

JOUKKORAHOITUS - Suomalaisen startup-ympäristön näkemykset uudesta rahoitusmuodosta

Laskentatoimi

Maisterin tutkinnon tutkielma

Tuomas Oksanen

2014

Tekijä Tuomas Oksanen

Työn nimi Joukkorahoitus – Suomalaisen startup-ympäristön näkemykset uudesta rahoitusmuodosta

Tutkinto Kauppätieteiden maisteri

Koulutusohjelma Laskentatoimi

Työn ohjaaja(t) Juha Kinnunen

Hyväksymisvuosi 2014

Sivumäärä 109

Kieli Suomi

Tiivistelmä

Tämä tutkimus käsittelee joukkorahoitusta startup-yritysten rahoituksessa. Tutkimuksen tavoitteena on selvittää millainen rahoitusmuoto joukkorahoitus on, mitä erityispiirteitä siinä on muihin startup-yritysten rahoitusmuotoihin verrattuna ja millaisia vaikutuksia näillä erityispiirteillä on startup-yritysten rahoituksessa. Tutkimus tuo myös esille suomalaisten toimijoiden näkemyksiä joukkorahoituksesta.

Tutkimus on luonteeltaan kvalitatiivinen ja deskriptiivinen haastattelututkimus ja sen aineisto on kerätty kahdeksalla teemahaastattelulla. Haastatellut henkilöt edustavat tärkeitä toimijoita Suomalaisessa startup-yritysten rahoituskentässä.

Tutkimus osoittaa joukkorahoituksen poikkeavan tavanomaisesta rahoituksesta rahoittajien ei-taloudellisten motivaatiotekijöiden ja poikkeavien päätöksentekoprosessien osalta. Myös rahoituksen luonne pienistä puroista syntyvänä kokonaisuutena johtaa suhteellisesti korkeisiin informaation hankintakustannuksiin, mikä korostaa tiedon epäsymmetriaa yrityksen ja rahoittajien välillä. Tämä on omiaan kärjistämään agentti-ongelmia, etenkin kun joukkorahoittajien kontrollointi-oikeus yhtiöön on usein vaatimaton. Tutkimuksessa esitetään myös kuinka joukkorahoittajien ei-taloudelliset motivaatiotekijät vaikuttavat heidän sijoituspäätöksiin korottaen heidän yrityksistä tekemäänsä arvonmäärittäystä.

Avainsanat Joukkorahoitus, Yhteisörahoitus, Startup-yritys, Startup-yritysten rahoitus, Yksityiset rahoitusmarkkinat, epämuodolliset rahoitusmarkkinat,

SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO	1
1.1 TUTKIMUKSEN TAUSTAA	1
1.2 TUTKIMUSONGELMAN KUVAUS	3
1.3 TUTKIMUKSEN TAVOITTEET JA RAJAUKSET	6
1.4 TUTKIMUKSEN KESKEISET TULOKSET	7
1.5 TOIMINTAYMPÄRISTÖN KUVAUS	8
1.6 TUTKIELMAN RAKENNE	11
2. STARTUP-YRITYSTEN RAHOITUS	12
2.1 STARTUP-YRITYSTEN RAHOITUKSEN OMINAISPIIRTEET.....	12
2.2 STARTUP-YRITYKSEN RAHOITUSKAARI	13
2.3 YKISTYISET RAHOITUSMARKKINAT	17
3. JOUKKORAHOITUKSEN KÄSITE JA PIIRTEET	22
3.1 JOUKKORAHOITUKSEN MÄÄRITELMÄ JA MUODOT.....	22
3.2 JOUKKORAHOITUKSEN JUURET - JOUKKOISTAMINEN	29
3.3 JOUKKOJEN VIISAUS	32
4. JOUKKORAHOITUKSEN TEOREETTISET TAUSTAT.....	36
4.1 AGENTTITEORIA	36
4.2 UTILITEETTITEORIA	40
4.3 LAUMAKÄYTTÄYTYMINEN	42
4.4 RAJOITETTU RATIONAALISUUS	44
5. TUTKIMUSMETODI	48
5.1 TUTKIMUSMETODIN PERUSTELU	48
5.2 TUTKIMUSHAASTATTELUN SUUNNITTELU	49
5.3 TUTKIMUSAINEISTON KERUU, KÄSITTELY JA ANALYSOINTI.....	54
5.4 TUTKIMUKSEN LUOTETTAVUUDEN ARVIOINTI.....	55
5.5 HAASTATELTAVIEN ESITTELY JA PERUSTELUT VALINNALLE	56
6. TUTKIMUSTULOKSET	61
6.1 STARTUP-YRITYSTEN RAHOITUSYMPÄRISTÖ	61
6.2 JOUKON MOTIVAATIO JA TOIMINTA	65
6.3 JOUKKORAHOITETUN YRITYKSEN OMISTUS JA KONTROLLI	71
6.4 INFORMAATION ROOLI JOUKKORAHOITUKSESSA	74
6.5 JOUKKORAHOITUSALUSTAN ROOLI RAHOITUKSEN VÄLITTÄJÄNÄ.....	77
6.6 JOUKKORAHOITUS JA MUUT RAHOITUSMUODOT	79
6.7 JOUKKORAHOITUKSEN SÄÄNTELY JA VALVONTA	80
6.8 JOUKKORAHOITUKSEN TULEVAISUUS.....	84
6.9 YLEINEN NÄKEMYKSI JOUKKORAHOITUKSESTA.....	87
6. ANALYYSI JA JOHTOPÄÄTÖKSET	90
7.1 JOUKKORAHOITUS RAHOITUSMUOTONA.....	90

7.2 JOUKKORAHOITUKSEN VAIKUTUS TALOUDELLISEEN TOIMINTAAN.....	93
6. YHTEENVETO.....	98
LÄHTEET.....	101
LIITTEET.....	108
TAULUKOT:	
Taulukko 1:	Joukkorahoituksen eri muodot 23
Taulukko 2:	Menestyneiden palkintomuotoisten joukkorahoituskampanjoiden vastikeohjelmat 25
Taulukko 3:	Joukkoistuksen eri muodot ja niissä tarvittavat ominaisuudet esimerkki alustoineen 31
Taulukko 4:	Tutkimushaastatteluissa yleisimmin nousseet näkökulmat kannatuksineen 88
KUVAT:	
Kuva 1:	Siemenrahoituksen osuus eri maiden BKT:sta 9
Kuva 2:	Kaatumien startup-yritysten prosentuaalinen osuus ensimmäisten toimintavuosien aikana 13
Kuva 3:	Startup-yritysten rahoituskaari 15
Kuva 4:	Yksityisten rahoitusmarkkinoiden rakenne 18
Kuva 5:	Erialaisten yksityisten sijoittajien luokittelu 19
Kuva 6:	Yrityksen kiertokulkukaavio 27
Kuva 7:	Joukkorahoituksen eri muodot yrityksen kiertokulkukaaviossa 28
Kuva 8:	Palkintomuotoinen joukkorahoitus ”apportin käänteisenä muotona” 28
Kuva 9:	Joukkoistuksen eri ongelmanratkaisutyyppit esimerkkeineen 30
Kuva 10:	Joukkoistuksen eri muodot joukkorahoitusprosessissa 32
Kuva11:	Tutkimushaastattelun teemat esitettynä Lehnerin mallissa 53

