaikuttava ala myös siksi, että pääomasijoittajat luovat uusia työpaikkoja yhdessä yrittäjien kanssa, kehittävät yrittäjäyritysrakenteita sekä kaupallistavat suomalaisia innovaatioita. Vuonna 2019 pääomasijoittajien salkuissa oli noin 600 suomalaista listaamatonta yritystä ja kohdeyrityksissä Suomessa työskenteli noin 81 000 työntekijää, mikä vastaa noin kuutta prosenttia yksityisen sektorin henkilöstöstä. Lisäksi kaikkien kohdeyritysten liikevaihto oli yhteensä noin 21 miljardia euroa, mikä on noin kuusi prosenttia kotimaisten yritysten liikevaihdosta. (Pääomasijoittajat ry 2019 c.)

Suomen Pääomasijoitusyhdistyksellä on tällä hetkellä (09/2019) 66 varsinaista jäsentä, joihin kuuluu pääomasijoittajat ja pääomasijoitusrahastoihin sijoittavat sijoittajat. Buyout-sijoittajia näistä on 33 yritystä ja loput 33 yritystä on venture capital sijoittajia. Liitännäisjäseniä eli muita pääomasijoitustoimialalla toimivia tahoja on 36 yritystä. Nämä yritykset ovat esimerkiksi asianajotoimistoja ja tilintarkastusyhteisöjä. Omasta taseesta pääomasijoituksia tekeviä yhtiöitä on Suomessa puolestaan tällä hetkellä ainoastaan yksi. (Pääomasijoittajat ry 2019 d.)

### 2.3.2 Pääomasijoitusrahastot

Pääomasijoitusrahastoilla on ollut ja on todennäköisesti tulevaisuudessakin iso merkitys suomalaisten yritysten menestystarinoiden luomisessa. Pääomasijoitusmarkkinat ovat kasvaneet vuosi vuodelta tarjoten monille startupeille ja kasvuyrityksille mahdollisuudet kehittyä ja kasvaa. (Pääomasijoittajat ry 2019 c.) Buyout-rahastojen ja venture capital-rahastojen sijoitusstrategiat ovat erilaisia, sillä buyout-sijoituksia tehdään yleensä vakiintuneisiin ja kypsiin yrityksiin ja pääomarahoituksen lisäksi käytetään velkavipua. Ne ovat myös usein kooltaan isompia, kuin venture capital-rahastot. Venture capital-rahastot puolestaan keskittyvät pääasiassa startup-yrityksiin ja nuoriin ja kasvaviin yrityksiin, jotka eivät käytä velkarahoitusta rahoittaessa kohdeyrityksiä. (Talmor & Vasvari 2011, 4.)

Maailmanlaajuisesti pääomarahastot hallinnoivat noin biljoona dollaria pääomaa. Lähes kaikki pääomasijoitusrahastot toimivat kommandiittiyhtiömuodossa ja pääomasijoitusyhtiöt toimivat osakeyhtiömuodossa rahastojen yleisinä kumppaneina. (Metrick & Yasuda 2010.) Suomessakin pääomasijoitusrahasto koostuu perusmuodossaan osakeyhtiömuotoisesta hallinnointiyhtiöstä ja kommandiittiyhtiömuotoisesta määräaikaisesta rahastosta (kuvio 5). Kommandiittiyhtiömuodon lisäksi on olemassa erilaisia sopimusjärjestelyjä paikkaamassa lainsäädännön aukkoja ja täten kommandiittiyhtiöön käytetään avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiön lain (AKL) säädöksiä. Kommandiittiyhtiömuodossa on vähintään yksi vastuunalainen yhtiömies, joka vastaa yhtiön velvoitteista täysimääräisesti. Äänettömän yhtiömiehen vastuu rajoittuu yhtiöön sijoittamansa pääomapanoksen määrään. (Lauriala 2004, 33-39.) Kommandiittiyhtiömuoto mahdollistaa yhtiömiesten joustavan keskinäisen sopimisen ja lisäksi sen, että sijoitettava pääoma ei odota tarpeettomasti lopullista sijoitusta rahaston hallussa. Toinen tärkeä seikka kommandiittiyhtiömuodon valitsemiseen on se, että rahaston tuotto jakaantuu verotettavaksi yhtiömiehille, sillä kommandiittiyhtiömuoto ei ole itsenäinen verotussubjekti. Sijoittajan kannalta oleellinen seikka yhtiömuodon valinnasta on se, että hallinnointiyhtiöllä on rahaston velvoitteista rajoittamaton vastuu, kun taas sijoittajien vastuu kohdistuu ainoastaan rahastoon sijoitettuun summaan. (Hidén & Tähtinen 2005, 40-41.)



KUVIO 5 Pääomasijoitusrahaston perusrakenne (Lauriala 2004, 34)

Osakeyhtiömuotoisen hallinnointiyhtiön tarkoituksena on toimia rahaston vastuunalaisena yhtiömiehenä ja vastaavasti muiden sijoittajien äänettöminä yhtiömiehinä. Käytännössä hallinnointiyhtiön henkilöstö valmistelee ja toteuttaa rahaston sijoitusesitykset sen jälkeen, kun sijoitusneuvosto on hyväksynyt esitykset. Sijoittajat toimivat rahastossa äänettöminä yhtiömiehinä ja tuovat 99% rahastoon sijoitetusta pääomasta. Hallinnointiyhtiö tuo puolestaan prosentin rahaston pääomasta toimiessaan vastuunalaisena yhtiömiehenä. Hallinnointiyhtiö sijoittaa rahastojen varoja kohdeyritysten vähemmistöosakkuuksiin ja on sijoituksen tehtyään aktiivisesti mukana kohdeyrityksen liiketoiminnan kehittämisessä. (Lauriala 2004, 33-34.)

Kaiken kaikkiaan pääomasijoitusrahastojen edustajilla on yhä tärkeämpi rooli rahoituksen välittämisen lisäksi hallituksen jäsenenä, neuvonantajina ja ylipäätään päivittäisessä päätöksenteossa (Metrick & Yasuda 2010). Merkittävimpänä erona rahaston ja hallinnointiyhtiön välillä voidaan pitää niiden suhtautumista sijoituskohteen liiketoimintaan. Pääomasijoitusrahastolla on passiivisen osakkeenomistajan rooli ja puolestaan hallinnointiyhtiö osallistuu kohdeyrityksen liiketoiminnan kehittämiseen aktiivisesti esimerkiksi osallistumalla hallitustyöskentelyyn. Pääomasijoittajan pyrkimyksenä onkin tukea ja nopeuttaa omalla osaamisella liiketoiminnan kasvua ja kehitystä, kunnes kohdeyritystä irtaudutaan tai se pääteetään likvidoida. (Lauriala 2004, 34.) Hallinnointiyhtiöt etsivät yhä enemmän sijoituksia myös ulkomailta muun muassa pääomasijoitusalan kansainvälistymisen ja lisääntyvän kilpailun vuoksi. Hallinnointiyhtiöiden pyrkimyksenä on lisätä tunnettua ulkomailla ja kerätä ulkomaisten sijoittajien varoja hallinnoitavaksi. (Hidén & Tähtinen 2005, 46.)

Kommandiittiyhtiönä toimiva sijoitusrahasto kerää varansa yleensä tietyltä joukolta sijoittajia ja jakaa sijoituksilla saadut voitot hallinnointiyhtiön ja rahaston sijoittajien kesken. Pääomasijoitusrahaston elinaika on useimmiten 10

vuotta, johon liittyy tavallisesti 1-2 vuoden optio jatkaa rahaston toimintaa. Rahasto puretaan määräajan jälkeen, ellei sen toimintaa jatketa. Vastuunalaiset yhtiömiehet saavat rahaston tuotosta yleensä 15-25 prosenttia voitonjakosopimuksen mukaan. He saavat lisäksi vuosittaista hallinnointipalkkiota 1,5-2,5 prosenttia, jonka sijoittajat heille maksavat. Vastaavasti äänettömät yhtiömiehet saavat pääomavoitoista 75-85% ja alkupääoman palautuksen. (Lauriala 2004, 35-36.)

## 2.4 Yrityksen kehitysvaihe

Ammattimaiset pääomasijoittajat sijoittavat aina elinkaaren eri kehitystasolla oleviin noteeraamattomiin yhtiöihin. Pääomasijoitusta tarvitseva yritys on perinteisesti alkava yritys, joka työllistää alkuvaiheessa mahdollisesti vain perustajansa. Rahoitusta tarvitaan yritystoiminnan aloittamiseen sekä tutkimus- ja kehitystyöhön. Yhtiötä ei tarvitse välttämättä olla perustettuna, sillä pääomasijoitusyhtiö voi sijoittaa yritykseen, jolla on vasta alustava konsepti. Toisaalta pääomasijoittajat voivat sijoittaa kansainvälistymiskehityksensä alkuvaiheessa olevaan yritykseen tai yritykseen, joka on käynnistämässä myyntiä tai markkinointiin liittyvää toimintaansa. Myöhemmässä kehitysvaiheessa olevat yritykset puolestaan saattavat tarvita pääomaa kasvun ja laajenemisen mahdollistaakseen. (Lauriala 2004, 25.) Pääomasijoittajat ovatkin usein keskittyneet sijoittamaan tietyn kehitysvaiheen yrityksiin, jolloin aikaisemmista sijoituskohteista saatu osaaminen ja kokemus voidaan käyttää hyödyksi ja muodostaa tietyn kehitysvaiheen sijoitusstrategia. Tässä tutkimuksessa mukana olevat pääomasijoittajat ovat keskittyneet sijoittamaan pääasiassa liiketoimintansa vakiinnuttaneisiin kasvuyrityksiin.

Yrityksen kehitysvaiheita on yleensä kolmesta kymmeneen riippuen elinkaariteoriamallista. Joka tapauksessa perusolettama on se, että yritys käy useita eri kehitysvaiheita läpi olemassaolonsa aikana. Laurialan (2004, 28) ja pääomasijoittajat ry:n (2019 a) mukaan yrityksellä on seitsemän eri kehitysvaihetta, jotka ovat määritelty alla olevassa taulukossa 1.

TAULUKKO 1 Kohdeyrityksen kehitysvaiheet (mukaillen Lauriala 2004, 28; Pääomasijoittajat ry 2019 a)

	KEHITYSVAIHEET
<b>VENTURE CAPITAL-SIJOITUKSET</b>	Siemenvaihe
	Käynnistysvaihe
	Aikainen kasvu, Nopea kasvu
	Siirtymävaihe
<b>BUYOUT-SIJOITUKSET</b>	Myöhempi kasvu
	Tervehdyttäminen
	Toimivan johdon yritysosto (MBO) ja ulkopuolisen ryhmän yritysosto (MBI)

Pääomasijoittaminen pitää sisällään laajimmin määriteltynä siemenvaiheen sijoitukset, käynnistys- ja kasvuvaiheen sijoitukset, siirtymävaiheen sijoitukset, tervehdyttämisen ja yritysostot. (Lauriala 2004, 28) Yrityksen kehitysvaiheet pääomasijoittamisessa ovat usein myös kuvattuna lyhyemmin, kuten Jengin ja Wellsin (2000) mukaan pääomasijoittaminen (venture capital) sisältää ainoastaan siemen-, käynnistys- ja laajennusvaiheen investoinnit ja varhaisvaiheessa on vain siemen- ja käynnistysinvestointeja. Venture capital-sijoitukset kohdistuvat pääasiassa alkuvaiheen yrityksiin ja siihen lukeutuu kehitysvaiheista siemenvaihe, käynnistysvaihe, aikainen- ja nopea kasvuvaihe sekä siirtymävaihe. Buyout-sijoitukset puolestaan kohdistuvat pääasiassa vakiintuneisiin ja kypsiin kohdeyrityksiin ja kehitysvaiheisiin lukeutuu myöhempi kasvu, tervehdyttäminen ja toimivan johdon yritysosto (MBO) ja ulkopuolisen ryhmän yritysosto (MBI).

Siemenrahoitus annetaan yritykselle ennen varsinaista liiketoiminnan alkamista ja varoja käytetään tyypillisesti tuotekehityksen rahoittamiseen ja ideoiden kaupallisen potentiaalin arvioimiseen. Käynnistysinvestoinnit puolestaan kohdistuvat yrityksiin, jotka ovat ylittäneet aloitusvaiheen ja ovat valmiita tuottamaan, markkinoimaan ja myymään tuotteitaan. Tässä vaiheessa yritykset käyttävät yleensä enemmän rahaa, kuin mitä saavat. Investointeja joko siementai käynnistysvaiheeseen kutsutaan myös yksinkertaisesti alkuvaiheen investoinneiksi. Laajentumisvaiheessa oleva yritys tarvitsee usein ylimääräistä pääomaa valmistus- ja jakelukapasiteetin kasvun rahoittamiseksi. (Jeng & Wells 2000.)

Aikaisessa kasvuvaiheessa rahoitusta annetaan tuotekehityksessään onnistuneelle yritykselle tuotannon ja myynnin lopulliseen kaupallistamiseen. Tässä vaiheessa yritys ei vielä pääsääntöisesti tuota voittoa. Nopeassa kasvuvaiheessa rahoitetaan vielä mahdollisesti tappiollista toimintaa tuottavaa kasvavaa yritys-



tä markkinointiin ja tuotteen jatkokehittämiseen. Rahoituksen kohteena voi olla myös käyttöpääoman lisääminen. Siirtymävaiheessa puolestaan annetaan tilapäistä rahoitusta yritykselle, jonka osakkeet noteerataan lyhyen ajan kuluessa julkisilla markkinoilla. (Lauriala 2004, 28.)

Buyout-markkinoilla olevat sijoituskohteet ovat jo valmiiksi kassavirtaposiitiivisia yrityksiä. Näin ollen myöhemmän kasvun vaiheessa rahoitusta annetaan toimintansa jo vakiinnuttaneisiin yrityksiin. Tervehdyttämisvaiheessa elvytetään rahoitusvaikeuksissa olevaa yritystä siten, että yritys kykenisi tuottamaan vastaedes voittoa. Toimivan johdon yritysosto (MBO, Management Buy Out) on rahoitus, jonka avulla yrityksen johto ja sijoittajat ostavat yrityksen tai tuotantolinjan. Puolestaan ulkopuolisen ryhmän yritysosto (MBI, Management Buy In) on rahoitus, jonka avulla yrityksen ulkopuoliset henkilöt ostavat yrityksen ja aloittavat toiminnan ostetun yrityksen johdossa. (Lauriala 2004, 20, 28.)

Yrityksen eri kehitysvaiheet eivät välttämättä toimi aikajärjestyksessä, sillä jotkut yritykset siirtyvät nopeasti esimerkiksi käynnistysvaiheesta yritysostoon. Toiset yritykset voivat myös välttää laajentumasta ja pysytellä vakiintuneessa vaiheessa. Ymmärtämällä missä vaiheessa elinkaarta yritys on, voi auttaa ennakkoimaan tulevia haasteita ja tekemään hyviä liiketoimintapäätöksiä. (Zahorsky 2018.)

Kallungin ja Silvolan (2008, 76) tutkimuksen mukaan esimerkiksi sisäisten laskentajärjestelmien käyttö on erilaista organisaation elinkaaren eri vaiheissa, koska erilaisia järjestelmiä tarvitaan eri vaiheissa. Yritysten tarve muodolliselle sisäisille laskenta- ja valvontajärjestelmille on huomattavasti suurempi myöhemmissä elinkaarivaiheissa, kuin alkuvaiheissa. Tähän tutkimukseen valittiin sellaisia kohdeyrityksiä, jotka ovat samassa kohtaa yrityksen elinkaarta eli kasvuvaiheessa. Näin ollen voitiin olla varmempia siitä, että talousjohtamisjärjestelmien käyttö olisi samalla tasolla.

## 2.5 Kohdeyhtiön valintakriteerit

Pääomasijoittajan sijoituspäätös koostuu monesta eri tekijästä, esimerkiksi yrityksen koko, kehitysvaihe ja ajoitus vaikuttavat sijoituspäätökseen (Pääomasijoittajat ry 2018). Lisäksi hinta vaikuttaa, sillä pääomasijoitusyritykset eivät halua maksaa esimerkiksi yritysostoista korkeita hintoja sen vuoksi, koska se vaikeuttaa korkeamman tuoton saavuttamisessa (Nama ja Lowe 2014). Lähtökohteisesti pääomasijoittajat ovat kiinnostuneita aloista, jotka ovat ikään kuin muros-vaiheessa. Mielenkiinto kohdistuu yritykseen, joka yrittää hyödyntää muros-ta kehittämällä markkinoille uutta liiketoimintaa. (Lauriala 2004, 22-24.)

Pääomasijoittajan mielenkiintoa lisääviä ominaisuuksia sijoitusta hakevalle yritykselle on yleensä selvä kasvupotentiaali, sitoutunut johto ja otollinen markkinatilanne. Myös esimerkiksi sukupolvenvaihdos ja omistuspuhjan muutokset voivat olla syynä pääomasijoituksen hakemiselle. (Pääomasijoittajat ry 2018.) Lisäksi esimerkiksi rahaston strategialla on yleensä suuri merkitys sijoituskohteiden etsinnässä (Nama ja Lowe 2014). Pääomasijoittajilla on tarkat va-

lintakriteerit ja ne sijoittavat vain sellaisiin kohdeyhtiöihin, jotka ovat pääomasijoittajien näkemysten mukaan kehityskelpoisia (Lauriala 2004, 29). Pääomasijoittajat eivät siis sijoita satunnaisesti, vaan ne tarkastelevat jatkuvasti markkinoita hyvien sijoitusmahdollisuuksien löytämiseksi (Muzyka, Birley & Leleux 1996).

Yrittäjän on tärkeää ymmärtää, millainen sijoitus on yrityksen kannalta paras ja toisaalta mikä on ylipäättään edes pääomasijoittajan näkökulmasta mahdollinen (Pääomasijoittajat ry 2018). Harva sijoituskohteista loppujen lopuksi täyttää pääomasijoittajien vaatimukset. Kaikki sijoituspäätökset arvioidaan erikseen jokaisen kohdeyhtiön osalta, eikä näin ollen voida esittää mitään yleispäteviä sijoituskriteerejä. (Lauriala 2004, 29.) Siitä huolimatta, että mitään yleispätevää luetteloa kohdeyhtiön valintakriteereistä ei ole, niin joitakin tekijöitä voidaan kuitenkin pitää edellytyksenä kohdeyhtiön rahoituksen saamiselle. Nämä tekijät Laurialan (2004, 29) ja Hinchliffen ja Yatesin (2010, 12) mukaan ovat:

- perustajaosakkaiden tausta ja kokemus
- kokenut ja sitoutunut johto
- kohdemarkkinat
- kohdeyhtiön teknologia
- markkinoiden ymmärtäminen ja liiketoimintasuunnitelma
- penetraatio eli markkinoille pääsy
- pääomamarkkinat ja suhdanteet
- mahdollisuus yrityksen arvon nostamiseen muutamassa vuodessa
- hyvä tuote/palvelu
- juokseva tuotto
- ennakoitavissa olevat exit-mahdollisuudet

Liiketoimintasuunnitelma on vaatimuksena kaikille pääomasijoituksille. Se on asiakirja, joka hahmottaa kohdeyrityksen strategiaa, keskeisiä tavoitteita ja kuinka ne saavutetaan, sekä lisäksi arvion tulevaisuuden näkymistä tietyllä toimialalla. Liiketoimintasuunnitelma on erittäin tärkeä sijoittajien sijoituspäätöksen kannalta ja tästä syystä johtoryhmän tulee vakuuttaa liiketoiminnan sisältö oikeilla tiedoilla tehdyksi ja että asiakirjassa esitetyt mielipiteet ja oletukset ovat kohtuullisia. (Hinchliffe & Yates 2010, 12.) Liiketoimintasuunnitelmassa tulee osoittaa, että pääomasijoittajilla on mahdollisuus saada sijoituksilleen tuottoa, joka on tarpeeksi houkutteleva verrattuna muiden markkinoiden mahdollisuuksiin. Mitta, jonka avulla yleensä arvioidaan saavutettua tuottoa, on efektiivinen korko (IRR, Internal Rate of Return). (Hinchliffe & Yates 2010, 17-18.)

Kohdeyhtiöllä on paremmat mahdollisuudet saada tarvittava rahoitus, mikäli kohdeyrityksen johdolla ja omistajilla on jo entuudestaan kokemusta yritystoiminnan pyörittämisestä (Lauriala 2004, 31). Tavoitteiden ja strategian saavuttaminen riippuu suuresti myös johdon kyvystä toteuttaa ennalta määriteltä strategiaa. Liiketoimintasuunnitelmaan tulisi sisältyä johdon avainjäsenet,

heidän saavutuksensa ja kokemuksensa. Pääomasijoitusyritykset ovat yleensä erityisen kiinnostuneita toimitusjohtajan ja talousjohtajan kokemuksesta ja osaamisesta. (Hinchliffe & Yates 2010, 15.) Myös perustajaosakkailta tulee olla näyttöjä onnistumisista ja selkeä näkymä yrityksen tulevaisuuden suunnasta. Lisäksi kohdeyrityksen tulee arvioida tulevaisuuden haasteita ja miten niihin reagoidaan. Kohdeyrityksen johdon tulee olla myös sitoutunut hankkeeseen ja heillä on oltava tarvittavasti osaamista liiketoiminnan kehittämiseen (Lauriala 2004, 31). Pääomasijoitusyrityksillä on mahdollisuus tehdä muutoksia tai perustaa oma johtoryhmä osana kauppaa, mikäli johtoryhmää kohtaan ei löydy luottamusta (Hinchliffe & Yates 2010, 15).

Pääomasijoittajat keskittävät huomion yrityksen tiimin ja odottavat, että yrityksellä on käsitys tiimin vahvuuksista ja kehitystarpeista. Lisäksi pääomasijoittajaa kiinnostaa usein yrityksen kyvykkyys rekrytoida menestyviä työntekijöitä. Pääomasijoittamisessa myös henkilökemiat ovat tärkeässä roolissa, sillä hyvä ja toimiva suhde sijoittajan ja yrityksen johdon välillä on aina iso onnistunut pääomasijoitus. (Pääomasijoittajat ry 2018.) Fairchildin (2011) tutkimus osoittaa, että empatia ja luottamus ovat yhtä tärkeitä tekijöitä, kuin taloudelliset tekijät rahoittajan valinnassa.

Pääomasijoitusten koko ja rakenne riippuu paljon kohdeyrityksen toimialasta. Jokaisella toimialalla on tietyt ominaisuudet, joilla on vaikutusta kohdeyhtiölle asetettuihin tavoitteisiin ja yleisesti ottaen koko liiketoiminnan menestykseen. (Lauriala 2011, 31). Monet pääomasijoitusyhtiöt ovat kiinnostuneita tiettyjen alojen yrityksistä esimerkiksi kehittääkseen asiantuntemusta jotakin tiettyä hyväksi havaittua alaa kohtaan. Useimmiten pääomasijoittajilla on salkkunaan monien eri toimialojen yrityksiä ja salkkua laajennetaan houkuttelevilla yrityksillä eri toimialoilta. Pääomasijoittajat harkitsevat, kykeneekö yritys osoittamaan riittävän potentiaalin ja riittääkö kapasiteetti hahmotellun strategian toteuttamiseen. Pääomasijoittajia kiinnostaa myös taseen vahvuus, etenkin omistaako yritys merkittäviä käyttöomaisuushyödykkeitä. (Hinchliffe & Yates 2010, 14.)

Kohdeyhtiön sijoituspäätökseen vaikuttaa myös vähäriskinen ja kypsä teknologia. Kypsä teknologia antaa huomattavan kilpailuedun kustannussäästöjen myötä. Sitä ei voida kuitenkaan pitää tärkeämpänä kuin kohdeyhtiön johtoa tai kaupallista potentiaalia. Kohdeyhtiön tulee osoittaa, että ymmärtää kohdemarkkinat ja alalla vallitsevan kilpailutilanteen. Sijoituksen saamisen yksi edellytys on nimenomaan markkinoiden tunteminen. Sijoituksen saaminen korkealla arvostustasolla on sitä todennäköisempää, mitä korkeampitasoinen kohdeyhtiön liiketoimintasuunnitelma on. (Lauriala 2004, 31.) Näin ollen markkina-analyysin tuottaminen on erittäin tärkeää kaikille pääomasijoittajille, sillä houkuttelevat markkinat auttavat rakentamaan sijoituskohdetta. Markkina-analyysissä ennustetaan muun muassa markkinoiden kasvua ja markkinaosuutta ja arvio markkinoilla olevista kilpailijoista. Markkinoiden ennakkoidulla kasvulla tulee olemaan suora vaikutus sijoitusten tuottoon ja siksi niitä erityisesti tarkastellaan. (Hinchliffe & Yates 2010, 14.)

Monet yrittäjät ovat liian optimistisia tuotteiden markkinoille pääsystä ja usein tuotteen todellisen kysynnän ja potentiaalisen vasta loppukäyttäjän reaktio. Yleisesti mitä lähempänä yrittäjän tuotteet ovat penetraatiota eli markkinoille pääsyä, sitä vähäriskisempänä pääomasijoittaja pitää kohdeyhtiötä. Yleisesti sijoituskohteen ei tarvitse tuottaa voittoa, mutta sen sijaan yrityksellä tulee olla todisteita siitä, että tuotteella tai palvelulla on kiinnostusta ja kysyntää. Lisäksi yrityksellä tulisi olla näyttöä kaupallistamismallin toimivuudesta ja mahdollisesti kansainvälistymisen toimivuudesta. (Pääomasijoittajat ry 2018.) Pääomasijoittajien halukkuuteen tehdä uusia sijoituksia vaikuttaa julkisten pääomamarkkinoiden olosuhteet. Yleinen taloudellinen tilanne vaikuttaa sekä uusien rahastojen varojen keräämiseen sekä exit-tilanteisiin. Pääomasijoituksen saaminen kehittyvällekin yhtiölle voi olla haastavaa, mikäli listautumisia ei tapahdu. (Lauriala 2004, 31-32.)