LIITTEET:

Liite 1:	Tutkimushaastattelun runko	108
Liite 2:	Asiantuntijoiden yleisimmin esiin nostamat näkökulmat ja niiden kannatus	109

1. JOHDANTO

1.1 TUTKIMUKSEN TAUSTAA

Maailmantaloutta ravistelleen finanssikriisin jälkeen Suomen talous ei ole löytänyt aikaisempaa elinvoimaansa ja kansantalouden kasvuvauhti onkin jäänyt kriisiä edeltävien vuosien tasosta. Talouskasvun vahvistamiseksi ja hyvinvointiyhteiskunnan turvaamiseksi poliittiset päättäjät ovat kääntäneet katseensa muun muassa yritysten toimintaympäristön parantamiseen, jossa rahoitusmarkkinoilla - ja etenkin nuoria kasvuyrityksiä rahoittavilla yksityisillä rahoitusmarkkinoilla - on suuri merkitys (VVM, 2012).

Keskustelua yksityisten rahoitusmarkkinoiden tehostamisesta on Suomessa käyty jo pitkään (Lahti, 2008). Kansainvälinen kehitys, jossa pääomasijoitusyhtiöiden sijoitusfokus on siirtynyt pois alkuvaiheen rahoituksesta kohti vakiintuneempia yrityksiä sekä erilaisia yritysostoja (Mason & Harrison 2003; Sohl, 2003; Avdeitchikova, 2009), on rantautunut myös Suomeen (Maula et al. 2007). Sijoitusfokuksen siirtyminen on kasvattanut pääomasijoitusrahastojen keskimääräisiä sijoitussummia niin suuriksi, etteivät ne enää vastaa toimintaansa aloittelevien startup-yritysten siemenvaiheen rahoitustarpeita (Wong et al. 2009, Avdeitchikova, 2009). Tämän rahoituskuilun täyttämässä epämuodollisilla rahoitusmarkkinoilla on yhä tärkeämpi rooli (Berger & Udell, 1998; Wong et al., 2009).

Rahoituskuilua täyttämään on epämuodollisille rahoitusmarkkinoille – bisnesenkeleiden rinnalle – syntynyt uusi rahoitusmuoto: joukkorahoitus (*crowdfunding, crowdfinance*). Joukkorahoituksessa yritys kääntyy suuren yleisön puoleen rahoitustarpeensa tyydyttämiseksi sosiaalista mediaa hyväksikäyttäen. Sen sijaan että yritys pyrkisi saamaan suuria sijoituksia muutamalta erikoistuneelta sijoittajalta, kuten bisnesenkeleiltä, pyrkii joukkorahoitusta hyödyntävä yritys tyydyttämään rahoitustarpeensa suurella määrällä pieniä sijoituksia, jotka tulevat tavallisilta kuluttajilta. (Belleflamme, Lambert & Schwienbacher, 2013).

Joukkorahoitukseen turvautuminen onkin omiaan pienentämään rahoituskuilua, jonka aloittavat yritykset toimintansa alkuaikoina kohtaavat. Aikaisemmissa tutkimuksissa on huomattu bisnesenkeleiden sijoittavan varallisuuttaan väljempien sijoituskriteerien mukaan kuin pääomasijoitusyhtiöt (Osnabrugge, 2000) ja olettaa saattaa, että tavallisilla joukkorahoittajilla - ainakin osalla heistä - on vielä bisnesenkeleitä väljemmät sijoituskriteerit.

Näin ollen voisi odottaa, että alhaisenkin tuottopotentiaalin omaavat yritykset sekä erilaiset ”elämäntapayritykset”, jotka eivät kiinnosta bisnesenkeleitä tai pääomasijoitusyhtiöitä, löytävät rahoituksen joukkorahoituksen kautta.

Laajentamalla rahoitusmuotojen kirjoa, voidaankin toivoa yrittäjyyden Suomessa lisääntyvän kun sellaisetkin liikeideat, jotka aikaisemmin eivät ole kiinnostaneet sijoittajia löytävät rahoittajansa. Tällä voi olla suuri vaikutus suomalaisten hyvinvointiin, sillä pienet kasvuyritykset ovat kansantalouden kannalta tärkeitä ja niiden sosiaaliset vaikutukset yhteisöön voivat olla suuret: suurin osa nykyään syntyvistä uusista työpaikoista syntyy alle 50 työntekijän kasvuyrityksiin (Koponen & Räisänen, 2013). Yrittäjyyteen kannustavien rakenteiden luominen on tärkeää, sillä hyvästä kansainvälisestä kilpailukyvyistä ja korkeasta teknisestä osaamisesta huolimatta yrittäjyys on ollut Suomessa suhteellisen vaatimatonta (Paasivirta & Valtonen, 2004; Stenholm et al., 2013)

Uusi rahoituskanava muokkaa myös talouden vakiintuneita rakenteita: joukkorahoituksen myötä taloudellista päätöksentekovoimaa siirtyy rahoituksen välittäjiltä ja varakkailta yksityishenkilöiltä tavallisille kuluttajille – suurelle yleisölle - mikä demokratisoi taloudellisten resurssien allokointia. On esitetty, että suuret joukot tekisivät parempia päätöksiä kuin yksittäiset asiantuntijat (Galton, 1907; Surowiecki, 2004), tosin yleisön kykyä analysoida listaamattomia yrityksiä on epäilty (Ley & Weaven, 2011)