Liiketoimintasuunnitelmassa on yleiskatsaus yrityksen tavoitestrategiasta, mukaan lukien tavoitteet, toteutus, lopullinen exit ja aikataulu. Irtautumisen ajoitus ja toteutustapa ovat erityisen tärkeitä pääomasijoittajille, koska ne vaikuttavat odotettuun tuottoon. Taloudelliset suunnitelmat sisältävät sekä historiallisen taloudellisen analyysin, että taloudelliset ennusteet tärkeimmistä oletuksista perusteluineen. Tiedot kattavat tuloslaskelmat, taseet ja kassavirrat tyypillisesti kolmen vuoden historiallisella ajanjaksolla ja enintään viiden vuoden ennustejaksolla. Taloudellisten tietojen tulee heijastaa johdon strategiaa ja tavoitteita, joten niiden on oltava johdonmukaisia muun liiketoimintasuunnitelman sisällön kanssa. Tälle taloudelliselle tiedolle on asetettu tiukka due diligence-tarkastus. Sijoittajia houkuttelevasti ennusteiden avulla, joista ilmenee esimerkiksi kannattavuuden kasvun trendi. Lisäksi tulee olla riittävä varmuus tulevasta liikevaihdosta. Liiketoimintasuunnitelmassa hahmotellaan myös nykyinen rahoitusrakenne ja tulevat rahoitustarpeet ja niiden suunniteltu käyttötarkoitus. Suunnitelman tulisi sisältää myös SWOT-analyysi, jossa arvioidaan yrityksen heikkouksia, vahvuuksia, mahdollisuuksia ja uhkia. Suunnitelmassa tulisi selittää yksityiskohtaisesti, kuinka heikkouksien ja uhkien riski ja vaikutus taloudellisiin ennusteisiin voidaan minimoida. (Hincliffe & Yates 2010, 16.)

Pääomasijoitukselta on yleisesti odotettavissa aina parempaa tuottoa kuin esimerkiksi kiinteistöihin tai arvopapereihin tehdyiltä sijoituksilta. Pääomasijoittajat ovat halukkaita sijoittamaan yrityksiin korkeista epävarmuustekijöistä huolimatta, kunhan etukäteen määritellyt sijoituskriteerit täyttyvät. (Lauriala 2004, 21-22.) Sijoituksen vastineeksi pääomasijoittaja saa osuuden yrityksen omistuksesta. Mikäli sijoituskierrroksia edellytetään useampi, yrittäjän omistusosuus vähenee entisestään. Yrittäjän on oltava valmis omistusosuuden pienentymisen lisäksi myös kehittämään yritystä yhdessä pääomasijoittajan kanssa. Pääomasijoittajan irtauduttua yrityksestä, yrittäjä saattaa myydä koko omistuksensa. Yrityksestä on siis oltava valmis luopumaan, mikäli uusi omistaja edellyttää sitä. Tavanomaisesti yrittäjä jää työskentelemään yritykseen ja monesti se on myös yrityskaupan edellytys. (Pääomasijoittajat ry 2018.) Korkean riskitason kompensationsa sijoittajat edellyttävät investoinneiltaan hyvää tuottoa. Tuotto-

vaatimus on 30-70 %:n välillä riippuen toimialan, suhdanteiden ja yhtiön kehitysvaiheen mukaan. (Lauriala 2004, 21-22.)

### 2.5.1 Arvonmäärittäminen LBO-mallinnuksella

Sijoituksia tehdessä otetaan huomioon myös monia muita seikkoja, kuten sijoituskohteen arvonmääritys. Sijoitusten onnistuminen on kaikkien pääomasijoittajien yksi tärkeimmistä tavoitteista ja sijoitusta voidaan pitää onnistuneena, kun sijoituksesta saatavat tuotot ovat odotusten mukaisella tasolla tai sen ylitse. Näin ollen on tärkeää käyttää yritysten arvonmääritysmenetelmiä hyvien sijoituskohteiden löytämiseksi.

LBO-mallinnus on eräänlainen kohdeyrityksen omistajia ja buyout-rahastoon sijoittaneita sijoittajia varten luotu arvonmääritysmalli. LBO-mallinnuksen tulee täyttää vähintään kaksi ehtoa; ensimmäisenä ehtona on, että sen tulee olla hyväksyttävä myyjälle ja toisena ehtona kaikkien oleellisten sijoittajien täytyy saada tarpeeksi tuottoja hallittavissa olevalla riskitasolla. Arvioidakseen edellä mainittujen ehtojen täyttyminen, otetaan huomioon ostohinta, kaupan rahoitusrakenne ja tuotto-odotukset. Jotta kaikki seikat voidaan ottaa huomioon ja rakentaa optimaalinen LBO-sopimus, luodaan LBO-mallinnus. (Talmor & Vasvari 2011, 283-285.)

LBO-mallinnus on yleensä excel-tiedosto, joka sisältää LBO-kauppaan asiainkuuluvat tiedot, oletukset ja päätökset. LBO-mallinnus on myös työkalu optimaalisen pääomasijoituksen rakentamiseksi antamalla käyttäjälle mahdollisuuden testata erilaisten päätösten ja oletusten vaikutuksia. Ilman LBO-mallinnusta olisi mahdotonta ymmärtää kaikkia päätöksiä ja oletuksia, jotka ovat välttämättömiä pääomasijoitus-sopimuksissa. Näin ollen LBO-mallintamista pidetään tärkeänä, vaikka se onkin vain työkalu. LBO-mallin kehittämisessä on kaksi päävaihetta: LBO-mallin rakentaminen ja valmiin mallin optimointi ja analysointi. LBO-mallin rakentamisvaiheessa luodaan pääomasijoitusta mallintava excel-tiedosto, joka pitää sisällään useita työvaiheita, esimerkiksi menneiden tilinpäätösten käsittelemisen ja niiden pohjustamisen asianmukaisella tavalla ja oleellisten laskelmien tekemisen. Tällöin pääomasijoitusyrityksellä on excel-tiedosto, joka laskee automaattisesti asiaankuuluvat oleelliset tuottomittaukset käytettävissä olevan tiedon, oletusten ja päätösten perusteella. Toisessa vaiheessa pääomasijoitusyritys optimoi ja analysoi rakennettua LBO-mallia, minkä avulla voidaan parantaa yrityksen tulosta ja optimoida kokonaiskaupan rakennetta. Tämä on moneen kertaan toistuva prosessi, jossa analysoidaan tuloksia esimerkiksi herkkyysoanalyysin avulla. LBO-malli sisältää monia eri päätöksiä, kuten ostohinnan, velkarakenteen ja oman pääoman rakenteen. Yksittäistä päätöstä ei voida näin ollen pitää oikeana tai vääränä. (Talmor & Vasvari 2011, 283-285.)

Yleinen LBO-malliin liittyvä arvonmäärittämismittari on sisäisen korkokannan menetelmä (IRR, The International Rate of Return), joka mittaa buyoutsijoituksesta saatua tuottoa huomioimalla rahan aika-arvon ja sijoittajien tuottovaatimuksen. Sisäinen korkokanta on helppo laskea käyttämällä apuna Excelin IRR-toimintoa. Sisäisen korkokannan menetelmä määritellään matemaatti-

sesti diskonttokorkona, jossa kassavirta tuottaa nettonykyarvon (NPV) nolla. (Talmor & Vasvari 2011, 43-273.)

## 2.6 Pääomasijoitusprosessi

Pääperiaatteena on, että pääomasijoittaja rakentaa yritykselle kasvustrategian, jotta yrityksen arvo nousisi. Alkuvaiheen yrityksillä apu on usein konkreettista, suuremmissa yrityksissä korostuu puolestaan enemmän strateginen apu. (Pääomasijoittajat ry 2018.) Rosensteinin (1988) mukaan pääomasijoittajilla on merkittävä rooli strategian muotoilussa ja toteutuksessa kohdeyhtiölleen. Tyypillisesti kasvustrategiaa rakennetaan yhden kasvuvaiheen ajan eli n. 3-7 vuotta. Alussa pääomasijoittaja varmistaa organisaation edellytykset strategian toteuttamiseen ja auttaa tarvittaessa myös työntekijöiden rekrytoinnissa, jotta yrityksessä olisi tarvittavaa osaamista toteuttaa uutta kasvustrategiaa. (Pääomasijoittajat ry 2018.)

Pääomasijoittajan suurimpana haasteena voidaan pitää sitä, että pääomasijoittaja osaa hinnoitella oikein potentiaalisen kohteen ja mahdollisiin epävarmuuksiin voidaan varautua sopimusjärjestelyillä. Erityisen tärkeää tämä on siksi, että jo tehdyn sijoituksen purkaminen on yleensä käytännössä mahdotonta, vaikka sijoituskohde ei miellytä. Näin ollen pääomasijoittaja pyrkii saamaan kohdeyrityksestä sijoitusprosessin aikana laajan kokonaiskuvan. Sijoitusprosessin aikana on saatava varmuus kohdeyrityksen innovaatiosta ja näihin liittyvästä potentiaalista, jotta sijoitukselle on olemassa potentiaaliset edellytykset. (Lauriala 2004, 51.) Alla olevassa kuviossa 6 on havainnollistettu pääomasijoitusprosessin eri vaiheet tiivistetysti sekä kohdeyhtiön, että pääomasijoittajan näkökulmasta.



KUVIO 6 Pääomasijoitusprosessin vaiheet (mukailten Lauriala 2004, 52; Talmor & Vasvari 2011, 97)

Useimmin rahoitusta hakeva yhtiö tekee aloituksen sijoituksen tekemisestä. Voi olla myös mahdollista, että pääomasijoittaja itse ehdottaa sijoitusta tai ehdotus voi tulla myös esimerkiksi yhteistyökumppanin kautta. (Hidén & Tähtinen 2005, 228.) Pääomasijoitusprosessi muodostuu pääomasijoittajan näkökulmasta ensinnäkin sijoituskohteiden hankinnasta, sijoituskohteiden arvioinnista ja liiketoimintasuunnitelman läpikäynnistä, joita käsiteltiin jo aikaisemmin luvuissa 2.4 ja 2.5 ja neuvotteluvaiheesta, jossa selvitetään kohdeyhtiön potentiaali, rahoitusrakenne ja neuvotellaan erinäisistä sijoituksiin liittyvistä ehdoista. Lisäksi pääomasijoitusprosessi muodostuu suunniteltujen sijoitusten toteuttamisesta, arvonluomisesta ja viimeisenä exitistä eli sijoituskohteista irtautumisesta. (Talmor & Vasvari 2011, 97; Lauriala 2004, 52.) Seuraavissa alaluvuissa käydään

yksityiskohtaisemmin läpi term sheetin, due diligencen, arvonluomisen, osakassopimuksen ja exitin perusteita.

### 2.6.1 Term Sheet

Pääomasijoittaja käy lopulliset rahoitusneuvottelut ns. *term sheetin* eli sijoitusten alustavien perusteiden pohjalta. Term sheet sisältää tiivistelmän rahoituksen ehdoista ja sitä pidetään esisopimukseen sitomattomana ja rinnastuvana dokumenttina, josta heijastuvat uuden pääomarakenteen linjat. Term sheetin avulla kuvataan siis sijoituksen pääehdot yleisellä tasolla ja tuodaan esille kaikki merkittävät taloudelliset ehdot sijoituksen kannalta, kuten sijoituksen jaksottuminen ja sijoitusinstrumentin rakenne. Näin ollen Term sheet täyttää kaksi tehtävää: tiivistää sijoituksen olennaiset taloudelliset ja juridiset edellytykset ja kvantifioi sijoituksen tai transaktion arvon. (Lauriala 2004, 53-54.)

### 2.6.2 Due diligence

Pääomasijoittamisen korkean riskitason vuoksi sijoittajat kartoittavat kohdeyhtiön riskit mahdollisimman laajasti ennen sijoituspäätöksen tekemistä. Sijoituspäätöstä valmisteleva sijoittaja ei voi ainoastaan turvautua rahoitusta hakevan yrityksen tarjoamaan informaatioon, joten sijoittaja tarvitsee mahdollisimman objektiivista tietoa kohdeyhtiöstä. (Lauriala 2004, 56.) Sijoituskohteeseen liittyvien riskien tarkastus ei ole kuitenkaan pelkästään sijoittajan intressien mukaista, vaan sitä voidaan pitää myös velvoitteena rahaston sijoittajia kohtaan (Hidén & Tähtinen 2005, 232).

Kaikkia pääomasijoitusprosesseja koskee ns. due diligence -tarkastus, jossa pääomasijoittaja pyrkii selvittämään sijoitukseen liittyviä riskejä (Hidén & Tähtinen 2005, 232). Due diligence toiminnan aikana pääomasijoittajat pyrkivät tunnistamaan myös mahdollisia kehittämisalueita, joissa ne voivat tuottaa lisäarvoa kohdeyritykselle (Nama ja Lowe 2014). Useimmiten tarkastus pitää sisällään taloudellisen financial due diligence -tarkastuksen ja oikeudellisen legal due diligence -tarkastuksen (Hidén & Tähtinen 2005, 232). Laajamittainen due diligence -prosessi onkin ehdoton, sillä luotettavaa julkista tietoa ei ole kohdeyhtiöstä muuten saatavilla ennen sijoitusehdotusta ja tarkastusprosessin aloittamista. Due diligencen avulla pyritään siis eliminoimaan informaation epäsymmetrisyydestä johtuvia virheinvestointeja. Due diligence -vaiheessa pääomasijoituksen toteutuminen on jo hyvin todennäköistä olettaen, että pääomasijoittajalle on annettu kohdeyhtiöstä oikeaa informaatiota. Kirjallisen due diligence -prosessin alkuvaiheessa päästäänkin yleensä jo term sheet- / aiesopimustasolle pääomasijoittajan ja kohdeyhtiön välillä. (Lauriala 2004, 57.) Aiesopimuksen tarkoituksena on asettaa neuvotteluille tietyt raamit ja samalla huomioida salassapitosopimus. Pääomasijoittaja tarvitsee kohdeyhtiöstä yksityiskohtaisia tietoja ja näin ollen pääomasijoittajan on varmistettava, ettei saatu tieto leviä esimerkiksi kilpailijoille. (Hidén & Tähtinen 2005, 234.)

Due diligence -tarkastuksen lähtökohtana on yrittäjän liiketoimintasuunnitelma ja muut yrityksestä pääomasijoittajalle annetut tiedot (Lauriala 2004, 56).



Rosensteinin (1988) mukaan liiketoimintasuunnitelma, joka on avaintekijä rahoituksen saamisessa, on samalla myös strategiaraportti, jota pääomasijoittajat käyttävät päätöksenteon tukena. Pääomasijoitusyritysten toimijat hyödyntävät sijoituspäätöksenteossa olennaisesti myös yritysten tilinpäätöstietoja (Nama ja Lowe 2014). Erityisesti myöhemmän vaiheen sijoituskohteista tilinpäätöstietoja on usein saatavilla usealta vuodelta, mikä helpottaa omalta osaltaan sijoituspäätösten tekemistä pääomasijoittajan näkökulmasta. Lauriala (2004) painottaa, että pääomasijoittajat saavat vuosittain satoja sijoitusehdotuksia ja näistä pitää valikoida keskimäärin yksi prosentti, joihin pääomasijoittaja sijoittaa varojaan. Sijoitusehdotuksista karsitaan ensimmäisenä ne, jotka ovat huonoja investointikohteita tai eivät ole sijoituskriteereiltään pääomasijoitusyhtiön määrittelemällä tasolla. (Lauriala 2004, 56.)

### **2.6.3 Arvon luominen**

Tärkeä osa pääomasijoitusprosessia on arvioida pääomasijoittajan kykyä lisätä arvoa kohdeyrityksille. Pääomasijoitusprosessissa arvonluomisella tarkoitetaan arvonluomissuunnitelman laatimista ja sen avulla tapahtuvaa arviointia pääomasijoittajan kyvystä luoda arvoa kohdeyrityksille. Arvonluomissuunnitelman tulee vastata kysymykseen, että miten pääomasijoittaja aikoo toteuttaa arvonluomisstrategiaa, jotta kohdeyrityksen arvo nousisi mahdollisimman paljon pääomasijoittajan omistuksen aikana. Pääomasijoittajien on tutkittava perusteellisesti kunkin sijoituskohteen odotukset arvonluonnin kannalta. Nämä arvonluonnin kriteerit voidaan jakaa kolmeen eri tekijään: käyttökäteen lisäämiseen, velkojen vähentämiseen ja voiton moninkertaistamiseen ilman riskiä. Pääomasijoittajan tulisi myös tunnistaa mahdolliset erot arvonluonnissa sijoituskohteen toimialan, liiketoimen koon ja käytettyjen yleisten strategioiden perusteella. Kehittääkseen ymmärrystä pääomasijoittajan kyvystä tuottaa arvoa kohdeyritykselle, tulee pääomasijoittajan tarkastella myös epäonnistuneita sijoituksia ja pohtia syitä epäonnistumiselle. (Talmor & Vasvari 2011, 98-99.)

### **2.6.4 Osakassopimus**

Due diligence -prosessin ja arvonluomissuunnitelman jälkeen tehdään osakassopimusluonnos ja myöhemmin allekirjoitetaan se, mikäli se vastaa molempien kohdeyrityksen ja pääomasijoittajan tarpeita. Osakassopimuksessa käsitellään mm. osakkeiden luovutusta ja osakkaiden oikeuksia ja päätöksentekoa. Osakassopimusta voidaan siis pitää ikään kuin välineenä, jolla pääomasijoittaja pyrkii varmistamaan sijoituksensa arvonnousun. Osakassopimuksen keskeinen lähtökohta on lyhytaikaiseksi tarkoitettu osakkuus. Tämä tulee ilmi osakassopimuksen määräyksissä eli ns. exit-lausekkeissa, joilla sovitaan osakkaiden irtautumismenetelmistä kohdeyrityksessä. (Hidén & Tähtinen 2005, 245, 250.)

## 2.6.5 Sijoituksista irtautuminen

Myyntivaihe on erittäin tärkeä pääomasijoitusprosessin vaihe, vaikka onnistuneen ja oikea-aikaisen irtautumisen varmistaminen on välillä vaikeaa. Toisinaan sanotaan, että pääomasijoittaja suunnittelee kohdeyrityksestä irtautumista jo ennen kuin se omistaa yhtiötä. Sijoitusten myyntimahdollisuudet ovatkin kriittinen osa potentiaalisten sijoituskohteiden arviointia jo ennen pääomasijoituspäätöstä. Pääomasijoittajien tulisi pitää exit eli sijoituksista irtautuminen mielessään koko due diligence -prosessin ajan, jotta irtautuminen mahdollistaisi mahdollisimman ison voiton pääomasijoittajalle. (Hinchliffe & Yates 2010, 362-363.) Pääomasijoittamisen voidaan sanoa onnistuneen, mikäli se päättyy irtautumiseen yrityksestä, sillä irtautumisen johdosta pääomasijoittajat saavat tuottoa sijoitukselleen (Pääomasijoittajat ry 2018). Largen ja Mueggen (2007) mukaan esimerkiksi pääomasijoitusyritysten sijoitetun pääoman tuottoprosentti on yksi sopiva mittari irtautumisen onnistumisen mittaamiseen. Irtautumisstrategiasta huolimatta laskentatoimella on myös merkittävä rooli. Arvonmäärityslaskelmia tehdään useimmiten useampia ja eri toimijat käyttävät tilinpäätöstietoja ja erilaisia laskennallisia käytäntöjä määrittääkseen yrityksen hinnan, irtautumisstrategian ja irtautumisajoituksen. (Nama ja Lowe 2014.)

Pääomasijoittajat pyrkivät ennen sijoituksen realisointia edistämään kohdeyhtiön arvonnousua erinäisillä tavoilla, esimerkiksi osallistumalla kohdeyrityksen hallituksen työskentelyyn, hankkimalla kontakteja ja antamalla mahdollisesti myös jatkorahoitusta. Lopulta pääomasijoittaja realisoii oletettavan arvonnousun ja irtaantuu sijoituksestaan. (Hidén & Tähtinen 2005, 16.) Useimmiten pääomasijoittajat irtaantuvat yrityksestä 3-7 vuoden kuluessa eli yhden strategisen kasvuvaiheen jälkeen. Sijoitusaika määräytyy tarkemmin markkinatilanteen sekä yrityksen arvon kasvattamisen ja kehityksen mukaan. (Pääomasijoittajat ry 2018.) Jotkin yritykset voivat myydä sijoituksensa jo aikaisessa vaiheessa houkuttelevan tarjouksen myötä (Nama ja Lowe 2014).

Sijoituksista irtautumistapa vaihtelee pääasiassa taloudellisten olosuhteiden mukaan (Talmor & Vasvari 2011, 327). Irtautuminen tapahtuu parhaimmassa tapauksessa kohdeyhtiön listautumisen myötä tai myymällä kohdeyhtiön osakkeet. Pahimmassa tapauksessa kohdeyhtiö puretaan tai se ajautuu konkurssiin. (Hidén & Tähtinen 2005, 16.) Talmorin ja Vasvarin (2011, 334) mukaan kolme merkittävintä kohdeyrityksestä irtautumistapaa ovat yrityskauppa, listautuminen pörssissä eli yhtiön osakkeiden tuominen julkisen kaupankäynnin kohteeksi tai niin sanottu secondary buyout.

Yrityskaupassa myydään koko osakepääoma tai kohdeyrityksen omaisuus toiselle yritykselle, joka on tyypillisesti samalta toimialalta (Talmor & Vasvari 2011, 327). Yrityskaupassa alkuperäinen yrittäjä, myyjä tai yhtiön johto voi myös ostaa yrityksen itselleen. Yleisesti yrityskaupassa myydään koko osakekanta ja ostaja pyrkii sitouttamaan yrityksen avainhenkilöt jatkamaan yrityksen toiminnassa uusien kannustimien avulla. (Pääomasijoittajat ry 2018.) Yleisin irtautumistapa on kohdeyrityksen myynti strategiselle sijoittajalle. Osake-myynnissä hankintayhtiö ostaa kaikki tai olennaisilta osiltaan kaikki kanta-

osakkeet kohdeyhtiöltä tietyllä hinnalla, tämän tyyppinen yrityskauppa on pääomasijoituksista yleisin irtautumismuoto. Omaisuuserien myynissä hankintayhtiö ostaa puolestaan vain joitakin yrityksen omaisuuseriä. (Talmor & Vasvari 2011, 327.)

Listautumisessa yhtiön osakkeet tuodaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi ja samassa yhteydessä yleisölle saatetaan tarjota merkittäväksi yhtiön uusia osakkeita tai myydä jo olemassa olevia osakkeita tai sekä uusia ja olemassa olevia. Kohdeyhtiön listautuminen vahvistaa pääomasijoittajalle melko varman tilaisuuden irtautua kohdeyrityksestä arvopaperimarkkinoiden kautta, vaikka pääomasijoittaja ei listautumisen yhteydessä myisikään omistusta kohdeyhtiöstä. (Hidén & Tähtinen 2005, 309.) Julkiseen ostotarjoukseen sisältyy noteeraus osakemarkkinoilla, kuten esimerkiksi Nasdaq Helsinki Suomessa. Talmorin ja Vasvarin (2011) mukaan listautumisannin toteuttavat yhtiöt toimittavat arvopaperimarkkinavalvontaviranomaisille lausunnon, joka pitää sisällään yleensä taloudelliset, hallinnolliset ja toiminnalliset tiedot yrityksestä. Listautumisannin järjestämistä pidetään yleensä näkyvimpänä irtautumisen muodoista ja tuottoisimpana pääomasijoitusrahastolle ja se on yleensä poistumiskannava hyvin kannattaville yrityksille. (Talmor & Vasvari 2011, 330.)

Secondary buyoutilla tarkoitetaan kohdeyritysten myyntiä pääomasijoittajalta toiselle, kuten tässä tutkimuksessa jo aiemminkin käsiteltiin. Alun perin secondary buyout oli harvinaista, koska kohdeyritystä ei haluttu myydä toiselle pääomasijoitusyhtiölle, mutta kuitenkin esimerkiksi vuonna 2018 yleisin irtautumistapa Suomessa oli kohdeyrityksen myynti toiselle pääomasijoittajalle. (Talmor & Vasvari 2011, 334; Pääomasijoittajat ry 2019 a.) Secondary-järjestely on mielenkiintoinen toimivan johdon kannalta, koska uuden pääomasijoittajan tarkoituksena on sitouttaa johto omistuksen kautta yhtiöön. Yhtiötä omistava johto voi näin ollen olla sekä myyjänä että ostajana. (Hidén & Tähtinen 2005, 313.)

Seuraavassa luvussa perehdytään lisäarvon määritelmään, lisäarvon luomiseen ja sen ilmenemismuotoihin pääomasijoitusyritysten kohdeyrityksissä.

### 3 LISÄARVO

Pääosin tutkimuksista käy ilmi, että pääomasijoittajien mukanaolo vaikuttaa kohdeyhtiöön positiivisesti ja tuottaa lisäarvoa. Pääomasijoittamisen hyöty muihin rahoitusmuotoihin nähden ovat pääomasijoittajan yritykseen tuoma osaaminen ja kontaktit sekä ammattilaisten neuvot yrityksen kasvattamiseen. Pääomasijoittajan tarkoituksena on kasvattaa yrityksen arvoa siten, että arvonnousulla on positiivisia vaikutuksia yhtiön kaikille osakkeenomistajille. Pääomasijoittajan vaikutus yrityksen kasvuun on siis sekä yrittäjän, että pääomasijoittajan etu, sillä se tekee yrityksestä arvokkaamman. (Pääomasijoittajat ry 2018.) Seuraavissa luvuissa käsitellään lisäarvon määritelmää, lisäarvon luomista ja lisäarvon ilmenemismuotoja. Lisäarvon ilmenemistä tarkastellaan lähinnä tässä tutkimuksessa jo aiemmin mainittujen kohdeyritysten talousjohtamiskäytäntöjen osalta.

#### 3.1 Lisäarvon määritelmä

Lisäarvona pidetään asiakkaan saamaa hyötyä maksamansa hinnan lisäksi, eli tässä tapauksessa kohdeyhtiön saamaa ns. ilmaista lisähyötyä pääomasijoittajan tekemästä sijoituksesta yhtiöön (Hesso 2012, 13). Maulan (2011, 15) mukaan lisäarvolla tarkoitetaan ei-rahallisia hyötyjä, joita pääomasijoittajat antavat kohdeyhtiölleen ennen kohdeyhtiöön sijoitusta ja sen jälkeen. Kirjallisuuden ja eri haastatteluiden perusteella on havaittu, että termi lisäarvo saattaa tarkoittaa eri asioita eri ihmisille ja sen merkitys yleensä muuttuu asiayhteyden mukaan (Dall'Olmo Riley, De Chernatony & Harris 2000).

Lisäarvo voidaan jakaa Luukkosen ja Maunulan (2007) mukaan kolmeen eri luokkaan: sijoituskohteiden seulontaan, kohdeyritysten valvontaan ja lisäarvopalveluihin. Sijoituskohteiden seulonta tehdään ennen sijoituspäätöstä ja sen tarkoituksena on auttaa etsimään potentiaalisia sijoituskohteita. Sijoituspäätösten jälkeen pääomasijoitusyritykset seuraavat kohdeyritysten toimintaa ja tekevät mahdollisia lisäsijoituksia, jos niille asetetut tavoitteet saavutetaan. Lopuksi

pääomasijoittajat tarjoavat kohdeyrityksilleen lisäpalveluita ja johdon tukea sellaisilla osa-alueilla, joilla yrityksillä puuttuu tarvittavaa osaamista. Kohdeyritykset saattavat tarvita tukea esimerkiksi strategiseen johtamiseen, markkinointipuoleen, taloudelliseen osaamiseen tai hallinnon asioihin.

Lisäarvon luominen alkaa jo due diligence -vaiheessa, jossa pääomasijoittaja pyrkii selvittämään sijoitukseen liittyviä riskejä. Tässä vaiheessa kohdeyhtiön perustajat ja johto ikään kuin pakonomaisesti joutuvat ajattelemaan tarkemmin kohdeyhtiön kasvusuunnitelmia sekä mahdollisia ongelmakohtia. Tämän jälkeen lisäarvoa luodaan neuvotteluiden ja sopimusten kautta aina irtautumiseen asti. (Lauriala 2004, 200.)

## 3.2 Lisäarvon luominen

Pääomasijoittajilla on usein monien vuosien kokemus pääomasijoittamisesta eri toimialoilla toimivista eri kokoisista kohdeyrityksistä ja näin ollen he pystyvät hyödyntämään aiempia sijoituskokemuksiaan. Pääomasijoittajien välillä on kuitenkin suuriakin eroja tuottaa lisäarvoa tuottavia toimintoja kohdeyhtiölleen. (Croce ym. 2013.) Kullakin pääomasijoitusyrityksellä on siis omat vahvuutensa sen suhteen, miten ne lisäävät lisäarvoa kohdeyrityksilleen (Nama ja Lowe 2014). Pääomasijoitusyhtiön osallistuminen kohdeyrityksen toimintaan merkitsee ikään kuin eräänlaista yrityksen uudelleen syntymistä. Pääomasijoitusyhtiön tarjoamat resurssit lisäävät jo olemassa olevaa toimintaa ja näin ollen auttavat kohdeyritystä määrittelemään uutta strategista käyttäytymismallia, jolla on pitkäaikaiset vaikutukset yrityksen toimintaan. Näin ollen voidaan olettaa, että kohdeyhtiö jatkaa toimintaa uuden strategian mukaan ja hyötyy toimintamallista vielä pääomasijoittajan kohdeyhtiöstä irtautumisen jälkeenkin. (Croce ym. 2013.) Large ja Muegge (2007) lisäävät, että strategioiden kehittäminen tuottaa kohdeyrityksille lisäarvoa, sillä pääomasijoittajat tarjoavat yritysjohtajille vahvan kokemuspohjan näkemyksiä toimivista strategiasuunnitelmista. Kaikki yritykset eivät toteuta kaikkia mahdollisia strategioita lisäarvon tuottamiseksi, vaan he keskittyvät muutamaan strategiaan. Pääomasijoitusyritykset hyödyntävät kohdeyhtiöiden tilinpäätöstietoja ehdottaakseen strategisia tai toiminnallisia muutoksia. Lisäksi pääomasijoittajat käyttävät tilinpäätöstietoja seurataksseen kohdeyritysten suoritusta. Monet pääomasijoitusyritykset käyttävät myös ammattimaisia laskentatyökaluja tunnistaakseen mahdollisuudet lisäarvon luomiseen ja strategioiden etenemisen seuraamiseen. (Nama ja Lowe 2014.)

Sapienzan (1992) tutkimuksen tulokset puoltavat sitä, että ensinnäkin pääomasijoittajan osallistuminen kohdeyhtiön toimintaan vaihtelee olosuhteiden mukaan, toisena tehokkaimmat pääomasijoittajat ylläpitävät avointa viestintää ja näin ollen samalla vähentävät konflikteja. Kolmantena lisäarvon tuottaminen on mahdollista kaikissa yrityksen eri vaiheissa. Kohdeyritysten kannalta kolme keskeistä havaintoa ovat seuraavat: pääomasijoittajat voivat lisätä yrityksen arvoa rahoituksen lisäksi, joten oikean pääomasijoittajan valitseminen alussa on tärkeää. Toisena viestintäkanavat ovat tärkeää pitää auki, parhaim-

man ei-rahallisen hyödyn lisäämiseksi. Kolmantena suuret innovaatioyritykset hyötyvät eniten pääomasijoittajien osallistumisesta yrityksen toimintaan. Aiemmat todisteet viittaavat siihen, että pääomasijoittajan osallistuminen varhaisessa vaiheessa on kriittisempää, kuin myöhäisemmän vaiheen sijoituksessa.

Manigart, Sapienza, & Vermeir, (1996) ajattelivat alun perin, että pääomasijoitusyhtiöt luovat eniten lisäarvoa sellaiselle kohdeyritykselle, jolla ei ole itsessään tarpeeksi resursseja liiketoiminnan pyörittämiseen tai jos yrityksellä on havaittuja liiketoimintariskejä. Tutkimustulosten mukaan vastoin odotuksia, pääomasijoittajat tuottivat lisäarvoa kohdeyritykselle eniten silloin, kun yritys toimii valmiiksi jo hyvin. Odotusten mukaisesti lisäarvoa luotiin myös silloin, kun kohdeyhtiön epävarmuus oli suuri, eli esimerkiksi alkuvaiheessa oleville ja innovaatioyrityksille. Tutkimustulosten mukaan ne pääomasijoitusyritykset, joilla oli kokemusta kohdeyrityksen päätoimialasta, tuottivat huomattavasti enemmän lisäarvoa kuin ne, joilla on vähemmän tietoa kohdeyhtiön päätoimialasta. Todisteita sille, että pääomasijoittamisesta olevasta kokemuksesta olisi ollut merkittävää vaikutusta lisäarvoon ei ollut havaittavissa. Toisaalta Meuleman ym. (2009) havaitsivat tutkimuksessaan, että mitä enemmän pääomasijoitusyrityksellä on kokemusta, sitä korkeampi esimerkiksi kasvuaste on buyoutsijoituksen saaneissa yrityksissä. Yleisesti ottaen tutkimustulosten mukaan lisäarvon muodostuminen liittyy vahvasti pääomasijoittajan käyttämään aikaan kutakin hanketta kohden, sekä pääomasijoittajan ja kohdeyrityksen toimitusjohtajan välisen vuorovaikutuksen määrään. (Manigart ym. 1996.)

### 3.3 Lisäarvon ilmeneminen

Pääomasijoittajat voivat luoda lisäarvoa kohdeyritykselle esimerkiksi liiketoimintastrategioiden luomiseen, hallitustyöskentelyyn, budjetointiin, organisaation rakenteeseen, johtamisjärjestelmiin ja toimialatuntemukseen (Hidén & Tähtinen 2005, 17). Pääomasijoittajan tuottamasta ei-rahallisesta lisäarvon luomisesta voidaan nähdä olevan hyötyä sekä pääomasijoittajalle että kohdeyritykselle. Pääomasijoittaja voi hyötyä lisäarvon luomisesta kohdeyritykselle muun muassa siten, että kohdeyrityksen arvo kasvaa tuotetun lisäarvon myötä. Esimerkiksi budjetointikäytäntöjen kehittämisellä voi olla huomattava vaikutus yrityksen tulokseen. Lisäksi yrityksen maine kasvaa hyvänä pääomasijoittajana, mikäli pääomasijoittaja pystyy antamaan kohdeyritykselle muutakin kuin rahoitusta. Seuraavaksi perehdytään lähemmin lisäarvon ilmenemismuotoihin talousjohtamiskäytäntöjen osalta.

#### Strateginen osallistuminen ja neuvonanto

Strateginen osallistuminen, kuten taloudellinen- ja liike-elämän neuvonta nähdään Manigartin ym. (1996) mukaan pääomasijoittajan tärkeimpänä roolina. Bertoni, Deschryvere ja Luukkonen (2013) lisäävät, että ammattimaiset pääomasijoittajat lisäävät suoraan lisäarvoa kohdeyrityksille valmentamalla niitä, eli

toisin sanoen tarjoamalla heille taloudellista, hallinnollista, strategia-, markkinointi- ja johtamistukea, mitä pidetään erityisen puutteellisena nuorissa innovatiivisissa yrityksissä. Tutkimusten mukaan pääomasijoittaja tuo myös ns. kypseen kohdeyritykseen uusia parempia näkökulmia neuvonantajan roolissa ulkopuolelta tulevana ihmisenä. Pääomasijoittajien asiantuntemus on lisäarvo, jolla on erityisen tärkeä rooli etenkin aloittavien yritysten tapauksessa, sillä tuotteen kehittäjällä ei välttämättä ole tarvittavia kykyjä myydä tuotetta tai johtaa yritystä. (Becsky-Nagy & Karaszi 2015.)

Tärkeä tapa, jolla pääomasijoittajat tarjoavat lisäarvoa niiden tarjoamien rahojen lisäksi, ovat niiden läheiset suhteet kohdeyrityksen johtajiin. Jotkin pääomasijoittajat osallistuvat syvällisesti kohdeyhtiöiden kehittämiseen ja toiset taas osallistuvat ainoastaan rahoittamalla kohdeyhtiön toimintaa tuottamatta sen kummemmin lisäarvoa. (Manigart ym. 1996.) Pääomasijoittajilla on siis erilaisia intressejä lisäarvon luomisen suhteen kohdeyrityksille. Jotkin pääomasijoitusyritykset ovat kiinnostuneita ainoastaan siitä, että miten paljon yrityksestä saadaan voittoa irtautumishetkellä, välittämättä ei-rahallisista hyödyistä kohdeyritykselle. Toiset pääomasijoitusyritykset puolestaan saattavat laatia jopa tarkkoja suunnitelmia lisäarvon luomiseksi kohdeyritykselle.

### Organisaatorakenne

Pääomasijoittajat vaikuttavat kohdeyritystensä organisaatorakenteeseen yleensä vähintään hallituksen kokoonpanon muutoksilla. Naman ja Lowen (2014, 294) mukaan uudelleenjärjestetyt johtoryhmissä ja menettelyissä ovat tapoja, joilla pääomasijoitusyhtiöt yrittävät lisätä kohdeyhtiön arvoa. Tämä toimii erityisesti silloin, kun kohdeyrityksen toiminta on havaittu tehottomaksi. Hidénin ja Tähtisen (2005) mukaan pääomasijoittajien osallistuminen kohdeyritystensä toimintaan vaihtelee, sillä jotkut pääomasijoittajat ovat aktiivisempia kuin toiset. Vaikka pääomasijoittaja ei osallistuisi aktiivisesti kohdeyritysten päivittäiseen liiketoimintaan, niin useimmiten pääomasijoittajan edustaja tai edustajat ovat nimettyinä kohdeyrityksen hallituksessa. Täten pääomasijoittaja voi vaikuttaa hallituksen kautta kohdeyrityksen päätöksentekoon ja pysyy ajan tasalla yrityksen liiketoiminnasta. (Hiden & Tähtinen 2005, 299-300.)

### Hallitustyöskentely

Pääomasijoittaminen monipuolistaa hallituksen jäsenten osaamista ja lisää hallitustyön merkitystä (Pääomasijoittajat ry 2018). Pääomasijoittajat painottavat usein sitä, että rahallisen hyödyn lisäksi sijoittajan mukaantulo mahdollistaa tehokkaamman hallitustyöskentelyn, rahoitusosaamisen, kontaktiverkon ja mahdollisten lisätietojen saamisen toimialasta (Hiden & Tähtinen 2005, 299). Friedin, Brutonin ja Hisrichin (1998) tutkimuksen tulokset puoltavat sitä, että pääomasijoitettujen yritysten hallitukset ovat aktiivisempia ja osallistuvat enemmän strategian muotoiluun ja kuin yrityksissä, joissa ei ole pääomasijoitta-

jaa. Sama tutkimustulos saadaan siitä huolimatta, että toimiala ja hallituksen koko pidetään vakiona.

### Palkitseminen

Pääomasijoittajat voivat tuottaa lisäarvoa vaikuttamalla kohdeyrityksen palkitsemiskäytäntöihin. Tutkimuksen mukaan pääomasijoitusyritykset voivat tuottaa lisäarvoa kehittämällä kohdeyrityksen palkitsemisjärjestelmiä, sillä monissa yrityksissä palkitsemisjärjestelmissä on havaittavissa puutteita. (Nama ja Lowe 2014.) Palkitsemisjärjestelmän puutteet taas mahdollisesti vaikuttavat pahimmassa tapauksessa henkilöstön työskentelymotivaation ja sitä kautta koko yrityksen tulokseen.

### Suoritusmittaus ja raportointi

Crocen ym. (2013) tutkimuksesta kävi ilmi, että pääomasijoittaminen on myös varsin hyvä keino eurooppalaisten yritysten suorituskyvyn parantamiseksi ja talousjärjestelmän tehokkuuden lisäämiseksi. Pääomasijoittajat eivät ainoastaan tarjoa taloudellisia resursseja, vaan ne myös edistävät yrityksen suorituskykyä tuottamalla lisäarvoa. Luukkosen ja Maunulan (2007) mukaan pääomasijoittajat luovat lisäarvoa sijoitusyrityksilleen myös valvonnan avulla. Yrityksessä tulee olla selkeä, ajantasainen ja yhdenmukainen raportointijärjestelmä, jotta voidaan seurata sijoituskohteen kehitystä ja ylipäätään yrityksen taloudellista tilaa (Pääomasijoittajat ry 2018).

### Budjetointi

Pääomasijoittajat voivat luoda kohdeyrityksilleen lisäarvoa myös budjetoinnin kehittämisen kautta. Budjetin laatiminen on yrityksille tärkeää muun muassa siksi, että voidaan ennustaa tulevaa ja seurata tavoitteiden saavuttamista talouden näkökulmasta tarkasteltuna. Budjetin avulla voidaan siis myös ohjata yritystä. Prokschin ym. (2016) tutkimus puoltaa sitä, että pääomasijoitusyritykset auttavat kohdeyrityksiä luomaan mahdollisimman realistisia budjetteja. Kustannusten leikkaaminen on myös yleinen pääomasijoitusyritysten tapa lisätä arvoa kohdeyrityksille. Pääomasijoitusyritykset tarkastelevat syvällisesti tuloslaskelmaa löytääkseen kustannusten säästämahdollisuuksia. Kustannusten leikkaaminen ei ole kuitenkaan helppoa, sillä kohdeyritykset ovat tottuneet työskentelemään tietyillä tavoilla useita vuosia. (Nama ja Lowe 2014.)

Seuraavassa luvussa käydään läpi tämän tutkimuksen tutkimus- ja tiedonkeruumenetelmä, aineistonhankintamenetelmä sekä tutkimustulosten analysointimenetelmä. Lisäksi otetaan kantaa tutkimuksen luotettavuuteen.



## 4 AINEISTO JA MENETELMÄ

Tämä luku koostuu pro gradun empiirisestä osuudesta. Luvun aluksi esitellään tutkimus- ja tiedonkeruumenetelmä, lisäksi perehdytään tutkimuksen aineistoon ja tutkimustulosten analysointitapoihin. Luvun lopuksi otetaan kantaa tutkimuksen luotettavuuteen reliabiliteetin ja luotettavuuden käsitteiden avulla.

### 4.1 Tutkimusmenetelmä

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan pääomasijoittajien vaikutusta kohdeyritystensä talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen. Lisäksi tutkitaan, luovatko pääomasijoittajat lisäarvoa kohdeyrityksilleen talousjohtamiskäytäntöjen kehittämisen myötä. Tutkimuksessa tarkastellaan myös, onko pääomasijoitusyrityksen koolla väliä talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen ja lisäarvon luomiseen. Tästä näkökulmasta pro gradu toteutettiin laadullisena case- eli tapaustutkimuksena, koska tarkoituksena on ymmärtää paremmin pääomasijoitusyritysten toimintaa kohdeyritysten talousjohtamiskäytäntöjen kehittämisen suhteen. Alasuutarin, Koskisen ja Peltosen (2005) mukaan laadulliset menetelmät ovat tärkeässä asemassa varsinkin yritystalouden ja liikkeenjohdon toimintojen kuvaamisessa. Monia johtamiseen, markkinoihin ja yritystalouteen liittyviä ilmiöitä tutkitaan perinteisen tilastometodin sijaan laadullisella menetelmällä ihmisten toiminnan kautta. Pääasiallisena tarkoituksena laadullisella otteella on ymmärtää paremmin yritysten toimintaa laadullista aineistoa erittelemällä, sen sijaan, että kontrolloidaan ja selitetään yritysten toimintaa. (Alasuutari ym. 2005, 15-16.)

Kvalitatiivisen eli laadullisen tutkimuksen määrittelemisen on Alasuutarin ym. (2005) mielestä hankalaa, sillä menetelmä viittaa käsitteen sijasta käytäntöön. Näin ollen ongelman ratkaisemiseksi laadullinen tutkimus määritellään usein kvantitatiivisen eli tilastollisen tutkimuksen vastakohtaksi. Tämän määritelmän mukaan laadullisen tutkimuksen tarkoituksena ei siis ole tuoda aineistoa numeeriseen muotoon. Laadullisella ja kvantitatiivisella tutkimuksella

on kuitenkin jonkin verran yhteisiä piirteitä, esimerkiksi edellytys havaintojen toistettavuudesta ja tulosten perusteleminen. Laadullista tutkimusta voidaan tehdä useista eri syistä, joskus syyt ovat lähinnä käytännöllisiä. Tilastollisten menetelmien käyttäminen useiden asioiden tutkimisessa ei olisi ekonomista tai riittävän luotettavaa. Laadullisen tutkimusotteen käyttäminen perustellaan toisinaan myös periaatteellisilla syillä. Kaikki tutkimukset tarvitsevat kysymyksen, joka on laadullisessa tutkimuksessa usein alussa yleispätevä ja kuvaileva. Myöhemmin tutkimuksen edetessä hypoteesin kehittymisen myötä muodostuu useampia tarkentavia kysymyksiä. (Alasuutari ym. 2005, 30-38.) Siitä huolimatta, että laadullisella tutkimuksella on tietyt ominaispiirteet, on syytä huomioida, että eri tutkijoilla on kuitenkin omia käytäntöjä toteuttaa tutkimusta.

Dulin ja Hakin (2008) mukaan case-tutkimukset ansaitsevat merkittävän roolin yritystutkimuksessa. Tapaustutkimuksen tutkimusstrategiaa voidaan käyttää käytännön liiketoimintaongelmien analysointiin ja ratkaisuun sekä liiketoiminnan teorioiden rakentamiseen ja testaamiseen. (Dul & Hak 2008, 3-4.) Tapaustutkimukselle on vaikea antaa yhtä tiettyä määritelmää, sillä tapaustutkimuksia tehdään monilla eri tieteenaloilla, useista eri lähtökohdista ja erilaisin tavoittein (Eriksson & Koistinen 2014, 4). Määritelmänsä mukaan tapaustutkimukselle on kuitenkin keskeistä tutkia yhtä tai muutamia tietyllä tarkoituksella valittuja tapauksia, joiden analysointi, määrittely ja ratkaisu on tutkimuksen tärkeimpiä tavoitteita. Näin ollen ei ole yhdentekevää, miten tapaustutkimuksen tapaukset valitaan ja perustellaan. Eri tutkijoilla on erilaisia kriteereitä sille, mikä tapaus voi olla. Oleellisena pidetään sitä, että tutkittava tapaus pystytään rajaamaan muusta kontekstista. Yleensä tapaus on yritys tai jokin yrityksen osa, kuten osasto tai tulosyksikkö. Tapaus voi olla mahdollisesti myös toiminnallinen, kuten jokin yrityksen prosessi tai rakenteellinen muutos. (Alasuutari ym. 2005, 154; Eriksson & Koistinen 2014, 4-5.) Dul ja Hak (2008) määrittelevät tapaustutkimuksen tutkimukseksi, jossa yksi tapaus (yksittäinen tapaustutkimus) tai pieni joukko tapauksia (vertaileva tapaustutkimus) valitaan niiden todellisessa kontekstissa ja näistä tapauksista saadut tulokset analysoidaan laadullisin menetelmin. Yksittäisessä tapaustutkimuksessa yksi esimerkki riittää tutkimuksen tavoitteen aikaansaamiseksi ja vertailevassa tapaustutkimuksessa tarvitaan tietoja kahdesta tai useammasta tapauksesta tutkimuksen tavoitteen saavuttamiseksi. (Dul & Hak 2008, 4.) Tässä tutkielmassa on mukana useampia tapauksia ja näin ollen tätä pro gradua lähestytään myös vertailevan tapaustutkimuksen avulla. Tämän tutkimuksen tarkasteltavina ja vertailtavina tapauksina pidetään pääomasijoittajien kohdeyritysten talousjohtamiskäytäntöjä ja ennen kaikkea sitä miten pääomasijoittajat ovat talousjohtamiskäytäntöjä kehittäneet toiminnallaan.

Erikssonin ja Koistisen (2014) mukaan tapauksen merkityksellisyys tutkimusasetelmassa erottaa tapaustutkimuksen muista tutkielmallisista toimintatavoista. Tapaustutkimusta on kuitenkin kritisoitu siitä, että erilaiset tapaustutkimukset saattavat poiketa toisistaan tieteenfilosofisten oletusten suhteen ja se puolestaan saattaa hankaloittaa tapaustutkimuksen hahmottamista. Useiden tutkijoiden mukaan tapaustutkimusta voidaan toisaalta pitää myös erityisen

hedelmällisenä sen vuoksi, että tutkijan ei tarvitse sitoutua vain yhteen tieteelliseen lähestymistapaan. (Eriksson & Koistinen 2014, 1.)

Yinin (2009) mukaan tapaustutkimus toteutetaan kuuden eri vaiheen mukaan. Ensimmäisenä tulee valita tutkimusmenetelmä ja miettiä tutkimuskysymykset, joiden avulla saadaan tutkittavalle ilmiölle vastaus. Tämän jälkeen suunnitellaan tutkimuksen toteuttamismenetelmät ja kehitetään teoriaa. Suunnitteluvaiheen jälkeen tehdään suunnitelma tutkimusaineiston keräämiselle ja seuraavassa vaiheessa kerätään aineisto ja luodaan tapaustutkimuksen tietokanta. Keskeisenä tavoitteena on kerätä tietoja ihmisten todellisista tapahtumista ja käyttäytymisestä. Tämän jälkeen analysoidaan aineistoa ja tutustutaan ”kilpaileviin” selityksiin. Tietojen analysointi koostuu todisteiden tutkimisesta, luokittelusta, taulukoista ja testauksesta. Tapaustutkimuksen analysointia voidaan pitää haasteellisena, koska eri tekniikoita analysoinnin tekemiseksi ei ole vielä määritelty kovin hyvin. Tämän vuoksi jokaisen tapaustutkimuksen analyysin tulisi noudattaa yleistä analyttistä strategiaa, jossa määritellään prioriteetit mitä analysoidaan ja miksi. Viimeisenä vaiheena esitellään tutkimuksen tulokset. Yinin mukaan tulisi määrittää yleisö ja esittää riittävästi todisteita lukijan pääsemiseksi omien johtopäätösten tekemiseen. (Yin 2009, 2-167.)