Joukkorahoituksen tutkiminen onkin nyt erittäin ajankohtaista, sillä ilmiö kasvaa Suomessa ja kansainvälisesti nopeaa vauhtia. Akateeminen tutkimus aihepiiristä on suppeaa ja keskittyy suomalaisittain vieraaseen toimintaympäristöön. Euroopan komission arvion mukaan joukkorahoituksella kerättiin vuoden 2012 aikana Euroopassa yhteensä 753 miljoonaa euroa erilaisiin kohteisiin ja kasvua vuodesta 2011 oli noin 65 prosenttia. Alan kasvun on arvioitu yhä nopeutuvan ja jo nyt sen koko on lupaava verrattuna kutistuvaan eurooppalaiseen aloittavien yritysten riskipääomamarkkinaan, jonka koko vuonna 2012 oli noin 3 miljardia euroa. (VVM, 2014)

1.2 TUTKIMUSONGELMAN KUVAUS

Joukkorahoitus on akateemiselle tutkimukselle uusi ilmiö, jonka käsittely ei vielä tiedeyhteisössä ole vakiintunutta. Von Krogh ja kumppanit (2012) erittelivät tällaisen uuden ilmiön akateemisessa omaksumisessa kolme erillistä kehitysvaihetta: alkiovaihe, kasvuvaihe sekä lopulta kypsyyssvaihe. Alkiovaiheessa tutkittava ilmiö on tiedeyhteisölle kokonaan uusi ja sen täytyykin eritellä se muista ilmiöistä. Alkiovaiheessa ilmiöstä on usein kiinnostunut vain pieni joukko tutkijoita, jotka keskenään kehittävät ilmiötä koskevan terminologian ja kielen sekä aloittavat sen jäsentämisen muuta tiedeyhteisöä varten. Alkiovaihetta seuraa kasvuvaihe, jossa mielenkiinto uutta ilmiötä kohtaan kasvaa ja se nousee näkyvämpään asemaan suuremman akateemisen yhteisön tarkasteltavaksi. Kasvuvaiheessa epävarmuus ilmiön ominaisuuksista laskee ja sitä vertaillaan olemassa oleviin teoreettisiin viitekehyksiin ja konsepteihin. Kasvuvaiheessa ilmiöstä kiinnostuneiden tutkijoiden joukko saattaa kasvaa lopulta laajaksi tiedeyhteiseksi. Viimeistä vaihetta ilmiön omaksumisessa akateemisen tutkimuksen piirini kutsutaan kypsäksi vaiheeksi, jossa tutkimus johdonmukaistuu ja tutkijat kehittävät kasvavan määrän selityksiä, tutkimusmalleja sekä metodeja. Kypsässä vaiheessa ilmiö nousee valtavirtaan ja yhdistyy asteittain muuhun akateemiseen tutkimukseen, koulukuntiin ja metodologisiin näkökulmiin. Joukkorahoituksen on esitetty olevan vielä tutkimuksellisesti alkiovaiheessa – tosin siirtymässä kohti kasvuvaihetta (Giudici et al., 2012).

Vaikka joukkorahoitus on akateemiselle tutkimukselle suhteellisen uusi ilmiö, on sitä ehditty jo jonkin verran maailmalla tutkia – suuri osa tutkimuksista tosin on vielä julkaisematta ja nähtävillä vain keskeneräisinä työpapereina internetissä. Varhaisimpia akateemisia tutkimuksia joukkorahoituksesta on Tim Kappelin (2009) artikkeli, jossa hän tarkasteli joukkorahoitusta musiikkiteollisuudessa. Hän havaitsi musiikkibisneksessä käytettävän joukkorahoituksen törmäävän Yhdysvalloissa niin sijoittajien suojelua kuin uhkapelejä sääntelevään silloiseen lainsäädäntöön.

Näihin joukkorahoitusta lainsäädännöllisesti rajoittaviin ongelmiin havahduttiin Yhdysvalloissa, minkä seurauksena toteutettiin joukkorahoitusta suosiva lakiuudistus – Jump Start Our Business Act. Tämä lakiuudistus kirvoitti keskustelua joukkorahoituksen juridisesta asemasta Yhdysvalloissa, niin puolesta kuin vastaan. Akateemista yritysjuridista keskustelua on toisinaan värittänyt vahva kantaa ottamisen pohjavire, niin joukkorahoituksen puolesta (esim. Pope, 2011) kuin vastaan (Hazen, 2012). Yritysjuridisessa kirjallisuudessa on

Yhdysvalloissa käsitelty joukkorahoitusta laajasti: on eritelty joukkorahoitusta ja sen ominaisuuksia (Griffin, 2012; Bradford, 2012a), pohdiskeltu sen luonnetta liiketapahtumana (Heminway, 2012), tarkasteltu juridisten vaatimusten vaikutuksia kustannuksiin (Bradford, 2012b), mietitty tiedonannon ja arvonmäärityksen problematiikkaa (Palmiter, 2012) sekä pohdittu sääntelyn tarpeellisuutta ja rahoitettavien projektien laatua (Dorff, 2013).

Joukkorahoitusta on tutkittu myös taloustieteellisestä näkökulmasta. Pohjaa joukkorahoituksen tutkimukselle luo Giudicin ja kumppaneiden (2012) tutkimus, jossa he lähestyvät joukkorahoitusta ilmiöpohjaisen tutkimuksen näkökulmasta - juuri heidän tutkimuksensa kartoittaa joukkorahoituksesta tehtyä aikaisempaa tutkimusta ja asettaa sen oikeaan vaiheeseen akateemisessa omaksumisessa: siirtymään alkiovaiheesta kasvuvaiheeseen. Yhtäläillä tärkeä akateemista pohjaa luova tutkimus on Lehnerin (2013) tutkimus, jossa hän erittelee joukkorahoituksen dynamiikkaa tulevaa tutkimusta varten. Lehnerin mallia joukkorahoituksen dynamiikasta käytetään myös tämän tutkimuksen pohjana ja se esitellään tarkemmin luvussa 5.

Andy Ley ja Scott Weaven (2011) toivat agenttiteoreettisen näkökulman joukkorahoituksen tarkasteluun. Heidän joukkorahoituksen dynamiikkaa koskeva tutkimuksensa eritteli joukkorahoitukseen vaikuttavia tekijöitä. He huomasivat että informaation epäsymmetrialla on suuri merkitys yritysten soveltuvuudessa joukkorahoitukseen: sellaiset yritykset, joiden arvostus perustuu arkaluontoiseen informaatioon tai vaatii monimutkaisen oikeudellisen tarkastuksen, due diligencen, ei heidän mukaansa sovellu joukkorahoitettavaksi - ainakaan sijoitusmuotoisesti. Heidän tutkimuksensa tosin perustuu pelkästään pääomasijoittajien mielipiteisiin ja tarjoaa siten varsin suppean näkemyksen joukkorahoituksesta.

Agenttiteoriasta kumpuavaa käsittelyä veivät eteenpäin Ahlers ja kumppanit (2012), jotka tarkastelivat erilaisten tiedon epäsymmetrian vähentämiseksi annettujen signaalien vaikutusta sijoituspohjaisessa joukkorahoituksessa. Heidän mukaan selkeä exit-strategia ja yrityksen sisäiset hallinnolliset rakenteet voivat toimia tällaisina toimivina signaaleina joukkorahoittajille ja siten lisätä sijoituskohteen houkuttelevuutta sijoittajien silmissä.

Joukkorahoituksen dynamiikkaa on tutkittu myös muuten kuin agenttiteoreettisesta lähtökohdasta: Mollick (2013a) eritteli onnistuneen joukkorahoitusprojektin taustalla olevia tekijöitä ja nosti esille projektin laadun, yrittäjän henkilökohtaiset verkostot sekä maantieteelliset seikat. Mielenkiintoisesti Agrawal, Catalini ja Goldfarb (2011) puolestaan

esittivät sijoittajan ja rahoittajan välisen maantieteellisen etäisyyden olevan irrelevantti joukkorahoituksessa – heidän tutkimuksensa mukaan verkkopohjainen rahoitus eliminoi maantieteellisestä etäisyydestä syntyvät esteet sijoittamiselle, mutta ei poista sosiaalista kitaa rahoituksen järjestymisessä.

Rahoittajien joukkoa ja sen toimintaa on tarkastellut useampikin tutkija. Burtch, Ghose ja Wattal (2013) tarkastelivat rahoittajan motivaatiota koetun utiliteetin näkökulmasta ja argumentoivat tutkimuksensa nojalla joukkorahoitusprojekteilla olevan laskeva rajautiliteetti – mitä enemmän jotakin projektia rahoitetaan, sitä vähemmän yhden rahoittajan panoksella on sen toteutumisen kannalta merkitystä. Samaa aihepiiriä tarkastelivat myös Ward ja Ramachandran (2013), jotka puolestaan havaitsivat vertaisvaikutuksen – joka tunnetaan myös laumakäyttäytymisenä - vaikuttavan rahoittajien päätöksiin joukkorahoitusmarkkinoilla. Myös Mollick (2013b) on tutkinut rahoittajajoukon toimintaa: hän tarkasteli joukon arviointiprosessia ja vertasi sitä ammattimaisten sijoittajien arviointiin ja havaitsi näiden välillä olevan samankaltaisuuksia.

Palkkio- ja tuotepohjaista joukkorahoitusta on tutkinut Belleflamme ja kumppanit (2013), jotka käsittelivät kannusteita palkkiopohjaiseen joukkorahoitukseen ennakkomyynnin ja hintadiskriminaation näkökulmasta. Tästä lähtökohdasta he tarkastelivat joukkorahoituksen mielekkyyttä verrattuna tavanomaiseen rahoitukseen. He totesivat joukkorahoitukseen osallistumisen tarjoavan osalle kuluttajista mielekkäämmän kulutuskokemuksen, joka on mahdollista hinnoitella arvokkaammaksi. He esittävät yrityksen saavan osansa tästä kuluttajan suuremmasta ylijäämästä ennakkotilauksiin liittyvän hintadiskriminaation avulla – ongelmana tässä tosin on, että mikäli yritys tarvitsee paljon pääomaa, tulee sen hinnoitella ennakkotilattavakin tuote niin houkuttelevaksi, että pääomatavoite täyttyy.

Tämä tutkielma rakentuu aikaisemman tutkimuksen varaan ja lisää tietoa tarkastelemalla ilmiötä suomalaisessa toimintaympäristössä – suomalaisia tutkimuksia aiheesta ei juuri ole, lukuun ottamatta käytännönläheisiä, joukkorahoitusprosessia kuvaavia opinnäytetöitä ja valtionvarainministeriön sääntelyyn keskittyvää selvitystä (VVM, 2014). Teorioiden osalta tässä tutkimuksessa yhdistetään aikaisempien tutkimusten teoreettisia lähestymiskeinoja: tutkielma tarkastelee ilmiötä niin agenttiteorian kuin utiliteetiteoriankin puitteissa sekä lisää omana kontribuutiona rajoitetun rationaalisuuden teorian joukkorahoituksen tarkasteluun. Lisäksi joukkorahoitus asetetaan aikaisemman kirjallisuuden perusteella syntyneeseen kuvaan

startup-yritysten rahoituskentästä - tutkimus siis yhdistää startup-yritysten rahoitusta koskevan kirjallisuuden uuteen joukkorahoitusilmiöön. Tämä tutkimus vie myös teorioista kumpuavaa tarkastelua syvemmälle kuin aikaisemmat tutkimukset pyrkiessään jäsentämään joukkorahoitusta taloudellisena ilmiönä. Tämän tutkimuksen aineisto on myös kerätty monipuolisemmista lähteistä kuin aikaisemmissa kansainvälisissä tutkimuksissa – mielipiteet eivät rajoitu vain pääomasijoittajiin, vaan näkökulmia tarjoavat myös muut toimijat startup-yritysten toimintaympäristössä.

1.3 TUTKIMUKSEN TAVOITTEET JA RAJAUKSET

Tutkimuksen tavoitteena on kuvata joukkorahoitusta startup-yritysten rahoituksessa ja tuoda esille eri toimijoiden näkemyksiä uudesta rahoitusmuodosta. Eksploratiivisena tutkimuksena tämä tutkielma kuvailee ja jäsentää tutkittavaa ilmiötä, vakiinnuttaa sitä koskevaa kieltä ja terminologiaa sekä pohjustaa tulevaa joukkorahoitusta koskevaa taloustieteellistä tutkimusta.

Tavoitteen saavuttamiseksi tutkimus jakautuu kahtaalle: ilmiöpohjaiseen tutkimuskohteen kuvailuun ja erittelyyn sekä toisaalta näiden eriteltyjen piirteiden teoreettiseen tarkasteluun. Tutkittavan ilmiön ollessa vasta tutkimuksellisessa alkio-vaiheessa, ei yleisesti hyväksytyjä teorioita ilmiön selittämiseksi ole vielä kehitetty (von Krogh et al., 2012) ja siksi tässä tutkimuksessa sovelletaan useita eri taloustieteessä vakiintuneita teorioita ilmiön erityispiirteiden tarkastelemiseksi. Tutkimuksen tavoitteesta kumpuava tutkimuskysymys alakysymyksineen kiteytyy seuraavasti:

Millainen rahoitusmuoto joukkorahoitus on?