## 4.2 Tiedonkeruumenetelmä

Haastattelu- ja kirjalliset aineistot ovat tavanomaisimmin käytettyjä laadullisia aineistoja (Alasuutari ym. 2005, 157). Hirsjärven, Remeksen ja Sajavaaran (2009) mukaan haastattelun etuina muihin tiedonkeruumenetelmiin pidetään muun muassa joustavuutta aineistoa kerätessä. Lisäksi haastateltavalla on mahdollisuus kertoa asioista vapaasti ja toisaalta haastattelijalla on mahdollisuus syventää saatavia tietoja pyytämällä perusteluja ja esittämällä lisäkysymyksiä haastateltavalta. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2009, 204-205.)

Haastattelutyyppejä on useiden teorioiden mukaan kolme; strukturoitu haastattelu, syvähaastattelu ja puolistrukturoitu eli teemahaastattelu. Strukturoidulla haastattelulla tarkoitetaan haastattelua, jossa tutkija määrittelee kysymykset ja usein myös vastausvaihtoehdot. Syvähaastattelun tarkoituksena on puolestaan minimoida tutkijan vaikutus haastattelutilanteessa. Parhaimmillaan syvähaastattelu etenee niin, että haastateltava muodostaa vastaukset omin sanoin ja määrittelee kysymykset oman ajattelutavan mukaan. Teemahaastattelussa, joka valittiin tämän tutkimuksen tiedonhankintamenetelmäksi, tutkija laatii kysymykset, mutta haastateltava saa vastata niihin vapaasti omin sanoin ilman minkäänlaisia vastausvaihtoehtoja. Joissakin tapauksissa haastateltava voi esittää myös uusia kysymyksiä. (Alasuutari ym. 2005, 104.) Sarajärven ja Tuomen (2009, 75) mukaan teemahaastattelua voidaan pitää avoimuutensa puolesta jopa lähellä syvähaastattelua, joka taas on täysin avoin eli strukturoimaton. Teemahaastattelu etenee etukäteen valittujen keskeisten teemojen ja niitä täydentävien kysymysten avulla. Ennakkoon valitut teemat pohjautuvat tutkittavasta ilmiöstä ennakkoon tiedettyihin seikkoihin eli tutkimuksen viiteke-

hykseen (Sarajarvi & Tuomi 2009, 75.) Tämän tutkimuksen tiedonhankintamenetelmäksi valittiin teemahaastattelut, koska ensinnäkin haastattelujen avulla saatiin tarpeeksi syvällistä tietoa ja voitiin esittää tarvittaessa tarkentavia kysymyksiä tutkittavasta aiheesta. Toiseksi haastattelut etenivät loogisesti tiettyjen teemojen mukaan, jolloin voitiin varmistua siitä, että kaikkiin tutkimuskysymyksiin saatiin vastaukset ja tutkittavasta ilmiöstä saatiin mahdollisimman laaja kuvaus, unohtamatta mitään tärkeitä seikkoja. Aineiston luokittelu teemoihin auttoi myös hahmottamaan aineistosta helpommin vastuksia tutkimuskysymyksiin. Näin ollen teemahaastattelujen avulla voitiin muodostaa tutkimuksen tulokset ja johtopäätökset loogisesti.

### 4.3 Tutkimusaineisto

Tutkimuksen aineisto hankittiin haastattelemalla pääomasijoittajien kohdeyritysten talousjohtajia. Kaiken kaikkiaan haastatteluita tehtiin neljä kappaletta sellaisille yrityksille, joiden toiminnassa oli mukana suomalainen pääomasijoittaja. Pääomasijoitusyritysten kohdeyritykset valittiin siten, että yritykset olivat buyout-sijoituksen saaneita yrityksiä, samalta toimialalta ja samaa kokoluokkaa. Lisäksi kriteerinä oli, että pääomasijoittaja on ollut kohdeyrityksessä mukana vähintään kahden vuoden ajan, jotta yritykselle oli ehtinyt muodostua kuva siitä, miten pääomasijoittaja oli vaikuttanut yritykseen. Tähän tutkimukseen haastateltavia valittiin pääomasijoitusyritysten kohdeyrityksistä sen perusteella, ketkä osaavat vastata tätä aihepiiriä koskeviin kysymyksiin parhaiten. Kriteerinä oli, että haastateltavalla tulee olla yleistä tietoa pääomasijoittajasta ja tietämys pääomasijoittamisen vaikutuksista yritykseen. Näin ollen haastateltaviksi valittiin kohdeyritysten talousjohtajia.

Haastattelukysymyksiä ei testattu ennakoon, mutta niitä mietittiin monesta eri näkökulmasta tutkimuksen kannalta riittävän aineiston saavuttamiseksi. Pääomasijoittajille ja sijoituksen saaneille kohdeyrityksille lähetettiin aluksi sähköpostilla haastattelupyynnö, joka löytyy liitteestä 1. Haastattelupyynnön lähettämisen jälkeen haastateltaville soitettiin ja sovittiin haastattelu-aika. Haastattelut toteutettiin puhelinhaastatteluina, sillä haastattelijan ja haastateltavien välimatka oli suuri. Useiden haastateltavien mukaan puhelinhaastattelu oli hyvä vaihtoehto, sillä se oli heidän kannaltaan myös helpommin ja nopeammin toteutettavissa kiireen keskellä, kuin kasvokkain tapahtuva haastattelu. Puhelinhaastatteluja on kritisoitu sen vuoksi, että siinä keskustelun näkyvät vihjeet puuttuvat ja on vaikeaa tietää, onko haastattelukysymykset ymmärretty oikein. Hirsjärven ja Hurmeen (2008, 65) mukaan puhelinhaastatteluja voidaan silti pitää hyvänä vaihtoehtona puolistrukturoituja haastatteluja tehdessä, sillä puhelimitse on helpompi tavoittaa kiireisiä ja kaukana asuvia haastateltavia. Samalla voidaan säästää matkakustannuksissa, sillä puhelimen käytöstä aiheutuu vähemmän kuluja. Haastatteluteknikka eroaa kasvokkaisessa haastattelussa siten, että haastattelukysymykset ovat lyhyempiä ja haastattelijä puhuu hieman hitaammin. (Hirsjärvi & Hurme 2008, 64-65.)

Monesti ajatellaan, että haastattelu olisi helpompi toteuttaa, kun haastattelijalla ja haastateltavalla ovat fyysisesti samassa tilassa. Toteutettiinpa haastattelu esimerkiksi puhelimesta tai kasvokkain, haastattelun teema ja kysymykset ovat joka tapauksessa samat. Puhelinhaastattelussa onkin erityisen tärkeää kuunnella haastateltavaa tarkasti ja tulkita, onko kysymykset ymmärretty oikein ja tarvittaessa esittää tarkentavia kysymyksiä epäselvissä tilanteissa. Tätä tutkimusta varten haastattelujen ajankohdat saatiin sovittua nopeasti, koska puhelinhaastattelut ovat monesti nopeammin toteutettavissa, kuin perinteiset kasvokkain tapahtuvat haastattelut. Puhelinhaastattelut olivat hyvin toimivia, kun puhelinyhteydet toimivat moitteettomasti ja sekä haastateltava ja haastattelijat olivat varanneet riittävästi aikaa haastattelun tekemiselle. Haastattelijat ja haastateltavat myös keskustelivat sujuvasti, eikä päällekkäin puhumista tapahtunut.

Haastattelun aihe kerrottiin ennakoon haastateltaville. Haastattelut nauhoitettiin vastausten analysointia varten ja haastateltavilta kysyttiin ennakoon lupa nauhoittamista varten. Haastattelut toteutettiin vuoden 2019 syyslokakuussa ja haastattelut kestivät n. 30-45 minuuttia. Haastatteluissa käytiin kaikki haastattelijan ennalta määrittelemät kuusi teemaa (liite 2) ja lisäksi esitettiin haastateltaville tarkentavia kysymyksiä joihinkin aiheisiin liittyen. Kaikki haastattelut litteroitiin eli puhtaaksikirjoitettiin sanatarkasti parin päivän sisään haastatteluista. Alasuutarin ym. (2005, 318) mukaan litteraatio on työläs ja hidas vaihe, mutta mitä tarkemmin se on tehty, sitä luotettavampi aineisto on. Haastateltavilta kysyttiin tutkimuksen edetessä haastatteluiden jälkeen sähköpostitse vielä pari tarkentavaa kysymystä teemahaastattelussa esiin tulleisiin asioihin liittyen, jotka tutkija koki tarpeelliseksi tutkimuksen kannalta.

#### 4.4 Tutkimustulosten analysointi

Kvalitatiivisessa tutkimusmuodossa on useita eri tapoja aineiston analysointiin. Usein tavallisena menettelytapana pidetään aineiston analysointia samanaikaisesti aineiston hankinnan, tulkinnan ja raportoinnin kanssa. (Hirsjärvi & Hurme 2008, 135.) Tässä tutkimuksessa haastatteluista saatavalle aineistolle tehtiin sisällönanalyysi, jota voidaan käyttää kaikissa kvalitatiivisen tutkimuksen muodoissa. Useimmat eri nimillä kutsuttavat kvalitatiivisen tutkimuksen analyysimenetelmät perustuvat pohjimmiltaan jollain tavalla sisällönanalyysiin (Tuomi & Sarajärvi 2018, 104).

Sisällönanalyysi voidaan luokitella aineistolähtöiseen, teorialähtöiseen ja teoriaohjaavaan analyysiin. Aineistolähtöisen sisällönanalyysin tarkoituksena on aineiston redusointi eli pelkistäminen, klusterointi eli ryhmittely ja abstrahointi eli teoreettisten käsitteiden luominen. Teorialähtöinen sisällönanalyysi muodostetaan teorialähtöisesti ja tällöin aineiston luokittelu tehdään aikaisemman käsitejärjestelmän perusteella. Teoriaohjaava sisällönanalyysi etenee aineiston ehdoilla, kuten aineistolähteinen sisällönanalyysi, mutta teoreettiset käsitteet tuodaan valmiina. (Tuomi & Sarajärvi 2018, 121-133.)

Sisällönanalyysin tarkoituksena on järjestää aineisto selkeään ja tiivistettyyn muotoon, kadottamatta kuitenkaan tärkeää informaatiota. Aineistolähtöisessä sisällönanalyysissä pelkistämisen tarkoituksena on karsia aineistosta epäolennainen pois esimerkiksi tiivistämällä tai pilkkomalla aineisto osiin. Analysoitava tieto voi olla esimerkiksi auki kirjoitettu haastattelu, havainnointi tai dokumentti. Pelkistämisen jälkeen aineisto ryhmitellään, eli aineistosta erotetaan samankaltaisuuksia ja eroavaisuuksia kuvaavia käsitteitä. Samaa tapausta kuvaavat käsitteet ryhmitellään eri luokkiin ja muodostetaan eri alaluokkia. Aineiston ryhmittelyn jälkeen seuraa teoreettisten käsitteiden luominen eli käsitteellistäminen, jossa erotetaan tutkimuksen oleellinen informaatio ja muodostetaan valikoidun informaation perusteella teoreettisia käsitteitä. (Tuomi & Sarajärvi 2018, 122-125.)

Tässä tutkimuksessa käytettiin aineistolähtöistä sisällönanalyysiä, jossa literoitu tutkimusaineisto pilkottiin osiin ja karsittiin tutkimuksen kannalta epäolennaiset seikat pois. Tämän jälkeen tutkimusaineisto ryhmiteltiin eri teemoihin, eli miten pääomasijoittajat ovat vaikuttaneet kohdeyritysten laskentajärjestelmään, budjetointiin, palkitsemiseen ja niin edelleen. Sisällönanalyysin avulla löydettiin keskeisiä seikkoja pääomasijoitusyritysten vaikutuksista kohdeyrityksen talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen ja lisäarvon luomiseen.

## 4.5 Tutkimuksen luotettavuus

Tutkimuksen luotettavuutta tarkastellaan usein reliabiliteetin ja validiteetin käsitteillä, jotka ovat alun perin peräisin kvantitatiivisesta tutkimuksesta (Hirsjärvi & Hurme 2008, 186). Kvalitatiivisessa tutkimuksessa käsitteitä käytetään silloin, kun halutaan arvioida, voidaanko tutkimukseen tai siinä esitettyyn väitteeseen luottaa (Alasuutari ym. 2005, 25). Alasuutari ym. (2005) mukaan tutkimuksen ei saa kuitenkaan tähdätä liikaa virheettömyyteen, vaan tilaa pitää antaa viime kädessä uudelle tiedolle. Näin ollen validiteetille ja reliabiliteetille ei saa antaa tutkimuksessa liikaa painoa. Tutkimusmenetelmien tulee olla kuitenkin sellaisia, että ne eivät ole virheiden lähteitä. (Alasuutari ym. 2005, 253-254.)

Reliabiliteetilla tarkoitetaan tulosten toistettavuutta ja pysyvyyttä. Eli siis sitä, että samaa henkilöä tutkittaessa kahdesti saadaan sama tutkimustulos. Reliabiliteetti voidaan määritellä myös toisella tavalla siten, että tulosta voidaan pitää reliabiliteetina, mikäli kaksi arvioitsijaa saavat saman tuloksen. Kolmas tapa käsittää reliabiliteetti on se, että kahdella samansuuntaisella tutkimusmenetelmällä päädytään samaan tutkimustulokseen. (Hirsjärvi & Hurme 2008, 186.)

Validiteetilla tarkoitetaan sitä, että tutkimuksessa tutkitaan sitä, mitä on luvattu tutkia (Sarajärvi & Tuomi 2018, 160). Toisien sanoen validiteetin avulla voidaan ymmärtää sitä, missä määrin määrätty tulkinta ilmaisee kohdetta, johon on tarkoitus viitata. Validiteetilla on olemassa useita alalajeja ja ne voidaan luokitella yksinkertaisimmillaan ulkoiseen ja sisäiseen validiteettiin. Ulkoinen validiteetti tarkoittaa tulosten yleistettävyyttä, eli tulosten siirrettävyyttä mui-

hin samankaltaisiin tilanteisiin. Sisäisellä validiteetilla tarkoitetaan puolestaan käsitteiden ja tulkinnan virheettömyyttä, sisäistä loogisuutta ja ristiriidattomuutta. Validiteettitarkastelun tavoitteena on ehkäistä tilanteita, joissa uskotaan, että tulos on tosi, vaikka se ei todellisuudessa sitä olisikaan – tai päinvastoin. Tyypillisimmin validi tieto tarkoittaa käytännössä sitä, että tutkija näyttää toteen, että tutkimuksen löydöt eivät pohjaudu esimerkiksi epätyypillisissä tilanteissa tehtyihin väriin kysymyksiin tai havaintoihin. (Alasuutari ym. 2005, 254.)

Kvalitatiivisen tutkimuksen piirissä on jonkin verran kritisoitu validiteetin ja reliabiliteetti termien käyttöä, sillä ne ovat syntyneet alun perin kvantitatiivisen tutkimuksen käytössä ja ne vastaavat ensisijaisesti kvantitatiivisen tutkimuksen vaatimuksia. Kvalitatiivista tutkimusta ei voida kuitenkaan tehdä siten, että luotettavuuteen ei oteta lainkaan kantaa. (Tuomi & Sarajärvi 2018, 160.) Hirsjärven ja Hurmeen (2008, 189) mukaan lähimmäksi reliaabeliuden käsitettä päästään aineistoa kvalitatiivisesti analysoitaessa niillä alueilla, jotka liittyvät aineiston laatuun. Tällöin reliaabelius koskee enemmän tutkijan toimintaa kuin haastatteluista saatuja vastauksia ja niiden luotettavuutta. Reliaabelius koskee kvalitatiivisessa tutkimuksessa sitä, että onko esimerkiksi kaikki käytettävissä oleva tutkimusaineisto huomioitu, onko aineistoa riittävästi ja haastattelut litte-roitu asianmukaisesti. Lisäksi tutkimuksen laatua voidaan arvioida triangulaation keinoin eli tarkastelemalla ilmiöitä eri lähteiden avulla. (Hirsjärvi & Hurme 2008, 189.) Tässä tutkimuksessa luotettavuus varmistettiin ensinnäkin haastattele-malla sellaisia asiantuntijoita, joilta saatiin tutkimuksen kannalta asianmu-kaista ja luotettavaa tietoa. Tämän jälkeen haastatteluista saatu materiaali litte-roitiin sanatarkasti, jotta aineistoa olisi helppo käyttää ja virheiden määrä pys-tyttiin minimoimaan. Kaikki käytettävissä oleva tutkimusaineisto huomioitiin, ainoastaan tutkimuksen kannalta epäolennaiset tiedot jätettiin huomioimatta. Lisäksi tutkimuksen laatu varmistettiin triangulaation avulla, eli tutkimustu-loksia tarkasteltiin ja vertailtiin eri lähteiden ja eri tutkimusten avulla.

Laadullisiin tutkimuksiin kohdistuva yleisin kritiikki on tutkimusten pieni havaintomäärä, josta ei voi tehdä tarpeeksi luotettavia yleistyksiä. Tapauksia on normaalisti muutamia ja niitä käsitellään laadullisesti, sillä tällainen aineisto on kerätty tarkoitushakuisesti eikä satunnaistamalla. Syitä vähäisiin tapausmääriin on monia ja usein kysymys on tutkimuksen tavoitteista. Laadullista tutkimusta tehdäänkin usein siitä syystä, että pienestä tapausjoukosta voitaisiin hankkia mahdollisimman paljon tietoa. Toisena syynä voidaan pitää tutkimuksen kus-tannuksia, sillä laadullisessa tutkimuksessa kustannuksia tulee tapauksista huomattavasti enemmän, kuin lomakkeilla työskennellessä. (Alasuutari ym. 2005, 263-266.) Tässäkin laadullisessa tutkimuksessa tapauksia on muutamia ja aineisto on kerätty nimenomaan tietyillä ennalta määritellyillä kriteereillä tar-koitushakuisesti. Tarkoituksena onkin ollut hankkia pienestä tapausjoukosta mahdollisimman paljon tietoja, eikä varsinaisesti yleistää tutkimustuloksia.

Seuraavassa luvussa esitellään tutkimuksessa mukana olleet kohdeyrityk-set ja niiden pääomasijoitusyritykset. Luvussa esitellään lyhyesti myös haastat-

teluissa mukana olleiden kohdeyritysten talousjohtajien taustoja. Lisäksi luvussa tarkastellaan tutkimuksen tuloksia.



## 5 TUTKIMUKSEN TULOKSET

Tämän luvun alussa esitellään kohdeyritykset ja haastateltavat, sekä kuvaillaan lyhyesti minkä tyyppisiä kohdeyritysten pääomasijoitusyritykset ovat. Tämän jälkeen analysoidaan haastatteluista saatua materiaalia ja vastataan tutkimuksen alussa määriteltyihin tutkimuskysymyksiin. Tutkimustulokset ovat jaoteltu pienten pääomasijoitusyritysten vaikutuksista kohdeyrityksiin ja isojen pääomasijoitusyritysten vaikutuksista kohdeyrityksiin. Lisäksi luvun lopussa vertaillaan pieniä ja isoja pääomasijoittajia. Asiantuntijoilta eli tässä tutkimuksessa kohdeyritysten talousjohtajilta haastatteluista saatuja vastauksia verrataan toisiinsa ja tutkimuksessa käsiteltyyn teoriaan ja muodostetaan niiden pohjalta johtopäätöksiä.

### 5.1 Yleistä

Kaikki tutkimuksessa mukana olleet pääomasijoitusyritysten kohdeyritykset olivat samalta toimialalta ja saman kokoluokan yrityksiä, jolloin ne ovat vertailukelpoisia. Neljästä kohdeyrityksestä yksi kohdeyritys myytiin ulkomaille vuonna 2019, mutta muuten kohdeyritykset olivat suomalaisomistuksessa. Lisäksi kaikkien kohdeyritysten pääomasijoitusyritykset olivat suomalaisia. Kohdeyrityksiä, niiden toimialaa eikä pääomasijoittajia mainita tutkimuksessa yritysten ja haastateltavien yksityisyyden turvaamiseksi. Kaikilla kohdeyrityksillä on ollut pääomasijoittaja mukana kohdeyrityksen toiminnassa vähintään 2 vuotta, näin ollen kohdeyrityksissä voitiin muodostaa käsityksiä pääomasijoittajan vaikutuksista yritykseen. Tutkimuksessa mukana olevilla kohdeyrityksillä oli kokemusta joko pienestä pääomasijoitusyrityksestä, isosta pääomasijoitusyrityksestä tai molemmista. Kohdeyritys 1:llä oli kokemusta pienestä pääomasijoitusyrityksestä, kohdeyritys 2:lla oli kokemusta sekä pienestä pääomasijoitusyrityksestä, että isosta pääomasijoitusyrityksestä ja kohdeyritys 3:lla ja 4:lla oli kokemusta ainoastaan isosta pääomasijoitusyrityksestä. Kaikki tutkimuksessa mukana olevat pääomasijoitusyritykset ovat keskittyneet sijoittamaan pääasias-

sa jo liiketoimintansa vakiinnuttaneisiin myöhemmän vaiheen kasvuyrityksiin. Tässä tutkimuksessa kaikki pääomasijoittajat ovat ostaneet osake-enemmistön tutkimuksessa mukana olevista kohdeyrityksistä. Yrityskaupan muodot tässä tutkimuksessa ovat olleet joko leveraged buyout-sijoittamista tai secondary buyout-sijoittamista, ja yrityskaupat ovat syntyneet pääosin pääomasijoittajien tarpeista.

Pääomasijoitusyritykset luokiteltiin isoihin ja pieniin yrityksiin liikevaihdon ja henkilöstön määrän mukaan. Isoissa pääomasijoitusyrityksissä liikevaihto ja henkilöstön määrä on huomattavasti suurempi kuin pienemmissä pääomasijoitusyrityksissä. Tässä tutkimuksessa pienissä pääomasijoitusyrityksissä henkilöstön määrä on alle 10 henkeä ja liikevaihto alle miljoona euroa. Isoissa pääomasijoitusyrityksissä henkilöstön määrä on yli 10 henkeä ja liikevaihto yli viisi miljoonaa euroa. Kohdeyritysten ja pääomasijoitusyritysten tiedot ovat vuodelta 2019.

## 5.2 Kohdeyritykset ja haastateltavat

### Kohdeyritys 1 (pieni pääomasijoitusyritys)

Kohdeyritys 1 on suomalainen kasvuyritys, joka on alun perin perustettu vuonna 1990 ja tällaisenaan uudella yritysnimellä yritysostojen, fuusioiden ja sulautumisen jälkeen se on ollut toiminnassa vuodesta 2016 lähtien. Yrityksen liikevaihto on noin 32 miljoonaa ja yrityksellä on toimipisteet Suomen lisäksi myös kahdessa ulkomaankohteessa. Yrityksen henkilöstömäärä on noin 440. Kohdeyrityksestä haastateltiin talousjohtajaa, joka on ollut yrityksen toiminnassa noin vuoden ajan vastaamassa taloushallinnosta. Talousjohtajalla on kuitenkin yli 10 vuoden kokemus taloushallinnon tehtävissä muissa yrityksissä. Pääomasijoittaja tuli yrityksen osakkaaksi vuonna 2017, jolloin kohdeyritys myi osake-enemmistön pääomasijoittajalle.

Kohdeyritys 1:n pääomasijoittaja on suomalainen pitkän historian omaava yritys. Pääomasijoitusyritys on perustettu 1980-luvun loppupuolella ja se sijoittaa useimmiten keskisuuriin, vakiintuneisiin ja kasvaviin liiketoimiin ja kohdeyritysten liikevaihto sijoitusvaiheessa vaihtelee miljoonasta eurosta satoihin miljooniin euroihin. Sijoituskohdetta arvioitaessa pääomasijoitusyritys näkee positiivisena kohdeyrityksen liiketoiminnan vahvan pohjan ja toimialan vähäsyklisyyden. Pääomasijoittaja hallinnoi kahta eri buyout -rahastoa ja omistusaika kohdeyrityksessä on useimmiten 3-7 vuotta.

### Kohdeyritys 2 (pieni ja iso pääomasijoitusyritys)

Kohdeyritys 2 on suomalainen yritysostojen ja fuusion pohjalta syntynyt kasvuyritys, ja se on ollut tällaisenaan samalla yritysnimellä toiminnassa 2014 vuodesta alkaen. Joillakin ostetuilla yrityksillä on pidempi historia aina 1989 vuodesta lähtien. Yrityksen liikevaihto on noin 32 miljoonaa ja yrityksellä on

toimipisteitä Suomen lisäksi myös ulkomailla kolmessa kohteessa. Yrityksen henkilöstömäärä on noin 260 henkeä ja asiakkaita on yli 300. Kohdeyritys 2:lla on kokemusta sekä isosta, että pienestä pääomasijoitusyrityksestä. Pienempi pääomasijoitusyritys oli yrityksen omistajana 4 vuotta ja irtaantui vuonna 2018, jolloin isompi pääomasijoittaja tuli pääomistajaksi. Kohdeyritys 2:sta haastateltiin talousjohtajaa, joka on myös yrityksen osakas. Talousjohtajan tehtäviin kohdeyrityksessä kuuluu taloushallinnosta ja rahoituksesta vastaaminen. Talousjohtajalla on pitkä historia taloushallinnon ja rahoituksen parissa, ja hän on ollut mukana useissa eri yritysjärjestelyissä.