- Mitä erityispiirteitä joukkorahoituksessa on verrattuna muihin startup-yrityksen rahoitusmuotoihin?
- Millaisia vaikutuksia joukkorahoituksen erityispiirteillä on sen käyttökelpoisuuteen startup-yritysten rahoituksessa?
- Millainen näkemys suomalaisilla rahoituskentän toimijoilla on joukkorahoituksesta?

Tutkimuksessa keskitytään ainoastaan startup-yrityksiin ja niiden rahoitustarpeiden tyydyttämiseen joukkorahoituksella. Mikään ei estä vakiintuneitakin yrityksiä käyttämästä joukkorahoitusta investointiprojektinsa rahoitukseen, mutta tämä tutkimus keskittyy vain startup-yrityksiin niiden ainutlaatuisen ja mielenkiintoisen rahoituksellisen ympäristön takia sekä sen käytännön tosiseikan takia, että joukkorahoitusta on pääsääntöisesti keränneet vain startup-yritykset.

Kansallinen lainsäädäntö määrittelee yritysten toimintaympäristöä merkittävästi. Tämä tutkimus keskittyy joukkorahoituksen kuvailuun Suomalaisessa institutionaalisessa toimintakentässä. Vaikka tutkimuksessa käytetäänkin hyväksi kansainvälisiä esimerkkejä ja tutkimuksia, on tämän tutkimus rajattu vain Suomeen ja suomalaisiin startup-yrityksiin.

Joukkorahoitusta on käytetty monien erilaisten projektien rahoitukseen, kuten artistien levytyksiin, videopelien kehittämiseen, katastrofiavun keräämiseen ja teollisten design-tuotteiden valmistamiseen. Tämä tutkimus on rajattu käsittelemään vain projekteja ja yrityksiä, joiden tarkoituksena on tuottaa voittoa – hyväntekeväisyysprojektit ovat siis rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Joukkorahoitusta on tosin mahdotonta käsitellä kattavasti käymättä läpi myös lahjoitusmuotoista joukkorahoitusta. Tämä joukkorahoituksen muoto esitellään tutkielmassa pintapuolisesti, mutta siihen syventyminen jätetään muiden tutkimusten harteille.

1.4 TUTKIMUKSEN KESKEISET TULOKSET

Joukkorahoitus poikkeaa tavanomaisesta startup-yritysten rahoituksesta joukkorahoittajien eitaloudellisten motivaatiotekijöiden ja poikkeavien päätöksentekoprosessien osalta. Joukon päätöksentekoprosesseissa on havaittavissa Simonin (1972) kuvailemaa rajoitettua rationaalisuutta sekä Banerjeen (1992) esittelemää laumakäyttäytymistä ja näillä tekijöillä on joukon päätöksentekoprosessissa suurempi vaikutus kuin ammattimaisten sijoittajien päätöksenteossa – itse asiassa joukkorahoituskampanjan vetäjä pyrkii nimenomaan hyödyntämään tätä poikkeavaa päätöksentekoa.

Rahoituksen luonne pienistä puroista syntyvänä kokonaisuutena (Belleflamme et al., 2013) johtaa puolestaan suhteellisesti korkeisiin informaation hankintakustannuksiin, mikä korostaa

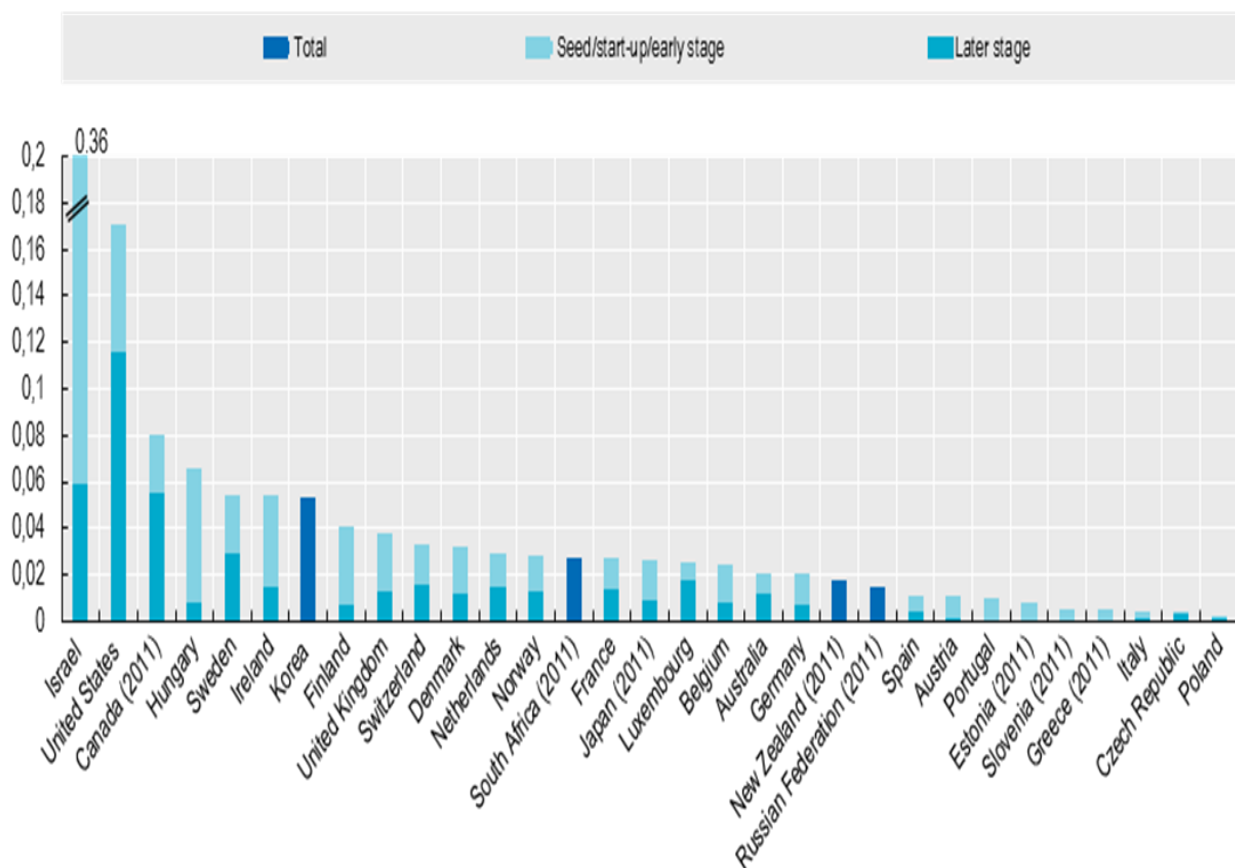
tiedon epäsymmetriaa joukkorahoitettujen yritysten ja sen rahoittajien välillä. Tämä voi johtaa erilaisiin Jensenin ja Mecklingin (1976) tunnetuksi tekemiin agentti-ongelmiin, jotka vain korostuvat, mikäli joukkorahoittajien kontrolli-oikeus rahoitettuun yhtiöön on vaatimaton.

Joukkorahoittajien ei-taloudellisten motivaatiotekijöiden johdosta joukkorahoitus voi auttaa aloittavia yrityksiä saamaan rahoitusta yrittäjän näkökulmasta hyväksyttävimmillä ehdoilla kuin muista rahoituslähteistä. Tämä ei-taloudellisten motivaatiotekijöiden kannustamana startup-yritysten rahoitusmarkkinoille kohdentuva pääoma alentaa rahoituksen kustannuksia ja lisää tarjotun pääoman määrää. Asiantuntijoiden keskuudessa joukkorahoitukselle nähtiinkin olevan tarvetta ja sen toimintalogiikka nähtiin niin vahvaksi, että sen uskotaan tulleen jäädäkseen Suomalaiseen rahoitusympäristöön.

1.5 TOIMINTAYMPÄRISTÖN KUVAUS

Syksyllä 2008 Suomi joutui osana läntistä maailmaa globaalin finanssikriisin pyörteisiin, jonka jälkeen talouskehitys on pitkään ollut heikkoa ja epävakaata (Korkman, 2012, s.53). Suomalainen startup-ympäristö on kuitenkin ollut talouden matalasuhdanteesta huolimatta suhteellisen elinvoimainen. Tästä kielivät esimerkiksi Aalto Entrepreneurship Societyn perustaminen, yrityskiihdyttämö-toiminnan vilkastuminen, FiBANin kaltaisten uusien rahoitusverkostojen muodostuminen sekä suomalaisten startup-yritysten, kuten Rovion ja Supercellin, menestys. Toimintaympäristön kehittyminen näkyy myös startup-yritysten rahoituskentässä: siemenvaiheen rahoituksen osuus BKT:sta on Suomessa Ruotsin jälkeen Euroopan korkein (OECD, 2013). Kuvassa 1 on esitettyä Suomen korkea siemenvaiheen rahoitus verrattuna muihin Euroopan maihin.

Oman lisänsä startup-yritysten rahoituskenttään tuo Suomalainen varsin pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä. Arvopaperimarkkinakeskeisiä toimijoita löytyy kyllä Suomestakin, mutta niiden merkitys talouden rahoituksessa on anglosaksisia maita vähäisempi. (Pekkarinen & Sutela, 2004). Startup-yrityksiä rahoittavan epämuodollisen rahoitusmarkkinan suhteellisen pienen koon takia julkisen rahoituksen merkitys yritysten kasvun rahoittajana onkin merkittävä (Lahti, 2008).



Kuva 1 Siemenrahoituksen osuus BKT:sta (OECD, 2013)

Juridinen toimintaympäristö

Lainsäädäntö sanelee yhteiskunnan pelisäännöt ja siten sillä on merkittävä vaikutus myös joukkorahoituksen toimintaan. Joukkorahoituksen ollessa yleistermi hyvin monimuotoiselle taloudelliselle toiminnalle, on luonnollista, että myös sitä koskeva lainsäädäntö on hyvin moninaista. Juridisesti joukkorahoituksessa voidaan erottaa toisistaan lahjoitus pohjainen joukkorahoitus, palkkiopohjainen joukkorahoitus, sekä sijoitustarkoituksessa toteutettu joukkorahoitus. Lahjoitusmuotoista joukkorahoitusta säätelee rahankeräyslaki (255/2006) ja palkintomuotoista joukkorahoitusta puolestaan säätelee pääasiassa rahankeräyslaki, kuluttajansuojalaki (561/2008) sekä kauppalaki (355/1987). Lainamuotoista ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta puolestaan koskettaa rahoitusmarkkinalainsäädäntö: laki vaihtoehtorahastojen hoitajista (162/2014), arvopaperimarkkinalaki (746/2012) laki luottolaitostoiminnasta (121/2007) sijoituspalvelulaki (747/2012) sekä maksulaitoslaki (297/2010). (VVM, 2014).

Julkisessa keskustelussa on käsitelty joukkorahoituksen törmäämistä rahankeräyslakiin. Rahankeräyslailla ei kuitenkaan säädellä kuin vastikkeetonta rahan keräystä, joten sen vaikuttaa lähinnä vain lahjoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen.

Rahankeräyksellä tarkoitetaan toimintaa, jossa yleisöön vetoamalla kerätään vastikkeetta rahaa. Rahan lahjoittajana keräykseen osallistujalle saa antaa vastikkeeksi ainoastaan rahankeräysluvan saajan tai keräyksen tunnuksen (keräystunnus), jolla ei ole itsenäistä taloudellista arvoa (Rahankeräyslaki, 255/2006, 3§)

Rahankeräys on luvanvaraista toimintaa, ja sen voi toteuttaa vain viranomaisen antamalla rahankeräysluvalla (5§), jonka myöntää joko poliisilaitos tai poliisihallitus – riippuen keräyksen laajuudesta. Startup-yrityksille lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus ei kuitenkaan tule kyseeseen, sillä Suomessa rahankeräyslupa voidaan myöntää ainoastaan yhteisölle tai säätiölle, jolla on yksinomaan yleishyödyllinen tarkoitus (7§).