Kohdeyritys 2:ssa vuosina 2014-2018 vaikuttanut pieni suomalainen pääomasijoitusyritys on perustettu 2000-luvun alkupuolella, ja se on erikoistunut suomalaisiin pieniin ja keskisuuriin kasvuyrityksiin. Pääomasijoitusyrityksen kohdeyrityksen liikevaihto on keskimäärin parista miljoonasta 20 miljoonaan euroon. Pääomasijoittaja arvostaa kohdeyrityksessä muun muassa hyvää liiketoimintastrategiaa, kokenutta johtoa, vakaata kassavirtaa ja ennen kaikkea huomattavaa kasvupotentiaalia. Pääomasijoittaja hallinnoi kolmea eri rahastoa ja omistusaika kohdeyrityksessä on useimmiten 3-7 vuotta.

Kohdeyritys 2:n osake-enemmistön vuonna 2018 ostanut iso pääomasijoitusyritys on suomalainen yritysten kasvuun erikoistunut yritys ja se on perustettu myös 2000-luvun alkupuolella. Pääomasijoitusyrityksen kohdeyritysten liikevaihto on noin 10-200 miljoonan euron luokkaa ja pääomasijoittaja hallinnoi kolmea eri rahastoa. Pääomasijoitusyrityksen sijoituskriteereinä ovat muun muassa kohdeyrityksen positiiviset kasvunäkymät ja mahdollinen positiivinen kassavirta.

### **Kohdeyritys 3 (iso pääomasijoitusyritys)**

Kohdeyritys 3 on edellisten kohdeyritysten tavoin myös suomalainen kasvuyritys ja se on syntynyt vuonna 2010 fuusion pohjalta. Liikevaihto on noin 30 miljoonaa ja yrityksellä on toimipiste Suomen lisäksi myös ulkomailla. Yrityksellä on henkilökuntaa tällä hetkellä noin 300 ja asiakkaita yli 350. Kohdeyrityksellä on kokemusta isosta pääomasijoitusyrityksestä ja se on ollut mukana yrityksen toiminnassa vuodesta 2017 alkaen, jolloin pääomasijoittaja osti osake-enemmistön yrityksestä. Kohdeyrityksestä haastateltiin talousjohtajaa, joka on lisäksi yrityksen perustajajäsen ja omistaja. Talousjohtaja vastaa kohdeyrityksen taloushallinnosta ja hänellä on useiden vuosien kokemus taloushallinnon tehtävistä.

Kohdeyritys 3:ssa vaikuttava pääomasijoitusyritys on perustettu 2000-luvun alkupuolella ja se keskittyy edellisten tapaan pienten ja keskisuurten kotimaisten yritysten kehittämiseen. Sijoituskriteereinä pääomasijoitusyrityksellä on kohdeyrityksessä kannattava ja positiivinen kassavirta. Pääomasijoitusyritys hallinnoi tällä hetkellä neljää buyout-rahastoa.

## **Kohdeyritys 4 iso pääomasijoitusyritys**

Kohdeyritys 4 on nykyään ulkomaalaisen omistajan yritys, joka ostettiin suomalaiselta pääomasijoittajalta 2019 vuoden alkupuolella. Yritys perustettiin vuonna 2016 yhdistämällä kaksi vanhempaa yritystä, jotka olivat perustettu vuonna 2010. Kohdeyrityksellä on kaksi toimipistettä Suomessa, liikevaihto on noin 34 miljoonaa ja henkilökuntaa on 67 henkeä. Kohdeyrityksellä on koke-musta ainoastaan yhdestä isomman kokoluokan pääomasijoitusyrityksestä, jo-ka osti osake-enemmistön yrityksestä vuonna 2016. Kohdeyrityksestä haastateltiin yrityksen talousjohtajaa, joka toimi haastatteluhetkellä myös väliaikaisesti yrityksen toimitusjohtajana ja hr-vastaavana. Hän on ollut yrityksen toiminnassa kolme vuotta, mutta hänellä on pitkä historia myös muiden yritysten talous-hallinnon tehtävistä.

Kohdeyrityksessä vaikuttanut pääomasijoitusyritys on 2000-luvun alku-puolella perustettu ja se keskittyy lähinnä suomalaisiin kasvuyrityksiin. Koh-deyritysten liikevaihto on yleensä 10 miljoonasta 200 miljoonaan ja sijoituskri-terinä on muun muassa kohdeyrityksen hyvät kasvunäkymät ja positiivinen kassavirta. Pääomasijoittaja hallinnoi neljää eri buyout-rahastoa.

### **5.3 Pienten pääomasijoitusyritysten vaikutukset kohdeyrityksiin**

Tässä luvussa tarkastellaan pienten pääomasijoitusyritysten vaikutusta koh-deyritysten talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen ja lisäarvon luomiseen kohdeyritysten näkökulmasta. Pääomasijoittajat vaikuttivat kohdeyritysten ke-hittämiseen pääasiassa hallitustyöskentelyn kautta. Yleisesti kohdeyrityksen kehittymistä ja kasvamista pidettiin pääasiallisina syinä sille, miksi kohdeyri-tykset halusivat pääomasijoittajan mukaan yrityksen toimintaan. Toisaalta taas pääomasijoittajan mukaantulo on joissakin tapauksissa ollut ainut vaihtoehto yrityksen toiminnan jatkumiselle. Pääomasijoittajat valikoituivat yrityksiin pääomasijoittajien ja kohdeyritysten välisillä neuvotteluilla, mutta ensisijaisesti pääomasijoittajat olivat halukkaita ostamaan yritykset. Pääomasijoittaja tuli kohdeyhtiö 1:een mukaan sen vuoksi, että omistajat halusivat viedä yritystoi-mintaa eteenpäin ja kasvattaa yritystä. Toiseksi kohdeyritys ei ole perheyritys, joten yrityksen toiminnan kasvattamiselle ei välttämättä olisi löytynyt jatkajaa oman perheen piiristä. Myöskään kohdeyritys 2 ei varsinaisesti valinnut pää-omasijoittajaa mukaan toimintaan, vaan pääomasijoittaja oli halukas ostamaan yrityksen, jolloin yrityksestä tuli pääomasijoittajavetoinen.

*”Tää ei oo perheyritys siinä mielessä, että ois ollut sitten jatkajia oman perheen piiris-sä, niin tämä on ollut varmaan ainut vaihtoehto, miten on lähdetty yrityksen toimin-taa kehittämään ja realisoimaan sitä mitä on saatu aikaiseksi.” Kohdeyritys 1:n ta-lousjohtaja.*

*”Täähän ei ollut semmoinen tilanne, että me valitsimme pääomasijoittajan, vaan pääomasijoittaja oli ensin ostanut yhden yhtiön ja nyt siihen on ostettu 7 yhtiötä lisää.*

Käytännössä siihen on keräilty yhtiöitä ja niistä on muodostettu yksi isompi pääomasijoittajavetoinen yhtiö.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

Pääomasijoitusyrityksillä oli kohdeyrityksiin monia myönteisiä vaikutuksia rahoituksen lisäksi. Tärkeimpänä seikkana kohdeyritykset pystyivät kasvattamaan liiketoimintaansa ja kansainvälistymään pääomasijoittajien avulla. Molempien pienten pääomasijoitusyritysten kohdeyritykset kasvoivat huomattavasti ja yritysostot lisääntyivät pääomasijoittajan yritykseen mukaantulon jälkeen.

”Tää toiminta on tuplaantunut siitä 2017 vuodesta, milloin pääomasijoittaja on tullut mukaan, niin sen jälkeen on voimakkaasti näitä yritysostoja lähetty viemään eteenpäin, sanotaanko näin, että kokoluokkassaan isompia. Tuplaantunut liikevaihto pääomasijoittajan mukaantulon jälkeen.” Kohdeyritys 1:n talousjohtaja.

”Se on niin, että jos ei olisi pääomasijoittajaa, niin ei olisi koko yritystäkään olemassa. Yhdessä pääomasijoittajan kanssa ollaan pystytty tekemään tällainen isompi yhtiö pienemmistä paloista, mikä on kasvanut orgaanisesti 15 % vuodessa. Ja tietysti kun on saatu kokoa, niin on tietysti pystytty kasvamaan, niin se on oikeastaan se koko homman juju.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

Seuraavaksi tarkastellaan, että miten pienet pääomasijoitusyritykset ovat vaikuttaneet kohdeyritysten talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen ja miten pääomasijoittajat ovat luoneet lisäarvoa kohdeyrityksilleen talousjohtamiskäytäntöjen kehittämisen kautta.

### Laskentajärjestelmä

Kohdeyritys 1:n kirjanpitojärjestelmä toimi Procountorissa, mutta toiminnanohjaus ja laskutusjärjestelmä toimivat ValueFramessa, jossa tehtiin myös osittain sisäistä laskentaa. ValueFrame on ollut käytössä kohdeyritys 1:ssä pidemmän aikaa, mutta ulkoinen kirjanpito on vaihtunut vuosien aikana. Kohdeyritys 1:n talousjohtajan mukaan pääomasijoittaja ei ole vaikuttanut kohdeyrityksen laskentajärjestelmään sen puolesta, että entiset järjestelmät olivat edelleenkin käytössä. Talousjohtajan mukaan yrityksessä oli kuitenkin pääomasijoittajan mukaan tulon jälkeen alettu seuraamaan projektitoimintaa osatuloutuksina.

”Entiset järjestelmät ovat edelleenkin käytössä, mutta laskentatapoihin on ollut vähän vaikutusta. Ei kuitenkaan siinä mielessä, että olisi tarvinnut vaihtaa IFRS:ään tai mihinkään tällaiseen eri laskentajärjestelmään, että on tällaisella suomalaisella passilla toimittu edelleen.” Kohdeyritys 1:n talousjohtaja.

”Toki ehkä sen verran muutosta on, että aikaisemmin ei niinkään tällaista projektitoimintaa seurattu osatuloutuksina, että semmoinen muutos täs on tämän vuoden aikana tehty, että osatuloutukset on tulleet käyttöön.” Kohdeyritys 1:n talousjohtaja.

Kohdeyritys 2:lla oli oma ERP-järjestelmä, johon kirjattiin tunnit, tehtiin matkalaskut ja käsiteltiin osto- ja myyntilaskut. Ostolaskut, myyntilaskut ja matkalaskut siirtyivät suoraan kirjanpitoon, joka oli ulkoistettuna Accountorille. Tiedot siirtyivät Tikon kirjanpitojärjestelmään automaattisesti säännöllisin väliajoin laskuriveinä. Lisäksi oli vielä erillinen raportointijärjestelmä, josta saatiin esi-

merkiksi tulokset, taseet ja kuukausiraportit. Viralliset tilinpäätökset tulivat suoraan Tikonista. Pääomasijoittaja ei varsinaisesti halunnut muokata kohdeyritys 2:n laskentajärjestelmää, mutta pääomasijoittajalla oli tiettyjä vaatimuksia, mitä yrityksen laskelmia he halusivat nähdä ja tarkastella. Näin ollen kohdeyrityksen täytyi tuottaa taloudellisia laskelmia aikaisempaa enemmän, joita avataan tässä tutkimuksessa myöhemmin lisää.

”Pääasiassa ollaan saatu kaikki tarvittava järjestelmistä, että niitä ei ole tarvinnut muuttaa, mutta tietysti se mitä halutaan nähdä, niin siihen on ollut tietenkin hieman vaikutusta.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

### Hallitustyöskentely

Pääomasijoittaja osallistui aktiivisesti kohdeyritys 1:n ja 2:n hallitustyöskentelyyn ja hallituksen kokouksia oli säännöllisesti molemmilla kohdeyrityksillä vähintään kerran kuukaudessa. Hallitustyöskentelyn tarkoituksena kohdeyrityksissä oli nimenomaan vaikuttaa yrityksen päätöksentekoon hallituksen päätöksien kautta ja näin ollen kasvattaa samalla yrityksen arvoa. Kohdeyritys 1:n hallituksessa oli yhteensä kuusi jäsentä, joista kaksi oli pääomasijoittajan edustajia. Lisäksi hallituksessa oli kohdeyrityksen toimitusjohtaja ja kaksi ulkopuolista jäsentä. Kohdeyritys 2:ssa pääomasijoittaja valitsi hallituksen konsulttimalla johtoa. Hallituksen muodostivat pääomasijoittajan edustaja ja kolme ulkopuolista jäsentä. Toimitusjohtaja ja talousjohtaja olivat kokouksissa mukana, mutta eivät jäseninä.

”Hyvin aktiivinen hallitus on ollut, että kuukausittain on kokoukset. Hyvin on mukana sekä strategiatyössä, että kuukausiseurannassa ja tietenkin myös vuosisuunnittelussa hyvin merkittävä rooli.” Kohdeyritys 1:n talousjohtaja.

”Käytännössä pääomasijoittajien kokoama hallitus. Pääomasijoittajan edustaja ja siten ulkopuolisia asiantuntijoita.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

### Raportointi

Kohdeyrityksissä koettiin, että pääomasijoittajan mukaantulon jälkeen raportointivelvollisuus kasvoi, sillä pääomasijoittajat halusivat tietoa yritysten kehitymisestä jatkuvasti ja laajemmin kuin aikaisemmin. Raportoitava aineisto tuotettiin muun muassa kohdeyrityksen kirjanpidon, ERP-järjestelmän, ja muiden operatiivisten järjestelmien avulla. Kohdeyritys 1:n talousjohtajan näki lisääntyvän raportointivelvollisuuden positiivisena, sillä kun lukuja analysoitiin tarkemmin, voitiin yritystä ohjata paremmin oikeaan suuntaan ja näin ollen mahdollistaa yrityksen kasvu. Kohdeyritys 1:n talousjohtajan mukaan pääomasijoittaja antoi myös taloudellista neuvoa raporttien kautta. Lisäksi yrityksessä siirryttiin raportoimaan myös kuukausittain tilinpäätöstasoisien raporttien avulla.

”Raportointi edellyttää paljon enemmän määrämuotoisuutta ja vuositilinpäätös ei riitä, vaan pitää sitten ottaa kuukausitilinpäätös. Kuukausiraportointi on tilinpäätösta-sainen, niin kyllähän sitä kautta on tullut tarkempaa seurantaa, kuin mihin täällä on aikaisemmin totuttu.” Kohdeyritys 1:n talousjohtaja.

”No kyllähän se selkeästi tuo tällaista raportointivelvollisuutta eri tavalla, joka tietys-sä mielessä tuo myöskin sitä lisäarvoa yritykseen, eli sellaista analyttisyyttä. Analy-soidaan niitä lukuja hyvin tarkasti ja katsotaan, mikä on kannattavaa ja mitä kannat-taa ehkä tehdä toisin ja toki sitten sitä yrityskoon kasvattamista ja sitä kautta lisäar-voa myöskin on tullut sitten. Raporttien kautta on osallistunut neuvonantoon. On ol-lut tietynlaisia lisävelvoitteita, että raportoidaan toisella tavalla.” Kohdeyritys 1:n ta-lousjohtaja.

Kohdeyritys 2:n talousjohtajan mukaan pääomasijoittajan myötä raportointi-velvollisuus lisääntyi ja yrityksestä tuotettiin tarkempia lukuja, verrattuna ai-kaisempaan, jolloin yrityksessä ei ollut vielä pääomasijoittajaa. Pääomasijoitta-jalle raportoitiin kuukausiraportin avulla, missä oli liiketoimintakohtainen tu-loslaskelma, sekä yritystasolla tase ja kassavirta.

”Toimintatavoissa on eroa, että ehkä pienemmän pääomasijoittajan kanssa mentiin kevyemmällä raportoinnilla ja suoraviivaisemmin.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

## Palkitseminen

Palkitsemisen suhteen pienten pääomasijoittajien kohdeyrityksissä ei ole tullut suuria muutoksia pääomasijoittajien myötä. Kohdeyritys 1:n talousjohtajan mukaan hallitus otti kantaa yrityksen palkitsemispolitiikkaan, eli sitä kautta pääomasijoittaja vaikutti siihen. Pienemmällä pääomasijoittajalla ei ollut vaiku-tusta kohdeyritys 2:n palkitsemiskäytäntöihin, vaan ne pysyivät ennallaan.

”On tavallaan tällainen ”governance” säännös luotu ja sitä kautta on tietyt palkitse-miset otettu sitten, että mitkä on hallituksen päätettävissä olevia asioita, niin on siinä mielessä tullut muutosta.” Kohdeyritys 1:n talousjohtaja.

## Budjetointi

Pääomasijoittajalla oli merkittävä vaikutus kohdeyritys 1:n budjetointikäytän-töihin, sillä yrityksellä ei ole aikaisemmin ollut käytössä lainkaan varsinaisia budjetointimenetelmiä. Budjetoinnin kehittäminen oli tavallaan myös osa yri-tyksen strategiaa, sillä budjetin avulla pystyttiin seuraamaan tavoitteiden saa-vuttamista ja havainnollistamaan strategiaa lukuina ja sitä kautta kasvattamaan yrityksen arvoa. Pääomasijoittaja ei nähnyt tarpeelliseksi muokata kohdeyritys 2:n budjetointimenetelmiä, sillä pääomasijoittaja oli tyytyväinen kohdeyrityk-sen tekemään budjetointiin.

”Aikaisemmin ei varsinaisesti ehkä sellaista budjetointia ole ollut, että kyllähän se tässä selkeästi on uutta asiaa ollut, mitä ovat joutuneet täällä tekemään, verrattuna aikaisempaan.” Kohdeyritys 1:n talousjohtaja.

”Toki he tuo näkemyksiä budjetointiin sitten, jos he eivät saa mitä haluaa, mutta nyt on pystytty tuottamaan tämä itse aika hyvin.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

## Organisaation rakenne

Molemmat pienten pääomasijoittajien kohdeyritykset kokivat muutoksia organisaation rakenteessa pääomasijoittajan myötä. Molemmissa kohdeyrityksissä muun muassa hallituksen kokoonpano vaihtui osittain ja kohdeyritys 1:ssä organisaation rakennemuutos näkyi välittömästi esimerkiksi yrityksen toimitusjohtajan vaihtumisena. Pääomasijoittaja vaikutti kohdeyritys 2:n organisaation rakenteeseen lähinnä hallituksen kautta, sillä pääomasijoittaja ei vaikuttanut suoraan operatiiviseen johtamiseen. Esimerkiksi kohdeyrityksen avainhenkilöiden asemaan puututtiin jossain määrin hallituksen kautta.

”Tietenkin strategiatyön tuloksena on organisoitu toisella tavalla ja toki toimitusjohtaja on vaihtunut ja sitä kautta tavallaan tuoneet sitä omaa näkemystänsä, että miten sitten haluavat tämän yhtiön organisoituvan.” Kohdeyritys 1:n talousjohtaja.

”Ehkä avainhenkilöihin on puututtu jossain määrin hallituksen kautta, mutta johdon tehtävänä on katsoa nämä organisaatioasiat ja rakenteet, pääomasijoittajat eivät suoranaisesti puutu tähän operatiiviseen johtamiseen.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

## Suoritusmittaus

Molempien pienten pääomasijoittajien tärkeimpänä tavoitteena oli luonnollisesti kohdeyritysten maksimaalinen arvonnousu. Tätä varten yrityksillä oli omat strategiat tavoitteisiin pääsemiseksi. Yleisimmin yrityksen strategiaan sisältyi muun muassa kulujen seuranta, uusien asiakkaiden hankinta ja tuotteiden kehittäminen. Pääomasijoittajat tekivät tavoitteesta konkreettisemmän ja asetti kohdeyrityksille tiettyjä mittarivaatimuksia, joiden avulla tavoitteiden toteutusta pystyttiin seuraamaan. Pääomasijoittajat halusivat nähdä yleisesti useampia mittareita, kuin mitä kohdeyritykset olivat aikaisemmin tuottaneet. Pääomasijoittajan myötä seuranta painottui molempien kohdeyritysten osalta liikevaihtoon ja käyttökatteeseen, sekä kohdeyritys 1:n osalta lisäksi kovenanttilaskelmiin. Kohdeyritys 2:n talousjohtajan mukaan myös käyttökertoimen muutoksia seurattiin. Lisäksi kohdeyritys 2:lla oli projektimaisia tavoitteita, kuten pääprosessien kehittäminen. Eli kohdeyrityksessä seurattiin kasvua ja kannattavuuden parantumista sekä uusien liiketoimintojen kehitystä. Tavoitteiden seurannassa arviointikriteereinä olivat prosentit, aikataulut ja rahamäärät.

”Seuranta on hyvin paljon enemmän tähän liikevaihto ja käyttökatte seurantaan painunut ja toki sitten tietenkin näitten rahoittajien muiden rahoittajien myötä tällaisiin kovenanttilaskelmiin, mitä rahoittajat edellyttävät. Sillä tavalla on tietenkin tulut muutoksia, mitä ennen pääomasijoittajaa yrityksessä on ollut.” Kohdeyritys 1:n talousjohtaja.

”No kyllä niitä mittareita on, mitä he haluaa nähdä, niin niitä on sitten tuotettu sen mukaan.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.



## Yhteydenpito pääomasijoittajan kanssa

Kohdeyritysten talousjohtajien mukaan pääomasijoittajat osallistuivat riittävästi yritysten toimintaan. Pääomasijoittajat olivat kiinnostuneita siitä, saavuttaako kohdeyritykset niille asetetut tavoitteet ja seurasi sitä erilaisten tutkimuksessa aikaisemmin mainittujen mittarien avulla, jotta yrityksen arvoa saataisiin nostettua mahdollisimman paljon. Kohdeyritys 1:n ja 2:n pääomasijoittajat olivat yhteydessä kohdeyhtiöihin viikoittain.

”Itse henkilökohtaisesti en niinkään useasti, mutta toimitusjohtaja on varmasti viikoittain yhteydessä ja sitten tietenkin nämä kuukausikokoukset hallituksen kanssa, eli hyvin tiiviisti yhteistyötä tehdään.” Kohdeyritys 1:n talousjohtaja.

”Kyllä ne osallistuu riittävästi, sanotaanko näin että pääasiassa ne haluaa nähdä, että kuinka saavutetaan niitä tuloksia mitä on sovittu, niin sitten ne antaa mennä. Tietysti jos ei saavuteta, niin sitten ne enemmänkin puuttuu toimintaan.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

”Että eihän pääomasijoittaja voi yritystä ruveta johtamaan operatiivisesti, että se on hallitustyöskentelyn kautta sitten ja tietysti, jos ei saavuteta tuloksia niin sittenhän yleensä johto vaihtuu. Pääomasijoittaja on kuitenkin yleensä herkempi tekemään näitä vaihdoksia, kuin ehkä tän kokoiset firmat, joilla on muu omistus.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

## Odotukset pääomasijoittajasta

Pääsääntöisesti kohdeyrityksillä oli positiivisia odotuksia pääomasijoittajan mukaantulosta yritykseen. Kohdeyritykset odottivat pääomasijoittajan vaikuttavan yrityksen kasvuun, arvon nousuun ja lisäksi siihen, että pääomasijoittajien mukaan tulon myötä yritys kehittyy nopeammalla aikataululla, kuin ilman pääomasijoittajaa.

”Yleisodotus on, että yrityksen arvo kasvaa ja sitä kautta sijoitus mitä yritykseen ovat tehneet, että se myöskin kasvaa ja sitä kautta omaisuuden arvo nousee.” Kohdeyritys 1:n talousjohtaja.

”Siinäkin mielessä, että mitä vauhtia tässä on ollut, niin varmasti on vastannut odotuksia ja tietenkin mahdollistanutkin niitä sijoituksia ja sitä kautta saatu yrityksen arvoa nousemaan.” Kohdeyritys 1:n talousjohtaja.

”Voisi kai sanoa, että vähän niin kuin kaikessa elämässä, että joo ja ei vastannut odotuksia. Hyviä kokemuksia pääsääntöisesti, mutta joskus on niin, ettei aina välttämättä kemiat kohtaa ja silloin vaan ehkä sitten työskentely on vaikeampaa.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

”Täytyy vaan ymmärtää, että ollaan tekemässä projektia, jonka takia tehdään tiettyjä juttuja ja tavoitteet ovat tehdä yrityksestä arvokkaampi, että se on niin kuin tärkeää. He eivät ole mitään pitkäaikaisia omistajia ja asioita pitää saada nopeasti tehtyä, joka tarkoittaa yleensä vähän erilaista toimintaa, kuin että jos tekee pitkäaikaista tuotekehitystä jossain ja ollaan 10 vuoden päästä valmiita.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

## 5.4 Isojen pääomasijoitusyritysten vaikutukset kohdeyrityksiin

Tässä luvussa käsitellään isojen pääomasijoitusyritysten vaikutusta kohdeyritysten talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen kohdeyritysten näkökulmasta ja miten pääomasijoittajat ovat luoneet lisäarvoa kohdeyrityksilleen talousjohtamiskäytäntöjen kehittämisen kautta. Pääomasijoittajat vaikuttivat kohdeyritysten kehittämiseen pääasiassa hallitustyöskentelyn kautta. Isojen pääomasijoitusyritysten kohdeyritykset pitivät pääasiallisina syinä yrityksen kehittymistä ja kasvamista sille, miksi kohdeyritykset halusivat pääomasijoittajan mukaan yrityksen toimintaan. Pääomasijoittajat puolestaan odottivat kohdeyrityksiltä pääasiassa arvonnousua. Kohdeyritys 2:n aikaisempi pienempi pääomasijoittaja tuli neljän vuoden omistuksen jälkeen exit-vaiheeseen ja myi omistussuutensa isommalle pääomasijoittajalle. Pääomasijoitusyrityksen vaihtumisen jälkeen kohdeyritys odotti uuden pääomasijoitusyrityksen tuovan vielä enemmän yrityksen kasvuun tarvittavia toimia.