Palkintomuotoista joukkorahoitusta – eli käytännössä tuotteen ennakkomyyntiä – säädellään pääasiassa kuluttajansuojalalla ja kauppalalla (VVM, 2014). Kuluttajansuojalaki koskee kulutushyödykkeiden tarjontaa, myyntiä ja muuta markkinointia elinkeinoharjoittajilta kuluttajille (1§), eli lainsäädännöllisesti suoritemarkkinoilla tapahtuva palkkiopohjainen joukkorahoitus on tuotteiden ennakkomyyntiä. Joukkorahoituksen kannalta keskeisessä asemassa on tiedon antaminen kuluttajille:

Markkinoinnissa tai asiakassuhteessa ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja, jos tiedot ovat omiaan johtamaan siihen, että kuluttaja tekee ostopäätöksen tai muun kulutushyödykkeeseen liittyvän päätöksen, jota hän ei ilman annettuja tietoja olisi tehnyt (Kuluttajansuojalaki 561/2008, 6§)

Lisäksi:

Markkinoinnissa tai asiakassuhteessa ei saa jättää antamatta sellaisia asiayhteys huomioon ottaen olennaisia tietoja, jotka kuluttaja tarvitsee ostopäätöksen tai muun kulutushyödykkeeseen liittyvän päätöksen tekemiseksi ja joiden puuttuminen on omiaan johtamaan siihen, että kuluttaja tekee päätöksen, jota hän ei olisi riittävin tiedoin tehnyt (Kuluttajansuojalaki, 561/2008, 7§)

Palkkiomuotoiselle joukkorahoitukselle on luonteenomaista rahoituksen kerääminen ennen tuotteen valmistamista – tarkoitushan on rahoittaa toiminta. Näin ollen tuotteen lopulliset ominaisuudet eivät välttämättä vastaa rahoitusvaiheessa hahmoteltuja ominaisuuksia. Niin kuin kuluttajansuojalaista huomataan, rahoitusta hakevan yrityksen tulee olla realistinen tuotteensa ominaisuuksia kuvaillessa, muuten se saattaa rikkoa suomalaista lainsäädäntöä.

Myös kauppalaki velvoittaa joukkorahoitetut yritykset lupaamaan rahoitusta hakiessaan vain sen, minkä voivat toimittaa:

Tavaran on lajiltaan, määrältään, laadultaan, muilta ominaisuuksiltaan ja pakkaukseltaan vastattava sitä, mitä voidaan katsoa sovitun (Kauppalaki 355/1987, 17§)

Lainamuotoista ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta säätelee rahoitusmarkkinalainsäädäntö (VVM, 2014). Joukkorahoituksen kannalta keskeistä tässä lainsäädännössä on yrityksen tiedonantovelvoite sijoittajille, jonka perusteella yrityksen tulee tiedottaa totuudenmukaisesti arvopaperin arvoon vaikuttavista seikoista potentiaalisille sijoittajille – hieman samaan tapaan kuin kuluttajansuoja laki edellyttää palkkiopohjaisessa joukkorahoituksessa tuotetietojen totuudenmukaista esittämistä. Tietojen oikeellisuudesta laki määrää seuraavaa:

Arvopaperien ja muiden rahoitusvälineiden markkinoinnissa ja vaihdannassa, joka tapahtuu elinkeinotoiminnassa, sekä täytettäessä tämän lain mukaista tiedonantovelvollisuutta ei saa antaa totuudenvastaista tai harhaanjohtavia tietoja. Tieto, jonka totuudenvastaisuus tai harhaanjohtavuus käy ilmi tiedon esittämisen jälkeen ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajalle, on viivytyksettä oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla. (Arvopaperimarkkinalaki, 746/2012, 3§)

1.6 TUTKIELMAN RAKENNE

Tämä tutkielma koostuu kahdeksasta luvusta. Ensimmäinen johdantoluku perehdyttää tutkimusongelmaan, taustoittaa sitä hieman sekä sitoo tämän tutkimuksen aikaisempaan joukkorahoitusta käsittelevään tutkimukseen. Johdantoa seuraa kolme lukua, joissa käydään läpi aikaisempaa kirjallisuutta. Ensimmäinen aikaisempaa kirjallisuutta käsittelevä luku (luku 2) kuvailee startup-yritysten rahoitusta, seuraava (luku 3) joukkorahoitusta ja viimeinen (luku 4) joukkorahoitukselle relevantteja taloustieteellisiä teorioita. Viidennessä luvussa esitellään tämän tutkimuksen tutkimusmetodi ja perustellaan sen käyttöä sekä pohditaan tutkimuksen luotettavuutta. Viidennessä luvussa myös esitellään tutkimukseen osallistuneet asiantuntijat. Kuudennessa luvussa esitellään tutkimustulokset siten, että ensin esitellään asiantuntijoiden mielipiteiden kirjoa joukkorahoituksesta ja sen erityispiirteistä, jonka jälkeen asiantuntijoita käsitellään yhtenä joukkona yleisen mielipiteen selvittämiseksi. Seitsemännessä luvussa esitellään tutkimuksen analyysit ja johtopäätökset ja viimeisessä luvussa kiteytetään tutkimus yhteenvedon muodossa.

2. STARTUP-YRITYSTEN RAHOITUS

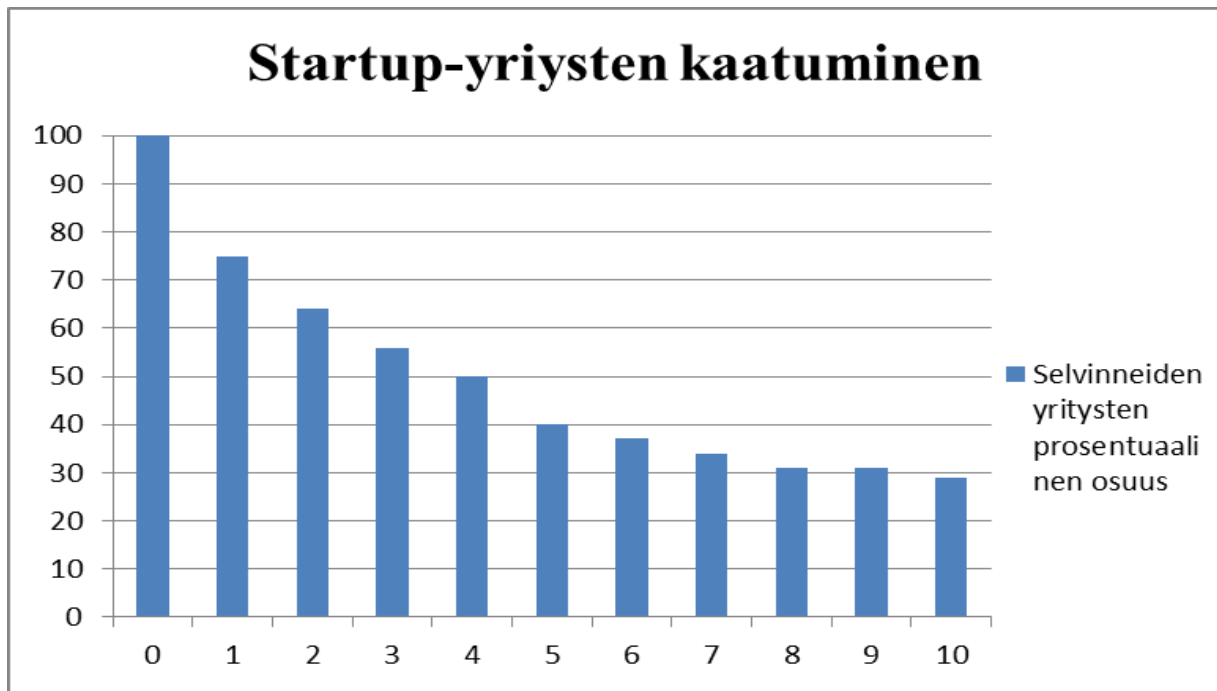
Tässä kappaleessa esitellään startup-yritysten rahoitusta koskevaa aikaisempaa tutkimusta, jotta voisimme asettaa seuraavassa kappaleessa esitettävän joukkorahoituksen oikeaan asemaan startup-yritysten rahoituskentässä. Ensimmäisessä alaluvussa 2.1 esitellään startup-yritysten rahoituksen ominaispiirteitä - kuinka aloittelevaan liiketoimintaan liittyy aina suuria riskejä ja rahoituksellisia haasteita. Seuraavassa 2.2 luvussa esitellään keskeinen startup-yrityksen rahoituskaaren käsite, jolla kuvataan rahoitusmuotojen kehittymistä yrityksen kasvun ja vakiintumisen seurauksena. Kappaleen viimeisessä alaluvussa 2.3 esitellään yksityisiä rahoitusmarkkinoita ja sieltä löytyviä erilaisia rahoitusmuotoja.