*”Pienistä paloista, jotka ei pystynyt isoja yrityksiä palvelemaan, niin niistä on kasattu tällainen isompi yritys, joka pystyy myymään ja tarjoamaan isommillekin yrityksille palveluita ja kasvaa edelleen ja kansainvälistymään.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.*

Kohdeyritys 3 halusi pääomasijoittajan mukaan yritykseen nopeuttamaan yrityksen kasvua ja pääomasijoittaja puolestaan näki kohdeyritys 3:n potentiaalisena sijoituskohteena. Rahoitusvaihtoehdoista valikoitui kotimainen pääomasijoittaja, joka hallitsi hyvin kohdeyrityksen toimialan ja lainalaisuudet myös kansainvälisesti. Kohdeyritys 3:n talousjohtajan mukaan hyvän markkinatuntemuksen ja pitkän historian omaavan pääomasijoittajan avulla voi saada yrityksen myyntiin suoraa hyötyä.

*”Pääomasijoitustoiminta perustuu sekä pääomasijoitusfirman, että kohdeyrityksen molempipuoliseen sopimukseen. Miksi valittiin rahoitus, mikä meillä on niin, haluttiin kotimainen sijoittaja, joka ymmärtää tällä markkinalla olevat lainalaisuudet ja erilaisuudet myös kansainvälisessä toiminnassa. Pääomasijoittaja haluttiin mukaan nimenomaan ja täysin vaikuttamaan yrityksen kasvuun.” Kohdeyritys 3:n talousjohtaja.*

*”Pääomasijoittajalla, varsinkin jos valitsee sellaisen sijoittajan, millä on pitkä historia ja referenssit ja markkinatuntemus olemassa, niin se tuo ihan suoraan myyntiin hyötyä sitä kautta. Ne keskustelevat keskenään asioista aika paljon ja sieltä tulee sitten vinkkauksia, että tämä voisi olla sopiva asiakas teille ja molempiin suuntiin.” Kohdeyritys 3:n talousjohtaja.*

Kohdeyritys 3:n mukaan pääomasijoittaja toi yritykseen myös omia näkemyksiä ja sen lisäksi rohkeutta tiettyihin toimiin.

*”Jos käyttää jotakin verbiä, niin rohkeus on se mitä he tuo tekemiseen ja kasvuun nimenomaan liittyen. Se vahvuus ja kokemus, mikä heillä on tehdä asioita ja sitten rohkeus skaalata niitä isommaksi, mitä ehkä henkilöomisteisessa yrityksessä olisi.” Kohdeyritys 3:n talousjohtaja.*

Kohdeyritys 4:n pääomasijoittaja ilmaisi halukkuutensa yhdistää kaksi yritystä ja ostaa osake-enemmistön siitä. Pääomasijoittajalla oli vahva näkemys, että nämä kaksi yritystä muodostavat toisilleen sopivan kombinaation. Pääomasijoittajalla ja kohdeyrityksellä olivat samansuuntaiset tavoitteet, kuten aikaisemmin mainituilla pääomasijoittajilla ja kohdeyrityksillä, eli pääasiassa yrityksen kasvattaminen.

”Pääomasijoittajalla oli enemmistöosuus, itsekin hyvin marginaalisella osuudella olin mukana ja sitten oli toimivasta johdosta ja muutamia kahden entisten firmojen omistajia myöskin tässä uudessa yrityksessä omistajina.” Kohdeyritys 4:n talousjohtaja.

”Pääomasijoittajalla sattui olemaan joku rahasto, missä oli tilaa. Sekin on semmoinen oma kierroksensa, että onko just silloin uus fundrauskierrös menossa.” Kohdeyritys 4:n talousjohtaja.

### Laskentajärjestelmä

Kohdeyritys 2:n laskentajärjestelmää käytiin läpi aikaisemmin luvussa 4.3. Kohdeyritys 2:n isolla pääomasijoittajalla ei ollut tarvetta kehittää laskentajärjestelmiä, mutta erilaisia laskelmia yrityksestä haluttiin nähdä aikaisempaa enemmän. Näitä tarkastellaan myöhemmin tutkimuksessa.

”Järjestelmät sinällään on riittänyt ja nykyinen pääomasijoittaja teki sellaisen talousauditinkin ja siinä todettiin, ettei tarvitse järjestelmiin tehdä muutoksia.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

Kohdeyritys 3:n käytti kirjanpidossaan Talenomin palveluita, sisäinen laskenta tehtiin puolestaan yrityksen oman järjestelmän toimesta. Pääomasijoittaja ei ole ehdottanut muutoksia kohdeyritys 3:n sisäiseen laskentajärjestelmään eikä ulkoiseen kirjanpitoon, sillä kohdeyrityksellä oli riittävät järjestelmät tarvittavien tietojen tuottamiseksi. Sisäisen laskennan tarve puolestaan kasvoi ja pääomasijoittajalla oli omat vaatimuksensa mitä mittareita ja lukuja seurattiin. Näitä tarkastellaan myöhemmin tässä luvussa.

”No ei varsinaisesti halunnut muokata. Mutta kun yritys kasvaa niin sisäisen laskennan tarve kasvaa myös samaa vauhtia, että se olis varmasti tullut ilman pääomasijoittajaakin, jos yritys olis kasvanut siihen kokoluokkaan mitä on kasvanut pääomasijoittajan kanssa. Mutta se on tullut vaan nopeammin se sisäisen laskennan tarve nyt.” Kohdeyritys 3:n talousjohtaja.

”Hallitus haluaa nähdä tarkemmat analyysit sisäisestä laskennasta ja eri yksiköiden ja osastojen muutosta.” Kohdeyritys 3:n talousjohtaja.

Kohdeyritys 4:lla oli käytössään Maestro-niminen laskentajärjestelmä, joka sopi yrityksen tarpeisiin hyvin. Laskentajärjestelmä aiheutti kuitenkin myös haasteita, sillä siitä puuttui joitakin ominaisuuksia, jotka on myöhemmin rakennettu järjestelmän päälle. Tämän päälle rakennetun järjestelmän ansiosta myös yrityksen sisäinen laskenta hoitui samassa Maestro-järjestelmässä. Pääomasijoittaja ei tässäkään tapauksessa kokenut tarvetta muokata itse laskentajärjestelmää,

mutta tietynlaista ajatustyöskentelyä oli sen suhteen, että minkälainen data tukisi parhaiten yrityksen toimintaa.

”Tämä laskentajärjestelmä sopii meidän tarkoituksiimme ihan hyvin, mutta haaste on ollut tavallaan se, että tästä puuttuu tiettyjä juttuja, jotka mä oon joutunut sitten itse rakentamaan tohon päälle. Nykyään rahaliikenne ja tollanen hoituu ihan näppärästi.” Kohdeyritys 4:n talousjohtaja.

”Pääomasijoittaja ei varsinaisesti ohjannut, mutta semmosta brainstorming tyylistä ajattelua oli, että mikä olisi sellaista dataa, mikä tukisi yrityksen toimintaa.” Kohdeyritys 4:n talousjohtaja.

## Hallitustyöskentely

Isommat pääomasijoittajat osallistuivat pienten pääomasijoittajien tapaan aktiivisesti kohdeyritysten hallitustyöskentelyyn. Kohdeyritys 2:ssa hallituksen kokouksia oli joka toinen kuukausi ja hallituksen muodostivat kolme pääomasijoittajan edustajaa, kaksi ulkopuolista jäsentä ja kohdeyrityksen entinen toimitusjohtaja. Kohdeyritys 3:n hallituksen muodostivat yksi pääomasijoittajan edustaja, kolme ulkopuolista edustajaa ja kaksi jäsentä yrityksen sisältä. Hallituksen kokouksia järjestettiin kuukausittain ja hallituksessa toimivat jäsenet edesauttoivat muun muassa yrityksen organisaation kehittämistä ja innovaatioiden johtamista. Lisäksi hallituksella oli suuri merkitys yrityksen kasvutavoitteiden luomiseen ja niiden saavuttamiseen. Kohdeyritys 4:ssä hallituksen muodostivat kaksi pääomasijoittajan edustajaa ja kolme yrityksen ulkopuolista jäsentä. Kohdeyritys 4:ssä pääomasijoittajalla oli suuri merkitys hallituksen kokouksiin, sillä hallituksen kokouksia pidettiin pääomasijoittajan mukaantulon jälkeen kuukausittain, kun aikaisemmin ne olivat harvemmin. Lisäksi hallituksen kokoukset olivat ennen pääomasijoittajan mukaantuloa epämuodollisempia.

”Hallituksen kokouksia oli edellisellä pääomasijoittajalla kerran kuussa ja nykyisellä joka toinen kuukausi. Mutta sitten käydään dialogia kyllä muuten totta kai.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

”Hallituksessa on pääomasijoittajan edustaja ja sitten ulkopuolisia asiantuntijoita. Vaikka yrityksellä on henkilöomistajiakin merkittävästi, niin ne ei ole hallituksessa edustettuna suoraan. On siellä tietysti toimitusjohtaja mukana infoamassa hallitusta, mutta pääasiassa hallitus on pääomasijoittajien muodostama.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

”Ehkä ison vaikutus on siinä, että hallituksen kokoukset on kuukausittain ja sitä toimintaa seurataan ihan eri tasolla ja meaningillä. Ne oli aikaisemmin aika, sanotaanko epämuodollisia kahvitteletuhetkiä.” Kohdeyritys 4:n talousjohtaja.

## Raportointi

Raportoitava aineisto tuotettiin muun muassa kohdeyrityksen kirjanpidon, ERP-järjestelmän, ja muiden operatiivisten järjestelmien avulla. Ison pääomasijoittajan kanssa raportointi koettiin välillä raskaaksi menettelyksi. Kohdeyritys

2:lla oli vertauskohtana aikaisempi pieni pääomasijoitusyritys ja nykyinen iso pääomasijoitusyritys ja kohdeyhtiön talousjohtajan mukaan ison pääomasijoittajan vaatima raskaampi hallinnollinen raportointi ei ole tuottanut yritykselle lisäarvoa ainakaan vielä tähän mennessä. Kohdeyritys raportoi pääomasijoittajalle pääasiassa kuukausiraportin avulla, jossa oli liiketoimintakohtainen tuloslaskelma, sekä yritystasolla tase ja kassavirta.

”Toimintatavoissa on eroa, että ehkä sen pienemmän pääomasijoittajan kanssa mentiin kevyemmällä raportoinnilla ja suoraviivaisemmin ja tämän nykyisen isomman kanssa haetaan vähän enemmän governance asioita ja vähän raskaampaa hallinnollista raportointia.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

”Kummatkin pääomasijoittajat on tuonut lisäarvoa, mutta oma kokemus on, että tällainen raskaampi menettely ei ole tuonut yhtään enempää lisäarvoa. Voihan se pitkällä tähtäimellä tuoda totta kai. Kun kehitetään prosesseja se tuo kustannuksia, mutta varmasti se pitkässä juoksussa näkyy positiivisesti, mutta ehkä ei nyt vielä niin kauheasti.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

Kohdeyritys 3:n talousjohtajan mukaan myös heidän yrityksessään raportointivelvollisuus lisääntyi pääomasijoittajan myötä. Pääomasijoittaja ei ole antanut taloudellista neuvoa juurikaan kohdeyritys 3:lle, sillä sille ei ole ollut tarvetta.

”Vähemmän antaa taloudellista neuvontaa. Varmaan, jos olisi enempi tarvetta sille, niin voisi saada.” Kohdeyritys 3:n talousjohtaja.

Kohdeyritys 4:n talousjohtajan mukaan pääomasijoittajan myötä raportointivelvollisuudet ovat kasvaneet. Kohdeyrityksessä koettiin, että pääomasijoittaja ei osallistunut riittävästi taloudelliseen neuvonantoon ja tuottanut sitä kautta yritykselle lisäarvoa.

”Aluksi raportointi oli aika vaatimatonta, tehtiin ehkä 4-5 powerpoint slideä ja sitä sitten ruvettiin kehittämään, että mitä se raportointi voisi olla ja mitkä luvut tukisi sitä hallitustoimintaa. Sitten me alettiin seuraamaan muutamia tällaisia kpi- eli suorituskykymittareita ja vähän eri systeemeistä kerättiin dataa ja loppupeleissä oli semmonen varmaan kolmenkymmenen sliden numerohässäkkä.” Kohdeyritys 4:n talousjohtaja.

”No mitenhän tän sanois kauniisti, mä olin yllätynyt siitä kuinka vähäinen se hallituksen ja pääomasijoittajan anti oli tossa meidän melkein kolmen vuoden aikana oli, olisin odottanut enemmän. Mutta se lähtee myös siitä, että millä tavalla pääomasijoittaja suhtautuu yhtiöön. Tietyllä tavalla tuo on hyvä, että tavallaan ideat ja kasvuedotukset tulee sieltä yhtiön sisältä, jotka näkee markkinan ja tietää se paremmin kuin pääomasijoittajat ja hallituksen edustajat. Mutta sitten toisaalta se on vähän silleen, että miksi hallitus on olemassa, jos sieltä ei tule mitään lisäarvoa käytännössä, että se on ehkä se kolikon toinen puoli. Mä en itse ainakaan kokenut, että sieltä olis sellasta firman kasvattamiseen liittyviä neuvoja tai ohjeita tai ajatuksia tullut, mikä oli musta aika mielenkiintoinen.” Kohdeyritys 4:n talousjohtaja.

## Palkitseminen

Kohdeyhtiö 2:n pääomasijoittaja on tuonut näkemyksiä palkitsemiskäytäntöjen suhteen. Palkitsemiskäytäntöjä arvioidaan tulevaisuudessa ja mahdollisesti tul-

laan uudistamaan pääomasijoittajan näkemysten mukaisesti, mutta prosessi on vielä työn alla. Pääomasijoittajalla ei ole ollut vaikutuksia kohdeyritys 3:n palkitsemiskäytäntöihin, sillä pääomasijoittaja on ollut tyytyväinen nykyiseen palkitsemisjärjestelmään. Kohdeyritys 4:ssä muutettiin myyjien provisiomallia, mutta se oli lähempänä operatiivista toimea, kuin hallitusasiaa.

”Palkitsemisesta ollaan tekemässä ajatuksia, että mitä voitaisiin tehdä, että pääomasijoittajat on siinä tuonut omia näkemyksiä.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

”Ei juurikaan vaikutusta palkitsemiseen, ei oikeastaan oo semmosta. Yhdessä vaiheessa muutettiin myyjien provisiomalli ja kyllä me se pyöräytettiin hallituksen kautta, mutta se on hyvin lähellä, onko se operatiivista vai hallituksen asia. Hallitus käytännössä päättää toimitusjohtajan ja johtoryhmän bonusmalleista, mutta meillä ei ollut muutenkaan mitään bonusmalleja.” Kohdeyritys 4:n talousjohtaja.

## Budjetointi

Pääomasijoittajilla ei ole ollut vaikutuksia kohdeyritys 2:n ja 3:n budjetointikäytäntöihin, sillä pääomasijoittajat olivat tyytyväisiä yritysten nykyisiin käytäntöihin. Kohdeyritys 4:n pääomasijoittaja kehitti kohdeyrityksen budjetointimenetelmiä siten, että kohdeyrityksessä alettiin konkreettisesti miettimään keinoja budjetoinnin parantamiseksi ja sitä kautta yritykselle muodostui toimiva strategia. Budjetoinnin kehittäminen vaikutti myös siihen, että kohdeyrityksessä keskityttiin enemmän yrityksen kasvuun.

”No joo ei siinä ehkä, että se on enemmän ollut nyansseja, että se on hoidettu aikalailla itse, että he on ollut siihen tyytyväisiä, että ei oo tarpeita muokata.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

”Ei ole ollut mitään vaikutuksia budjetointiin.” Kohdeyritys 3:n talousjohtaja.

”Budjetoinnin myötä alettiin ymmärtää toimintaa paremmin ja sitä mistä kasvu tulee ja lähetettiin oikeasti hakemaan sitä kasvua ja suunnattiin meidän voimavarat siihen, niin siinä mielessä se oli hyvä harjoitus ja johti varmaan siihenkin miksi meidät ostettiin.” Kohdeyritys 4:n talousjohtaja.

”Hallitus ei hyväksynyt sellaista budjettia mikä aluksi esiteltiin, että tietyllä tavalla se on hyvä, että esiteltiin sellainen vajaa budjetti, koska se pakottaa hallituksen ja johdon miettimään mistä se kasvu oikeasti tulee.” Kohdeyritys 4:n talousjohtaja.

## Organisaation rakenne

Pääomasijoittajat ovat vaikuttaneet kohdeyritystensä organisaation rakenteeseen eri tavoilla. Kohdeyritys 2:n osalta organisaation rakenteeseen vaikutettiin siten, että avainhenkilöiden asemaan vaikutettiin hallituksen kautta. Kohdeyritys 3:ssa puolestaan hallitus vaihtui saman tien, kun pääomasijoittaja tuli mukaan yritykseen. Kohdeyritys 4:ssä myös hallituksen kokoonpano muuttui pääomasijoittajan myötä, mutta muuten pääomasijoittaja ei varsinaisesti vaikuttanut kohdeyrityksen organisaation rakenteeseen. Yrityksestä jättäytyi muutama

omistaja pois pääomasijoittajan ostettua yrityksen osake-enemmistö, mutta se tapahtui heidän omasta tahdostaan.

”Organisaation rakenteeseen sitä kautta, että hallitus vaihtui saman tien silloin. Silloin hallitus oli rakennettu eri tavalla, mitä sitten kun pääomasijoittaja tuli yritykseen mukaan. Tuli vahva edustus sinne hallitukseen.” Kohdeyritys 3:n talousjohtaja.

”Se mikä aina tapahtuu, että kun tällainen pienempi firma myydään, niin näe jotka ei oo tottunut tällaiseen isomman firman tai korporaation tai pääomasijoittajan kanssa toimimaan, niin usein sieltä jättyy vanhoja omistajia muutama pois ja niin meillekin kävi. Tietyllä tavalla se liittyy siihen, ettei oo valmiina tollaseen isompaan ja toisaalta tos on jonkin verran rahaakin kiinni, niin ihmiset kattoo, että voi ottaa vähä löysemmin ja voi ottaa vaikka pari sabattivuotta.” Kohdeyritys 4:n talousjohtaja.

### Suoritusmittaus

Isojen pääomasijoittajien tärkein tavoite oli myös kohdeyritysten arvon nousu ja pääomasijoittajien strategiaan kuului muun muassa kohdeyrityksen ohjaaminen, uusien asiakkaiden hankinta ja kulujen seuranta. Tätä varten pääomasijoittajilla oli tiettyjä mittarivaatimuksia, joiden avulla kohdeyritysten arvonnousua voitiin seurata ja ylipäätään tehdä tavoitteista konkreettisempia.

Kohdeyritys 2:n pääomasijoittaja halusi nähdä enemmän erilaisia taloudellisia mittareita ja niitä on tuotettu sen mukaan. Kohdeyritys 2:n pääomasijoittajan päämääränä oli sijoituksen arvonnousu ja sen vuoksi yrityksessä seurattiin tarkemmin erityisesti kasvua, kannattavuutta sekä uusien liiketoimintojen kehitystä. Pääomasijoittaja seurasi myös kassavirtaa ja muita kuukausitason mittareita kuten laskutusastetta ja omaa kvartaaliraportointia, jossa oli taloudelliset luvut + ESG (environmental, social, governance) eli vastuullisen sijoittamisen mittarit. Arviointikriteereinä tavoitteiden seurannassa olivat rahamäärät, aikataulut ja prosentit. Talousjohtajan mukaan iso pääomasijoittaja vaati enemmän kannattavuuteen liittyviä mittareita ja halusi nähdä enemmän lukuja, kuin edellinen pieni pääomasijoittaja.

”Tällä nykyisellä isommalla on vähän enemmän haluja nähdä asioita kuin aikaisemmin, eli on vähän enemmän ja raskaampi.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

Kohdeyritys 3:n pääomasijoittaja määrittäi tavoitteet karkeasti vuosittaiseen kasvuun ja kannattavuuteen. Lisäksi pääomasijoittaja oli kiinnostunut yrityksen kassavirrasta. Kohdeyritys sai riittävän raportointimallin jo ennen pääomasijoittajan mukaan tuloa sisäisestä laskennasta ja ulkoisesta kirjanpidosta, mitä tarkasteltiin kuukausittain hallituksen toimesta. Kohdeyrityksellä ei ollut mitään projektiluonteisia tavoitteita eikä niihin liittyviä mittareita.

”Pääomasijoittajalta tulee karkeat tavoitteet vuosittaiseen kasvuun ja kannattavuuteen, eli niitä seurattiin”. Kohdeyritys 3:n talousjohtaja

Kohdeyritys 4:n pääomasijoittaja vaikutti yrityksen suoritusmittaukseen erilaisen mittarien tarkemman seurannan avulla. Pääomasijoittajalle raportoitiin pää-

asiassa kahden mittarin avulla, jotka olivat liikevaihto ja kannattavuus. Tämän lisäksi kohdeyrityksessä seurattiin erilaisia liiketoimintaan liittyviä mittareita, jotka kuitenkin nivoutuvat jollain tavalla liikevaihtoon ja kannattavuuteen. Näitä mittareita talousjohtaja ei halunnut avata sen enempää yrityssalaisuuden vuoksi. Pääomasijoittajan asettamat tavoitteet liittyivät vahvasti taloudelliseen näkökulmiin eli yrityksen kasvuun, eikä yritys oikeastaan muita tavoitteita saanutkaan suoraan. Tavoitteiden seurannan arviointikriteereinä olivat ensisijaisesti prosentit ja sen jälkeen vasta eurot. Kohdeyrityksellä oli yksi ERP-projekti, joka kuitenkin ajettiin alas 4-5 kuukauden aikana. Yrityksen tarkoituksena oli automatisoida enemmän toimintoja ulkopuolisen konsultin avustuksella, mutta se todettiin äärimmäisen haastavaksi projektiksi ja sen vuoksi siitä luovuttiin.

”Oli oikeastaan kaksi mittaria minkä avulla pääomasijoittajille raportoitiin, jos miettii päämittareita, niin ne olivat liikevaihto ja kannattavuus. Sen lisäksi olihan meillä kaikenlaisia muitakin mittareita, mutta ne on ehkä enemmän sellaista detail hommaa, mikä liittyy tohon meidän bisnekseen.” Kohdeyritys 4:n talousjohtaja.

”Arviointikriteereinä olivat kyllä ensiksi prosentit ja sen jälkeen eurot, että kyllä ne prosentit merkkää ehkä kuitenkin enemmän kuin euromääräinen. Tietysti sitten kun pääomasijoittaja lähtee katsomaan omaa exittään, niin siinä vaiheessa kannattavuus on se ainoa luku mitä katsotaan, kun sen perusteella tehdään yrityksen arvonmäärittäminen aika pitkälle.” Kohdeyritys 4:n talousjohtaja.

#### Yhteydenpito pääomasijoittajan kanssa

Kohdeyritykset kokivat yleisesti pääomasijoittajan yhteydenpidon kohdeyritykseen riittävänä. Kohdeyritys 2:n talousjohtaja koki, että iso pääomasijoittaja osallistui kohdeyrityksen toimintaan enemmän, suuremman informaation määrän ja raskaamman raportoinnin vuoksi. Kohdeyritys 3 koki viikoittaisen yhteydenpidon helpoksi ja sujuvaksi pääomasijoittajan kanssa. Kohdeyritys 4:ssä pääomasijoittaja oli yhteydessä yritykseen kerran kuukaudessa hallituksen kokouksen välityksellä ja talousjohtajan kanssa viikoittain.

”Molemmat pääomasijoittajat osallistuvat ihan riittävästi, jos pystytään toimittamaan se mitä on sovittu. Mutta ehkä niin kun toi informaation määrä ja raportointi on raskaampaa, niin sitä kautta tietysti isompi pääomasijoittaja osallistuu enemmän. Mutta sanotaanko isommat osallistuvat enemmän ja tekevät tarvittaessa suunnan korjauksia ja ehkä strategiatyöskentelyssä nykyinen iso pääomasijoittaja on vähän aktiivisempi.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.

”Kyllä se ainakin talouden kanssa osallistuu, että se on jatkuvaa ja helppoa heidän kanssaan.” Kohdeyritys 3:n talousjohtaja

”Joo mun mielestä pääomasijoittaja oli riittävästi yhteydessä, kun olen kuullut sitäkin, että joka perjantai kello 17 katotaan lukuja, niin tää ei ollut sellasta, että se hajotaisi kyllä sitten täysin. Tää oli niinku riittäväällä tavalla mukana ja tietysti kun on säännöllisesti kuukausittain noi hallituksen kokoukset.” Kohdeyritys 4:n talousjohtaja.



## Odotukset pääomasijoittamisesta

Kohdeyrityksillä oli pääosin positiivisia odotuksia pääomasijoittajasta. Kohdeyritys 2:n talousjohtajan mukaan pääomasijoittaja sopii yrityksen kuvioihin mukaan parhaiten silloin, kun halutaan, että asiat tapahtuvat ja etenevät nopeasti yrityksen sisällä.

*”Pääasiassa voisin sanoa, että kokemukset ovat olleet positiivisia pääomasijoittajien kanssa tässä nykyisessä ja edellisessäkin yrityksessä. Varmaan kaikille ei tämä ehkä sovi heidän kanssaan työskentely ja sitten taas ehkä ne jotka tykkää tällaisesta projektista ja siitä, että asiat tapahtuu nopeasti, niin silloin se on ok.” Kohdeyritys 2:n talousjohtaja.*

Kohdeyritys 3:n odotti pääomasijoittajalta yrityksen kasvun vauhdittamista ja rohkeutta päätöksentekoon.

*”No kyllä se varmaan liittyi siihen, että pääomasijoittaja toisi sellaisen tietynlaisen rohkeuden. Silloin, jos yrityksen omistaja ja perustajat on ollut matkassa koko ajan, niin jossain vaiheessa tulee ns. lasikatto vastaan, että ei uskalla tuplata sitä sijoituskensa arvoa niin rohkeasti, kuin silloin kun on pääomasijoittaja mukana.” Kohdeyritys 3:n talousjohtaja.*

Kohdeyritys 4:ssä odotukset ja todellisuus pääomasijoittajasta eivät toteutuneet täysin. Vanhat omistajat odottivat, että pääomasijoittajalla olisi ollut selkeä sabluuna millä lähdetään rakentamaan ja kasvattamaan yritystä. Todellisuudessa uudet ideat ja liiketoiminta-alueiden kasvu ja kannattavuussuuntaukset pitivätkin tulla yrityksestä. Tästä huolimatta kohdeyritys 4:n talousjohtajan mukaan pääomasijoittajasta oli enemmän positiivisia kokemuksia.

*”Vanhat omistajat odottivat, että kun pääomasijoittaja tulee, niin niillä on selkeä sabluuna millä he lähtee tätä rakentamaan ja kasvattamaan. Sitten se kääntyi vähän pääläelleen, että ne ideat pitääkin tulla sieltä firmasta ja mikä on se liiketoiminta-alue jota lähteä kasvamaan ja on kannattavaa, että siinä mielessä odotukset ja todellisuus ei kohdanneet.” Kohdeyritys 4:n talousjohtaja.*

*”Pääosin positiivista sanottavaa pääomasijoittajasta, osaavaa ja asiantuntevaa väkeä ja sellaisia helposti lähestyttäviä ja asioista pystyi keskustella aina ilman mitään valtavaa tunneryöppyä. Asiallista businesskäytöstä.” Kohdeyritys 4:n talousjohtaja.*

## 5.5 Pienten ja isojen pääomasijoittajien vertailu

Tässä luvussa esitetään tiivistetysti, miten pääomasijoittajat ovat vaikuttaneet kohdeyritystensä talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen ja miten pääomasijoittajat ovat luoneet lisäarvoa kohdeyrityksen talousjohtamiskäytäntöjen kehittämisellä. Lisäksi vertaillaan isojen ja pienten pääomasijoittajien välisiä eroavaisuuksia kohdeyritysten talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen ja lisäarvon luomiseen. Alla olevaan taulukko 2:een on kirjattu kunkin kohdeyrityksen osalta eri sarakkeisiin kyllä tai ei, riippuen siitä onko pääomasijoitusyrityksellä ollut vaikutusta kohdeyrityksen talousjohtamiskäytäntöihin. Pienten pääomasijoi-

tusyritysten kohdeyritykset ovat taulukon vasemmalla puolella ja isojen pääomasijoitusyritysten kohdeyritykset vastaavasti taulukon oikealla puolella.

TAULUKKO 2 Pienten ja isojen pääomasijoitusyritysten vaikutus kohdeyrityksiin.

	Kohdeyritys1	Kohdeyritys2	Kohdeyritys2	Kohdeyritys3	Kohdeyritys4
Yritystiedot	Liikevaihto 32 milj. Henkilöstöä 440	Liikevaihto 32 milj. Henkilöstöä 260	Liikevaihto 32 milj. Henkilöstöä 260	Liikevaihto 30 milj. Henkilöstöä 300	Liikevaihto 34 milj. Henkilöstöä 64
Pääomasijoitusyrityksen koko	<b>Pieni</b>	<b>Pieni</b>	<b>Iso</b>	<b>Iso</b>	<b>Iso</b>
Laskentajärjestelmä	Ei	Ei	Ei	Ei	Ei
Palkitseminen	Kyllä	Ei	Kyllä	Ei	Ei
Budjetointi	Kyllä	Ei	Ei	Ei	Kyllä
Suoritusmittaus	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Organisaatorakenne	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Hallitustyöskentely	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Raportointi	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä

### Laskentajärjestelmä

Tutkimukseen osallistuneiden kohdeyritysten talousjohtajat eivät kokeneet, että pääomasijoitusyritykset olisivat vaikuttaneet kohdeyritysten varsinaisiin laskentajärjestelmiin, sillä entiset järjestelmät olivat kaikissa kohdeyrityksissä käytössä pääomasijoittajan mukaantulon jälkeenkin. Sen sijaan kaikissa kohdeyrityksissä pääomasijoittaja vaikutti laskentajärjestelmistä saatavan datan määrään ja laatuun. Pääomasijoittajat vaikuttivat esimerkiksi kohdeyritysten laskentatavoihin ja pääomasijoittajilla oli tarkat vaatimukset, mitä laskelmia yrityksestä haluttiin nähdä ja erilaisia laskelmia tuotettiin aikaisempaa enemmän.

### Palkitseminen

Kaksi kohdeyritystä koki, että pääomasijoittaja kehitti kohdeyritysten palkitsemisjärjestelmää pienin askelin eteenpäin ja tuottivat näin ollen myös lisäarvoa kohdeyrityksiin motivoimalla työntekijöitä tuloksellisempaan suuntaan. Pienen pääomasijoitusyrityksen kohdeyritys 1:n talousjohtajan mukaan hallitus otti kantaa yrityksen palkitsemispolitiikkaan, kun ennen pääomasijoittajaa hallitus ei vaikuttanut palkitsemiseen juuri ollenkaan. Kohdeyrityksessä luotiin niin sanottu governance -säännös, jonka perusteella palkitseminen otettiin mukaan hallituksen päätettäväksi oleviin asioihin ja näin ollen pääomasijoittajalla oli mahdollisuus vaikuttaa palkitsemiseen hallituksen kautta. Sen sijaan ison pääomasijoittajan kohdeyritys 2:n palkitsemiskäytäntöjä vasta arvioitiin ja mahdol-

lisesti uudistetaan pääomasijoittajan näkemysten mukaisesti, eli pääomasijoittaja kuitenkin toi yritykseen vahvasti omia kehitysideoita palkitsemisen suhteen. Muiden kohdeyritysten pääomasijoittajat eivät kehittäneet kohdeyritystensä palkitsemisjärjestelmää, vaan palkitsemiskäytännöt pysyivät entisellään pääomasijoittajan yritykseen mukaantulon jälkeenkin. Pääomasijoitusyrityksen koolla ei siis tämän tutkimuksen valossa ollut merkitystä yrityksen palkitsemiskäytäntöjen kehittämisessä, sillä tässä tutkimuksessa sekä iso, että pieni pääomasijoittaja kehittivät kohdeyritystensä palkitsemiskäytäntöjä ja toisaalta taas loput pieni ja kaksi isoa pääomasijoittajaa olivat kehittämättä kohdeyrityksen palkitsemiskäytäntöjä.

### Budjetointi

Yksi pienen pääomasijoittajan kohdeyritys ja yksi ison pääomasijoittajan kohdeyritys kokivat, että pääomasijoittajat kehittivät yrityksen budjetointimenetelmiä ja tuottivat sitä kautta lisäarvoa yrityksiin, kun yrityksen toimintaa ja kasvun muodostumista voitiin ymmärtää paremmin. Kohdeyritys 1:n pieni pääomasijoittaja vaikutti kohdeyrityksen budjetointiin merkittävästi, sillä yrityksellä ei ole aikaisemmin ollut lainkaan käytössä varsinaisia budjetointimenetelmiä. Kohdeyritys 4:ssä ison pääomasijoittajan myötä alettiin miettiä keinoja siihen, että miten budjetointia voitiin kehittää. Paremman budjetointimenetelmän avulla yrityksessä keskityttiin enemmän myös yrityksen kasvutekijöihin. Sen sijaan muiden kohdeyritysten pääomasijoittajat olivat tyytyväisiä nykyisiin budjetointikäytäntöihin. Kohdeyritysten asiantuntijoiden mukaan pääomasijoittajat kuitenkin osallistuisivat kehittämistyöhön, mikäli nykyinen budjetointikäytäntö ei olisi toimiva. Pääomasijoitusyrityksen koolla ei tähän tutkimukseen valittujen kohdeyritysten osalta ollut merkitystä budjetoinnin kehittämisessä. Enemminkin kohdeyritysten tilanne vaikutti siihen, että joidenkin yritysten budjetointikäytännöissä oli kehittämisen varaa.

### Suoritusmittaus

Kaikissa tutkimuksessa mukana olleissa kohdeyrityksissä koettiin, että pääomasijoittaja kehitti kohdeyrityksen suoritusmittausta. Pääomasijoittajien tärkeimpänä ja usein ainoana tavoitteena pidettiin kohdeyritysten maksimaalista arvonnousua ja sitä seurattiin erilaisten mittareiden avulla. Kohdeyrityksissä seurattiin muun muassa kasvun ja kannattavuuden kehittymistä, sekä erilaisia liiketoimintaan liittyviä mittareita, jotka nivoutuvat liikevaihtoon ja kannattavuuteen. Kaikissa kohdeyrityksissä tärkeimpinä mittareina pidettiin liikevaihtoa ja käyttökattetta pääomasijoittajalle raportoitaessa yrityksen taloudellisesta tilanteesta. Lisäksi kaksi talousjohtajaa mainitsi erikseen myös kassavirran tärkeänä yrityksen maksuvalmiudesta kertovana mittarina. Tavoitteiden seurannassa arviointikriteereinä olivat vaihtelevasti prosentit, aikataulut ja rahamäärät, näistä kuitenkin yleisimmin prosentit. Pääomasijoitusyrityksen koolla ei nähdä olevan juurikaan vaikutusta kohdeyritysten suoritusmittauksen kehittämisen

suhteen, kun tarkastellaan kaikkien tutkimuksessa mukana olleiden kohdeyritysten välisiä kokemuksia. Kuitenkin kohdeyritys 2:lla on omakohtaisia kokemuksia pienen ja ison pääomasijoittajan välillä. Kohdeyrityksellä on ollut sekä pieni, että iso pääomasijoittaja ja kohdeyrityksen talousjohtajan mukaan pääomasijoittajien välillä oli eroavaisuuksia sen suhteen, että iso pääomasijoittaja vaati nähdä enemmän mittareita. Näitä olivat esimerkiksi laskutusaste ja vastuullisen sijoittamisen mittarit.

### Organisaatorakenne

Kaikki kohdeyritykset kokivat, että pääomasijoittajat vaikuttivat kohdeyritystensä organisaation rakenteeseen jollakin tavalla. Kaikissa kohdeyrityksissä esimerkiksi hallituksen kokoonpano muuttui pääomasijoittajan myötä. Kaikkien kohdeyritysten hallitukseen tuli vähintään yksi pääomasijoittajan edustaja ja yrityksen ulkopuolinen jäsen. Lisäksi esimerkiksi yhden pienen pääomasijoittajan mukaantulo yritykseen näkyi organisaation rakennemuutoksessa myös esimerkiksi yrityksen toimitusjohtajan vaihtumisena. Nämä muutokset tuovat lisäarvoa sen kautta, että päättävissä elimissä olisi mahdollisimman ammattitaitoisia henkilöitä viemään kohdeyritystä eteenpäin. Yleisesti kohdeyrityksissä koettiin, että pääomasijoittajat eivät suoranaisesti vaikuttaneet esimerkiksi yritysten työrooleihin. Pääomasijoitusyrityksen koolla ei ollut vaikutusta organisaation rakenteeseen tämän tutkimuksen valossa, sillä yhtä lailla pienet ja isot pääomasijoittajat vaikuttivat hallituksen muutoksiin.

### Hallitustyöskentely

Kaikki pääomasijoitusyritykset ovat olleet muodostamassa kohdeyritystensä hallitusta ja vaikuttaneet aktiivisesti kohdeyritystensä hallitustyöskentelyyn. Osallistumalla kohdeyrityksen hallitustyöskentelyyn, pääomasijoittaja tuotti lisäarvoa kohdeyritykselleen mm. neuvoannon ja kokemuksen kautta. Kohdeyritysten hallituksissa oli 4-6 henkilöä; pääomasijoittajan edustajia, yrityksen sisäisiä henkilöitä ja lisäksi ulkopuolisia edustajia. Kaikissa kohdeyritysten hallituksissa vaikuttavat henkilöt olivat pitkän kokemuksen omaavia liikkeenjohtajia. Pääomasijoittajien edustajia oli hallituksessa kohdeyrityksestä riippuen 1-3 henkilöä. Hallituksen kokoukset olivat kuukausittain kaikissa muissa, paitsi yhdessä ison pääomasijoittajan kohdeyritys 2:ssa, jossa hallituksen kokoukset olivat joka toinen kuukausi. Yhdessä ison pääomasijoittajan kohdeyrityksessä hallituksen kokouksia pidettiin pääomasijoittajan mukaan tulon jälkeen kuukausittain, kun aikaisemmin kokoukset olivat harvemmin. Hallitustyöskentelyyn ei ollut suoranaista vaikutusta sillä, minkä kokoinen kohdeyrityksen pääomasijoitusyritys oli.

## Raportointi

Kaikki tutkimukseen osallistuneiden kohdeyritysten pääomasijoittajat osallistuivat kohdeyritystensä raportointikäytäntöjen kehittämiseen. Pääomasijoittajille raportoitava aineisto tuotettiin pääasiassa kirjanpidon, ERP-järjestelmän ja muiden operatiivisten järjestelmien avulla ja raportointi tapahtui yleensä kuukausittain. Yleisesti kohdeyrityksissä koettiin, että raportointivelvollisuus kasvoi pääomasijoittajan mukaantulon jälkeen. Isojen pääomasijoittajien kohdeyrityksissä ja yhden pienen pääomasijoittajan kohdeyrityksessä raportointivelvollisuuksien lisääntymistä ei koettu lisäarvoa tuottavana toimena, vaan päinvastoin aikaa vievänä toimena. Yhdessä pienen pääomasijoittajan kohdeyrityksessä lisääntyvien raportointivelvollisuuksien ajateltiin puolestaan tuovan muun muassa taloudellista neuvoa ja lisää analyttisyyttä, mikä tuottaa puolestaan lisäarvoa yritykselle. Haastattelujen perustella voidaan havaita, että kohdeyritys 2:ssa pienemmän pääomasijoittajan kanssa raportointi oli kevyempää ja suoraviivaisempaa kuin isomman pääomasijoittajan kanssa. Muissa kohdeyrityksissä pääomasijoitusyritysten koolla ei ollut havaittavissa suurempia eroavaisuuksia kohdeyritysten raportointikäytäntöjen kehittämisen suhteen.

## Muut havainnot

Useilla haastatteluissa mukana olevilla kohdeyritysten asiantuntijoilla oli uransa ajalta kokemusta sekä pienistä, että isoista pääomasijoitusyrityksistä monissa eri kohdeyrityksissä. Yleinen mielipide oli se, että pienillä ja isoilla pääomasijoitusyrityksillä on eroja. Isojen pääomasijoitusyritysten toiminta koettiin yleisesti ammattimaisempana, vaikka periaatteet ovatkin samat. Isoissa pääomasijoitusyrityksissä myös exit oli selkeämpänä tavoitteena ja sen eteen tehtiin tavoitteellisemmin töitä, jotta yrityksestä saatiin mahdollisimman suuri arvo exit-vaiheessa. Lisäksi isot pääomasijoittajat seurasivat kohdeyrityksen arvoa selkeästi enemmän, kuin pienemmät pääomasijoittajat. Isojen pääomasijoitusyritysten kasvuvauhti oli yleensä myös nopeampaa, kuin pienien pääomasijoittajien kohdeyritysten. Lisäarvon luomisen kannalta asiantuntijat eivät nähneet suuria eroja isojen ja pienempien pääomasijoittajan välillä. Edellä mainitut havainnot ovat siis tämän tutkimuksen haastateltavien kokemuksia yleisesti monissa eri yrityksissä uransa ajalta.

Seuraavassa luvussa käydään läpi tutkimuksen kannalta merkittävimpiä johtopäätöksiä, perehdytään tutkimuksen rajoitteisiin ja esitetään jatkotutkimusaiheita.

## 6 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkimuksen tarkoituksena oli tutkia ensinnäkin, miten pääomasijoitusyritykset vaikuttavat kohdeyritystensä talousjohtamiskäytäntöjen, kuten palkitsemisen, budjetoinnin, suoritusmittauksen, raportoinnin, hallitustyöskentelyn ja organisaatorakenteen kehittämiseen, ja toisena luovatko pääomasijoittajat lisäarvoa kohdeyritysten talousjohtamiskäytäntöjen kehittämisen kautta. Lisäksi selvitettiin, onko pääomasijoitusyrityksen koolla merkitystä kohdeyrityksen talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen ja lisäarvon luomiseen. Tutkimustavoitteita lähestyttiin seuraavien tutkimuskysymysten avulla:

- 1) Miten pääomasijoittaminen näkyy pääomasijoitusyrityksen salkussa olevassa yrityksessä?
- 2) Miten pääomasijoitusyritys on vaikuttanut kohdeyrityksen talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen ja lisäarvon luomiseen?
- 3) Onko pääomasijoitusyrityksen koolla merkitystä kohdeyrityksen talousjohtamiskäytäntöjen kehittämisessä ja lisäarvon luomiseen?

Tutkimuskysymyksiin etsittiin vastauksia aiheeseen liittyvästä kirjallisuudesta ja haastattelemalla pääomasijoitusyritysten kohdeyritysten asiantuntijoita. Haastattelut toteutettiin teemahaastattelemalla neljää eri kohdeyrityksen talousjohtajaa, joilla oli kokemusta joko pienestä, isosta tai molemmista pääomasijoitusyrityksistä. Tämän jälkeen haastatteluaineisto analysoitiin ja jäsenneltiin teemoittain. Tulokset perustuvat aineistoon ja täten johtopäätökset muodostuvat tuloksista ja aineistosta. Kaikkiin tutkimuskysymyksiin löydettiin vastaukset, joita esitellään seuraavaksi.

Kaikki tähän tutkimukseen osallistuneet kohdeyritysten talousjohtajat olivat sitä mieltä, että pääomasijoitusyrityksillä oli kohdeyrityksiin pääasiassa positiivinen vaikutus ja ne osallistuivat kohdeyritysten toimintaan riittävästi. Tärkeimpinä seikkoina haastatteluista nousi esiin kohdeyrityksen liiketoiminnan nopeampi kasvu, yritysostojen lisääntyminen, rohkeus toteuttaa asioita, kansainvälistymisen vauhdittaminen ja yrityksen toiminnan ohjaaminen parempaan suuntaan. Aikaisempien tutkimustulosten mukaan pääomasijoittami-

nen ensinnäkin mahdollistaa liiketoiminnan harjoittamisen useissa yrityksissä, joilta muuten puuttuvat tarvittavat resurssit. Pääomasijoittaminen tuottaa myös lisäarvoa, kuten johtamiskokemusta, ammatillista seurantaa ja neuvontaa. Penederin (2009) tutkimus osoittaa myös, että pääomasijoittajavetoiset yritykset ovat keskimääräistä innovatiivisempia ja kasvavat nopeammin kuin muut yritykset. Toisaalta pääomasijoittajat rahoittavat keskimääräistä innovatiivisempia yrityksiä, ne eivät siis välttämättä tee kaikista yrityksistä innovatiivisempia. (Peneder 2009.) Lisäksi yksi tämän tutkimuksen kohdeyritys koki hyötyvänsä pääomasijoittajan markkinatuntemuksesta ja asiakasvinkkauksista puolin ja toisin. Aikaisempien tutkimustulosten mukaan pääomasijoitusyritykset ovat vahvasti sitoutuneita tukemaan yrityksiä taloudellisen ja inhimillisen pääoman suhteen (Proksch ym. 2016). Wrightin ja Robbien (1998) ja Penederin (2009) tutkimukset puoltavat sitä, että pääomasijoittajien mukanaolo yrityksissä auttaa yrityksiä kasvamaan nopeammin ja tuottamaan paremmin. Naman ja Lowen (2014) ja Prokschin (2016) mukaan pääomasijoitusyritykset voivat myös hankkia uusia kontakteja ja asiakkaita kohdeyrityksille hyödyntämällä heidän verkostojaan tai ne voivat ottaa käyttöön orgaanisia tai epäorgaanisia liiketoiminnan laajentamisstrategioita. Pääomasijoittajien ulkopuolisten palveluntarjoajien kanssa tekemästä yhteistyöstä voivat siis hyötyä myös sijoituskohteena olevat yritykset (Luukkonen & Maunula 2007). Tutkimustulosten mukaan ne pääomasijoitusyritykset, joilla oli kokemusta kohdeyrityksen päätoimialasta, tuottivat myös huomattavasti enemmän lisäarvoa kuin ne, joilla on vähemmän tietoa kohdeyrityksen päätoimialasta (Manigart ym. 1996, 440).

Tutkimukseen osallistuneiden kohdeyritysten asiantuntijat kokivat, että pääomasijoitusyritykset eivät vaikuttaneet kohdeyritysten varsinaiseen laskentajärjestelmään ja entiset järjestelmät olivat kaikissa kohdeyrityksissä käytössä pääomasijoittajan mukaantulon jälkeenkin. Sen sijaan pääomasijoittajilla oli vaikutusta kohdeyritysten laskentatapoihin, sillä kaikki pääomasijoitusyritykset vaativat kohdeyrityksiltä enemmän ja tarkempia analyysejä yrityksen sisäisestä laskennasta. Yrityksillä onkin useasti hyvät laskentajärjestelmät ja niistä pystyy näkemään laajasti dataa eri yrityksen osa-alueista, mutta eri asia on mitä dataa yrityksissä tarkastellaan. Haastatteluiden perusteella on havaittavissa, että pääomasijoittajan myötä yrityksessä tarkasteltavan datan määrä lisääntyy huomattavasti.

Tässä tutkielmassa kaksi viidestä pääomasijoitusyrityksestä vaikutti kohdeyritysten palkitsemiskäytäntöjen kehittämiseen hallituksen kautta. Voidaan tehdä johtopäätös, että pääomasijoittajat kehittävät kohdeyritystensä palkitsemiskäytäntöjä silloin, kun he eivät ole siihen tyytyväisiä ja he näkevät palkitsemiskäytäntöjen kehittämällä olevan positiivista vaikutusta yrityksen toimintaan ja mahdollisesti yrityksen arvon kasvattamiseen. Eri pääomasijoittajilla voi olla myös erilaiset näkemykset toimintatavoista, sillä esimerkiksi yhden tutkimuksessa mukana olleen kohdeyrityksen aikaisempi pieni pääomasijoitusyritys ei ottanut kantaa kohdeyrityksen palkitsemiskäytäntöihin, vaan vasta myöhemmin mukaan tullut isompi pääomasijoitusyritys. Nama ja Lowe (2014) mainitsevat tutkimuksessaan, että pääomasijoitusyritykset voivat tuottaa lisäarvoa

muuttamalla kohdeyrityksen palkitsemisjärjestelmiä, sillä monissa yrityksissä palkitsemisjärjestelmät voivat olla huonosti rakennettuja (Nama ja Lowe 2014). Voidaan ajatella, että toimiva palkitsemisjärjestelmä motivoi johtajia ja koko henkilöstöä ja näin ollen päästään parempaan tulokseen. Palkitsemisen avulla voidaan myös ohjata työntekijöitä haluttuun suuntaan.

Haastatteluiden perusteella kaksi viidestä pääomasijoitusyrityksestä vaikuttivat kohdeyritystensä budjetointikäytäntöihin. Prokschin ym. (2016) mukaan pääomasijoitusyritykset auttavat kohdeyrityksiä luomaan mahdollisimman realistisia taloussuunnitelmia ja budjetteja (Proksch 2016). Yksi pieni pääomasijoittaja vaikutti kohdeyrityksen budjetointiin merkittävästi, sillä yrityksellä ei aikaisemmin ollut lainkaan käytössä varsinaisia budjetointimenetelmiä. Yksi iso pääomasijoittaja puolestaan kehotti kohdeyritystään muuttamaan budjetointiaan kokonaisvaltaisemmaksi, kuin mitä se oli aikaisemmin ollut ja näin yrityksessä myös toimittiin. Näin ollen nämä pääomasijoittajat vaikuttivat oleellisesti siihen, miten yrityksen budjetointi tapahtuu. Tämän tutkimuksen perusteella voidaan siis todeta, että pääomasijoittajat kehittävät kohdeyrityksen budjetointimenetelmiä, jos he näkevät sen tarpeellisena yrityksen toiminnan kannalta tai jos kohdeyrityksellä ei ole lainkaan kunnollisia budjetointikäytäntöjä. Voidaan ajatella, että toimivan budjetin avulla pääomasijoitusyritys pystyy myös tietyllä tavalla ohjaamaan yritystä ja seuraamaan tavoitteiden saavuttamisessa, mikä taas puolestaan edes auttaa yrityksen menestymisessä.

Tässä tutkimuksessa kaikki pääomasijoittajat kehittivät kohdeyritystensä suoritusmittausta. Kaikki kohdeyritykset kokivat hyötyvänsä tehokkaasta mittarien seurannasta, vaikka se koettiin välillä työlääksi. Seuranta painottui pääomasijoittajan kohdeyritykseen tulon myötä enemmän kohdeyritysten kasvuun ja kannattavuuteen ja tärkeimpinä talouden raportointimittareina pidettiin liikevaihtoa ja käyttökatetta, sekä parissa kohdeyrityksessä lisäksi kassavirtaa. Haastatteluiden perusteella ei voida tehdä yleistystä siitä, että pääomasijoittajan koolla olisi merkitystä kohdeyrityksen suoritusmittauksen kehittämiseen. Voitiin kuitenkin havaita, että pääomasijoitusyrityksen koolla huomattiin olevan vaikutusta kohdeyrityksessä, jossa oli ollut sekä pieni, että iso pääomasijoittaja. Isompi pääomasijoittaja vaatii nähdä joitakin mittareita enemmän, kuten esimerkiksi yrityksen vastuullisen sijoittamisen mittareita ja talousjohtajan raportointi koettiin yleisesti raskaampana ison pääomasijoittajan kanssa. Croce ym. (2013) korostavat, että pääomasijoittaminen on hyvä keino parantaa yritysten suorituskykyä ja lisätä talousjärjestelmän tehokkuutta. Taloudellisten resurssien tarjoamisen ohella pääomasijoittajat tuottavat myös lisäarvoa parantamalla yrityksen suorituskykyä.

Kaikki kohdeyritykset kokivat, että pääomasijoittajat kehittivät kohdeyritystensä organisaation rakennetta jollakin tavalla. Tämä näkyi yrityksissä esimerkiksi hallituksen kokoonpanon muutoksina, toimitusjohtajan vaihtumisena ja avainhenkilöiden asemaan puuttumisena. Tutkimuksen perusteella voidaan todeta, että pääomasijoittajat kehittävät organisaatorakennetta sen mukaan, mikä ohjaa yritystä parhaiten tuloksellisempaan suuntaan, ja että päättävissä elimissä olisi mahdollisimman ammattitaitoisia henkilöitä. Pääomasijoittajien



toiminta vaihtelee siis yritysten kulloinkin vallitsevan tilanteen mukaan. Nama ja Lowe (2014) puoltavat, että muutokset ja uudelleenjärjestelyt johtoryhmissä, menettelytavoissa ja palkitsemisjärjestelmissä ovat tapoja, joilla pääomasijoitusyhtiöt yrittävät lisätä kohdeyhtiön arvoa. Tämä toimii erityisesti silloin, kun pääomasijoitusyritykset havaitsevat toiminnan tehottomuuden. Large ja Muegge (2007) lisäävät, että yrityksen sisällä tapahtuva aktiivinen suunnittelu ja seuranta tarjoavat kohdeyritykselle arvoa sillä, että pääomasijoittaja osallistuu suoraan yrityksen johtoon.

Kaikki tämän tutkimuksen pääomasijoitusyritykset vaikuttivat myös kohdeyritystensä hallitustyöskentelyyn, ja pääomasijoittajan toimiminen hallituksessa oli monen talousjohtajan mukaan yksi tärkeimmistä ei-rahallista lisäarvoa tuottava asia pääomasijoittajan tuoman kokemuksen kautta. Pääomasijoittajat vaikuttivat kohdeyrityksen asioihin yleensä hallituksen kautta ja tästä syystä hallituksen kokoonpanolla oli suuri merkitys. Kaikissa kohdeyrityksissä hallituksen kokoonpano muuttui vähintään niin, että hallitukseen tuli pääomasijoittajan edustaja tai edustajia. Useimmissa yrityksissä pääomasijoittajien edustajia oli kahdesta kolmeen ja lisäksi kohdeyritysten hallitukseen tuli useimmiten myös yrityksen ulkopuolisia edustajia. Kaikilla tutkimuksen kohdeyrityksillä hallituksen kokouksia oli säännöllisesti, useimmilla kuukausittain. Prokschin ym. (2016) tutkimuksen mukaan monesti tärkein ei-rahallista lisäarvoa tuottava asia kohdeyritykselle on nimenomaan pääomasijoittajan toimiminen hallituksessa, ja pääomasijoittajat vaikuttavat useimmiten kohdeyritystensä hallituksen kokoonpanoon.

Kaikki pääomasijoittajat osallistuivat myös kohdeyritystensä raportointikäytäntöjen kehittämiseen. Kohdeyritykset raportoivat pääomasijoittajille esimerkiksi ERP-järjestelmän ja kirjanpidon avulla. Yleisesti pääomasijoittajat vaativat kohdeyrityksiltä laajempaa ja useimmin tapahtuvaa raportointia, verrattuna tilanteisiin, joissa pääomasijoittajaa ei ole kuvioissa. Raportointi tapahtui kohdeyrityksissä noin kerran kuukaudessa ja yksi kohdeyrityksistä koki pääomasijoittajan tuottavan lisäarvoa taloudellisen neuvonannon ja analyttisyyden lisääntymisen myötä ja loput yrityksistä kokivat raportointivelvollisuuksien lisääntymisen puolestaan lähinnä rasitteena. Haastatteluiden perusteella ei voida tehdä yleistystä siitä, että pääomasijoittajan koolla olisi merkitystä kohdeyrityksen raportoinnin kehittämiseen. Voitiin kuitenkin havaita, että pääomasijoitusyrityksen koolla huomattiin olevan vaikutusta kohdeyrityksessä, jossa oli ollut sekä pieni, että iso pääomasijoittaja. Kohdeyrityksen talousjohtaja koki, että iso pääomasijoittaja osallistui kohdeyhtiön toimintaan enemmän, suuremman informaation määrän ja raskaamman raportoinnin vuoksi. Prokschin ym. (2016) tutkimuksen mukaan yritystoiminnan raportointi on joiltakin osilta puutteellista ja siksi pääomasijoittajat kehottavat yrityksiä parantamaan raportointikäytäntöjä.

Yhteenvetona voidaan todeta, että kaikki pääomasijoittajat kehittivät jollakin lailla kohdeyrityksensä talousjohtamiskäytäntöjä, joiden avulla voidaan seurata myös asetettujen tavoitteiden toteutumista. Lisäksi pääomasijoittajat tuottivat myös lisäarvoa talousjohtamiskäytäntöjen kehittämistoimien kautta.

Kaikilla tutkimuksessa mukana olevilla pääomasijoittajilla oli sama tavoite, eli kohdeyrityksen maksimaalinen arvon nousu ja haastateltavien mukaan juuri muita tavoitteita ei asetettukaan. Tietyllä tavalla se kuulostaa raadolliselle, mutta toisaalta kohdeyritykset saavat siinä samassa yleensä huomattavan paljon lisäarvoa, jonka avulla yritys voi kehittyä ja kasvaa. Pääomasijoittajan tavoitteesta hyötyvät siis pääomasijoittajan lisäksi myös muut mahdolliset omistajat, johto ja työntekijät.

Tutkimuksessa mukana olevien talousjohtajien haastatteluiden perusteella voidaan havaita, että pääomasijoitusyritysten koolla ei ole juurikaan merkitystä kohdeyritysten talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen ja lisäarvon luomiseen. Yhtä lailla pienet pääomasijoitusyritykset ja isot pääomasijoitusyritykset osallistuivat koosta riippumatta kohdeyritysten organisaatorakenteen, hallitustyöskentelyn ja raportoinnin kehittämiseen. Palkitsemisen, budjetoinnin ja suoritusmittauksen osalta pääomasijoitusyritysten käytännöt kohdeyritysten kehittämisen kannalta vaihtelivat, mutta ei niin paljon, että tämän tutkimuksen valossa voitaisiin tehdä johtopäätöksiä pienen ja ison pääomasijoittajan välillä. Sapienzan (1992) tutkimustulokset puoltavat sitä, että pääomasijoitusyritysten koolla ei ole vaikutusta sijoitusten onnistumiseen tai pääomasijoittajien aktiiviseen osallistumiseen kohdeyrityksissä (Sapienza 1992). Voidaan ajatella, että pienillä ja isoilla pääomasijoittajilla on kuitenkin sama tavoite eli yrityksen arvon kasvattaminen ja pääomasijoittajat haluavat edesauttaa sitä kaikin keinoin, muun muassa talousjohtamiskäytäntöjä kehittämällä, joka auttaa myös strategian toteuttamisessa.

## 6.1 Tutkimuksen rajoitteet

Tutkimuksessa oli osallisena eri puolelta Suomea neljä eri kohdeyritystä, joilla oli kokemusta joko pienestä, isosta tai molemmista pääomasijoittajista. Kaikki kohdeyritykset olivat samalta toimialalta ja saman kokoluokan buy-out-sijoituksen saaneita yrityksiä. Kohdeyritykset olivat suomalaisia, lukuun ottamatta yhtä yritystä, joka myytiin vuonna 2019 ulkomaiseen omistukseen. Lisäksi vaatimuksena oli, että osalla kohdeyrityksistä oli kokemusta pienistä pääomasijoitusyrityksistä ja osalla taas isoista pääomasijoitusyrityksistä, jotta pienten ja isojen pääomasijoitusyritysten toimintatapoja voitiin vertailla keskenään. Näiden kriteerien pohjalta tutkimukseen ei löytynyt laajempaa kohdeyritysten määrää, jotka olisivat täyttäneet edellä mainitut vaatimukset. Tutkimuksen tuloksia ei voi siis yleistää pelkästään jo vähäisen kohdeyritysten määrän vuoksi. Aikaisempien tutkimuksien tulokset ovat kuitenkin samansuuntaisia tämän tutkimuksen kanssa.

## 6.2 Jatkotutkimusaiheet

Pääomasijoitusyritysten vaikutuksista kohdeyrityksen talousjohtamiskäytäntöihin voitaisiin tutkia myös pääomasijoittajan näkökulmasta eli haastatteleamalla kohdeyritysten pääomasijoitusyritysten asiantuntijoita tai mahdollisesti sekä kohdeyritysten asiantuntijoita, että pääomasijoitusyritysten asiantuntijoita. Näin ollen tutkimukseen saataisiin uusia näkökulmia ja syvempää tietoa aiheesta. Lisäksi tutkimuksen voisi toteuttaa eri toimialoilla toimivilla kohdeyrityksillä ja vertailla mikä vaikutus toimialalla on pääomasijoittajan kohdeyrityksen talousjohtamiskäytäntöjen kehittämismenetelmissä.

Tässä tutkimuksessa tarkasteltiin buyout-sijoituksen saaneita yrityksiä, joten mahdollinen jatkotutkimus voisi koskettaa myös eri kehitysvaiheessa olevia kohdeyrityksiä ja sitä, miten pääomasijoittajat vaikuttavat niiden talousjohtamiskäytäntöihin.

## LÄHTEET

- Alasuutari, P., Koskinen, I. & Peltonen, T. 2005. Laadulliset menetelmät kauppatieteissä. Tampere: Vastapaino.
- Baum, J. & Silverman, B. 2004. Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing*. Vol 19, 411-436.
- Becsky-Nagy, P. & Karaszi, E. 2015. Capital structure and venture capital. *Annals of the University of Oradea: Economic Science*. Vol. 25 (1), 783-791.
- Bertoni, F., Deschryvere, M. & Luukkonen, M. The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds. *Technovation*. Vol. 33 (4-5), 154-162.
- Cassar, G. 2004. The financing of business start-ups. *Journal of Business Venturing*. Vol. 19 (2), 261-283.
- Croce, A., Marti', J. & Murtinu, S. 2013. The impact of venture capital on the productivity growth of European entrepreneurial firms: 'Screening' or 'value added' effect? *Journal of Business Venturing*. Vol. 28 (4), 489-510.
- Dall'Olmo Riley, F., De Chernatony, L. & Harris, F. 2000. Added value: its nature, roles and sustainability. *European Journal of Marketing*. Vol. 34(1/2), 39-56.
- Dul, J. & Hak, T. 2008. *Case Study Methodology in Business Research*. Boston, Mass: Elsevier.
- Eriksson, P. & Koistinen, K. 2014. *Monenlainen tapaustutkimus*. Helsinki: Kulttajatutkimuskeskus.
- Fairchild, R. 2011. An entrepreneur's choice of venture capitalist or angel-financing: A behavioral game-theoretic approach. *Journal of Business Venturing*. Vol. 26 (3), 359-374.
- Flamholz, E. 1983. Accounting, budgeting and control systems in their organizational context: Theoretical and empirical perspectives. *Accounting, Organizations and Society*. Vol. 8(2), 153-169.
- Fried, V., Bruton, G. & Hisrich, R. 1998. Strategy and the board of directors in venture capital-backed firms. *Journal of Business Venturing*. Vol. 13 (6), 493-503.
- Hesso, J. 2012. *Rakenna hyvinvointialan menestystarina: Strategian avulla kilpailuetua ja lisäarvoa asiakkaalle*. Helsinki: Kauppakamari.
- Hidén, P. & Tähtinen, J. 2005. *Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta*. Helsinki: Talentum.
- Hinchliffe, M & Yates, G. 2010. *A practical guide to private equity transactions*. New York: Gambridge University Press.
- Hirsjärvi, S. & Hurme, H. 2008. *Tutkimushaastattelu: teemahaastattelun teoria ja käytäntö*. Helsinki: Gaudeamus Helsinki University Press.

- Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 2009. Tutki ja kirjoita. 15. uud.p. Helsinki: Tammi.
- Jeng, L. A. & Wells, P. C. 2000. The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*, Vol 6(3), 241–289.
- Kallunki, J. & Silvola, H. 2008. The effect of organizational life cycle stage on the use of activity-based costing. *Management Accounting Research*. Vol 19, 62-79.
- Kelly, R. 2012. Drivers of private equity investment activity: are buyout and venture investors really so different? *Venture Capital* 01 October 2012, Vol.14(4), 309-330.
- Klein, P., Chapman, J & Mondelli, M. 2013. Private equity and entrepreneurial governance: time for a balanced view. *The Academy of Management Perspectives*. Vol.27(1), 39-51.
- Lainema, M. 2011. Enkeleitä, onko heitä?. Tallinna: Tallinna Raamatutrükikoja OÜ
- Lauriala, J. 2004. Pääomasijoittaminen. Helsinki: Edita Prima Oy.
- Large, D. & Muegge, S. 2007. Venture capitalists' non-financial value-added: an evaluation of the evidence and implications for research. *Venture Capital*. Vol. 10, 2008 – Issue 1, 21-53.
- Luukkonen, T. & Maunula, M. 2007. Non-financial Value-Added of Venture Capital: A Comparative Study of Different Venture Capital Investors. Helsinki, ETLA, The Research Institute of the Finnish Economy, No. 1067, 36.
- Malmi, T. & Brown, D. 2008. Management control systems as a package – Opportunities, challenges and research directions. *Management Accounting Research*. Vol.19(4), 287-300.
- Manigart, S., Sapienza, H. & Vermeir, W. 1996. Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*. Vol. 11 (6), 439-469.
- Maula, M. V.J. 2001. Corporate venture capital and the value-added for technology-based new firms. Espoo: Helsinki University of Technology. Doctoral dissertations / Helsinki University of Technology, Institute of Strategy and International Business.
- Messner, M. 2016. Does industry matter? How industry context shapes management accounting practice. *Management Accounting Research*. Vol. 31, 103-111.
- Metrick, A. & Yasuda, A. 2010. The Economics of Private Equity Funds. *The Review of Financial Studies*, Vol. 23 (6), 2303–2341.
- Meuleman, M., Amess, K., Wright, M. & Scholes, L. 2009. Agency, Strategic Entrepreneurship, and the Performance of Private Equity-Backed Buyouts. *Entrepreneurship Theory and Practice*. Vol. 33 (1), 213-239.
- Muzyka, D., Birley, S. & Leleux, B. 1996. Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of Business Venturing*. Vol. 11 (4), 273-287.

- Nama, Y. & Lowe, A. 2014. The 'situated functionality' of accounting in private equity practices: A social 'site' analysis. *Management Accounting Research*. Vol. 25, 284-303.
- Pajarinen, M, Rouvinen, P. & Ylhäinen, I. 2016. Kasvun nälkä – Pääomasijoitetut yritykset muutosagentteina. Helsinki: Taloustieto Oy (julkaisijat: Tekes ja FVCA).
- Peneder, M. 2009. The impact of venture capital on innovation behaviour and firm growth. *Venture Capital*, Vol. 12, 83-107.
- Pignataro, P. 2014. *Leveraged buyouts: a practical guide to investment banking and private equity*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Pääomasijoittajat ry. 2018. Näin haet pääomasijoitusta – opas yrittäjille. [Verkkosivu]. [Viitattu 20.2.2019]. Saatavana: <https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2018/02/Nain-haet-paaomasijoitusta-opas-yrittajalle.pdf>
- Pääomasijoittajat ry. 2019 a. Pääomasijoittaminen Suomessa 2018, buyout. [Verkkosivu]. [Viitattu 1.7.2019]. Saatavana: <https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2019/06/Buyout-Suomessa-2018-v3.pdf>
- Pääomasijoittajat ry. 2019 b. Pääomasijoittajien vaikutus yritysten kasvuun vuosina 2010-2017. [Verkkosivu]. [Viitattu 5.3.2019]. Saatavana: [https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2019/01/Toimialatutkimus\\_22.01.19-Finnish.pdf](https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2019/01/Toimialatutkimus_22.01.19-Finnish.pdf)
- Pääomasijoittajat ry. 2019 c. Pääomasijoittamisen merkitys Suomessa – kasvua, työtä ja hyvinvointia. [Verkkosivu]. [Viitattu 19.9.2019]. Saatavana: <https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2019/05/Paaomasijoittamisen-merkitys-Suomessa.pdf>
- Pääomasijoittajat ry. 2019 d. Jäsenet. [Verkkosivu]. [Viitattu 19.9.2019]. Saatavana: <https://paaomasijoittajat.fi/yhdistys/jasenet/#jasenet>
- Pääomasijoittajat ry. 2019 e. Pääomasijoittaminen Suomessa 2018, Venture Capital. [Verkkosivu]. [Viitattu 18.12.2019]. Saatavana: [https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2019/06/Venture-Capital-Suomessa-2018\\_V3.pdf](https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2019/06/Venture-Capital-Suomessa-2018_V3.pdf)
- PricewaterhouseCoopers Oy. (PWC). 2006. Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun. [Verkkosivu]. [Viitattu 23.2.2019]. Saatavana: [https://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/paaomasijoitus\\_06.pdf](https://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/paaomasijoitus_06.pdf)
- Proksch, D., Stranz, W., Röhr, N., Ernst, C., Pinkwart, A. & Schefczyk, M. 2016. Value-adding activities of venture capital companies: a content analysis of investor's original documents in Germany. *Venture Capital*, Vol. 19, 2017 - Issue 3, 129-146.
- Rosenstein, J. 1988. The board and strategy: Venture capital and high technology. *Journal of Business Venturing*, Vol. 3 (2), 159-170.
- Sapienza, H. 1992. When do venture capitalists add value? *Journal of Business Venturing*. Vol. 7 (1), 9-27.
- Sarajärvi, A. & Tuomi, J. 2018. *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi*. Helsinki: Kustannusosakeyhtiö Tammi.

- Talmor, E. & Vasvari, F. 2011. International private equity. Chichester, West Sussex: Wiley.
- Tilastokeskus. 2018. Aloittaneet ja lopettaneet yritykset. 3. Vuosineljännes 2017. [Verkkajulkaisu]. Helsinki: Tilastokeskus. [Viitattu 1.3.2018]. Saatavana: [https://www.stat.fi/til/aly/2017/aly\\_2017\\_2018-10-31\\_fi.pdf](https://www.stat.fi/til/aly/2017/aly_2017_2018-10-31_fi.pdf)
- Tilastokeskus. 2019 a. Aloittaneet ja lopettaneet yritykset. 3. Vuosineljännes 2018. [Verkkajulkaisu]. Helsinki: Tilastokeskus. [Viitattu 1.3.2019]. Saatavana: [https://www.stat.fi/til/aly/2018/03/aly\\_2018\\_03\\_2019-01-25\\_tie\\_001\\_fi.html](https://www.stat.fi/til/aly/2018/03/aly_2018_03_2019-01-25_tie_001_fi.html)
- Tilastokeskus. 2019 b. Aloittaneet ja lopettaneet yritykset. 4. Vuosineljännes 2018. [Verkkajulkaisu]. Helsinki: Tilastokeskus. [Viitattu 01.05.2019]. Saatavana: [https://www.stat.fi/til/aly/2018/04/aly\\_2018\\_04\\_2019-04-25\\_rev\\_001\\_fi.html](https://www.stat.fi/til/aly/2018/04/aly_2018_04_2019-04-25_rev_001_fi.html)
- Wright, M. & Robbie, K. 1998. Venture capital and private equity: A review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25 (5) & (6).
- Yin, R. 2009. *Case Study Research: Design and Methods*. 4th edition. Thousand Oaks (California): Sage Publications cop.
- Yrittäjät. 2018. Pk-yritysbarometri 2/2018. [Verkkosivu]. [Viitattu 7.3.2019]. Saatavana: <https://www.yrittajat.fi/suomen-yrittajat/tutkimukset/pk-yritysbarometrit/pk-yritysbarometri-22018-593907>
- Zahorsky, D. 2018. The 7 Stages of Starting and Running a Business. [Verkkosivu]. [Viitattu 13.2.2019]. Saatavana: <https://www.thebalancesmb.com/find-your-business-life-cycle-2951237>

## LIITTEET

### Liite 1. Haastattelupyyntö

Hei,

Olen kauppatieteiden maisterivaiheen opiskelija ja teen tutkintoni Jyväskylän yliopistoon pääaineenani laskentatoimi. Teen parhaillaan pro gradua aiheella pääomasijoitusyritysten vaikutus salkussaan olevien yritysten talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen. Olen siis kiinnostunut siitä, miten pääomasijoittajat vaikuttavat kohdeyrityksensä laskentajärjestelmän kehittämiseen ja onko pääomasijoittajilla vaikutusta kohdeyrityksen talousjohtamiskäytäntöjen kehittämiseen, kuten palkitsemiseen, budjetointiin, organisaation rakenteeseen ja suoritustmittaukseen. Lisäksi olen kiinnostunut tietämään, onko pääomasijoitusyrityksen koolla väliä kohdeyhtiön laskentajärjestelmän ja talousjohtamiskäytäntöjen kehittämisessä.

Haastattelut tehdään henkilökohtaisesti ja niihin on hyvä varata noin puoli tuntia aikaa. Haastattelut toteutetaan kesän-syksyn 2019 aikana puhelimitse tai haastateltavalle sopivassa paikassa ja ne äänitetään analysointia varten. Kerättyä aineistoa käytetään luottamuksellisesti ainoastaan tutkimustarkoituksiin ja se tuhotaan tutkimuksen valmistuttua. Haastateltavien henkilöllisyys tulee pysymään anonyyminä, eikä yritysten nimiä mainita missään kohtaan tutkimusta.

Olen kiitollinen, mikäli voitte osallistua tutkimukseen. Teiltä saatu tieto on arvokasta tutkimuksen toteuttamisen kannalta. Ilmoitatteko ystävällisesti, mikäli voitte osallistua tutkimukseen. Ilmoitattehan myös, mikäli ette voi osallistua tutkimukseen.

Ystävällisin terveisin  
Heli Korpiniemi



## Liite 2. Teemahaastattelurunko

### **1.Yrityksen ja haastateltavan tausta**

- Mikä on sinun tausta ja toimenkuva yrityksessä?
- Milloin yritys on perustettu?
- Mikä on yrityksen liikevaihto?
- Montako työntekijää yrityksessä on?

### **2.Laskentajärjestelmä**

- Minkälainen laskentajärjestelmä yrityksellä on tällä hetkellä?
- Onko pääomasijoittaja vaikuttanut laskentajärjestelmään?

### **3.Pääomasijoitustoiminta**

- Oliko yrityksellä useita eri pääomasijoittaja vaihtoehtoja?
- Oliko pääomasijoittajalla joitakin kriteereitä yritykselle ennen sijoituspäätöksen toteutumista?
- Miten pääomasijoittaja valikoitui kaikista rahoitusvaihtoehtoista?

### **4.Pääomasijoittamisen vaikutukset yritykseen**

- Mitä muita vaikutuksia pääomasijoittajalla on ollut kuin rahoituksen antamisen? Onko tuottanut lisäarvoa?
- Miten pääomasijoittaja on vaikuttanut yrityksen hallitustyöskentelyyn? Palkitsemiseen? Budjetointiin? Organisaation rakenteeseen? Neuvonantoon? Suoritusmittaukseen?
- Mitä ovat ne mittarit, joiden avulla pääomasijoittajalle raportoidaan?
- Miten usein näitä raportoidaan ja tarkastellaan?
- Minkälaisia tavoitteita pääomasijoittaja on määrittänyt yritykselle?
- Mitkä ovat arviointikriteerit tavoitteiden seurannassa, puhutaanko esimerkiksi prosenteista, aikatauluista tai rahamääreistä?
- Onko lisäksi joitakin projektimaisia tavoitteita ja niihin liittyviä mittareita?

### **5. Yhteydenpito pääomasijoittajan kanssa**

- Osallistuiko pääomasijoittaja riittävästi yrityksen toimintaan?

-Miten usein olitte yhteydessä pääomasijoittajan kanssa?

**6.Odotukset pääomasijoittamisesta**

-Mitä odotuksia pääomasijoittamisesta oli?

-Vastasiko pääomasijoittaja odotuksia?