2.1. STARTUP-YRITYSTEN RAHOITUKSEN OMINAISPIIRTEET

Startup-yritysten rahoitus poikkeaa paljon vakiintuneempien yritysten rahoituksesta. Rahoitusta startup-yritykset voivat saada lukumääräisesti vähäisemmistä lähteistä, keskittyen lähinnä riskirahoittajiin ja yrittäjän omaan ja hänen lähipiirinsä antamaan rahoitukseen (Brealey, Myers & Allen, 2006, s.386). Ulkoisen pääoman hankkimiseen liittyvät ongelmat kumpuavat nuoren yrityksen realiteeteista: niillä ei ole esittää historiatietoja liiketoiminnan kannattavuudesta tai liikeidean toimivuudesta eikä niiltä useinkaan löydy sellaisia jälleenmyyntiarvoa omaavia omaisuuseriä, jotka toimisivat mahdollisten lainojen vakuutena (Berger & Udell, 1998). Tämän lisäksi startup-yritykset ovat vielä luonnostaan äärimmäisen riskisiä sijoituskohteita – noin neljäsosa startup-yrityksistä kaatuu ensimmäisen elinvuotensa aikana ja vain noin kolmannes yrityksistä on vielä pystyssä vuosikymmenen jälkeen (SBDC, 2014; Brealey, Myers & Allen, 2006 s.387). Seuraavan sivun kuvassa 2 on esitettyä tilastotietoa startup-yritysten kaatumisesta yhdysvaltalaisen aineiston perusteella.

Aloittavan kasvuyrityksen polku on usein kivinen toiminnan ollessa vielä kannattamatonta ja rahoituksen hankkimisen ollessa hankalaa. Näitä yrityksen elinkaaren kriittisiä ensiaskeleita kutsutaankin toisinaan leikkisästi ”kuolemanlaaksoksi” (*death valley, death valley curve*), millä viitataan korkeaan todennäköisyyteen, jolla startup-yritys kaatuu ennen kuin sen liiketoiminnan rahavirrat riittävät pitämään sen pystyssä ilman ulkopuolisia sijoituksia (Lainema, 2011 s.24) Yhdysvaltalaisen tutkimuksen mukaan nuoret kasvuyritykset tuottavat tappiota keskimäärin 30 kuukautta, ennen kuin saavuttavat kriittisen pisteen, jossa liiketoiminnan rahavirrat riittävät kattamaan sen aiheuttamat kulut ja keskimäärin vasta 75

kuukauden päästä aloittamisesta yritysten alkupääoma on saatu takaisin (Bygrave & Timmons, 1992)



Kuva2 Kaatuvien startup-yritysten prosentuaalinen osuus ensimmäisten toimintavuosien aikana (SBDC, 2014)

2.2 STARTUP-YRITYKSEN RAHOITUSKAARI

Rahoitusteoriassa Merton Millerin ja Franco Modiglianin (1958) teoriolla yrityksen pääomarakenteen merkityksettömydestä yrityksen arvoon on keskeinen asema. Millerin ja Modiglianin teoreemalla on kuitenkin tiukat taustaolettamukset: täydelliset markkinat, ei konkurssikustannuksia, ei tiedon epäsymmetriaa eikä agenttikustannuksia. Startup-yrityksiä rahoittavilla yksityisillä rahoitusmarkkinoilla nämä taustaolettamat jäävät täyttymättä ja niihin liittyvät ongelmat ovat suurempia kuin vakiintuneita yrityksiä rahoittavilla julkisilla rahoitusmarkkinoilla (Berger & Udell, 1998).

Millerin ja Modiglianin taustaoletuksiin kiinnitetään huomiota Jensenin ja Mecklingin (1976) agenttiteoriassa, joka tarjoaa näkökulman yrityksen sisäiseen dynamiikkaan ja sen vaikutukseen yrityksen pääomarakenteeseen. Toimijoiden erilaisista kannusteista johtuvat

agenttikustannukset luovat yritykselle valintatilanteita pääomarakennetta koskevissa päätöksissä: lainarahoitus aiheuttaa agenttikustannuksia lainaajan ja lainan saajan välille ja siten yritys joutuu tasapainoilemaan agenttikustannusten ja lainarahoituksen tarjoamien hyötyjen välillä (Gregory et al. , 2005).

Myersin ja Majlufin (1984) esittämä teoria pääoman nokkimisjärjestyksestä auttaa ymmärtämään kannusteita, jotka vaikuttavat startup-yritysten pääomarakenneteknisiin. Teoriassa esitetään yritysten suosivan ensisijaisesti sisäisiä rahoituslähteitä ja turvautuvan ulkopuoliseen rahoitukseen vain, jos sisäinen rahoitus on riittämätöntä, tai kuten startup-yritysten tapauksessa usein on, olematonta. Ulkoisessa rahoituksessa yritykset suosivat ensisijaisesti lainarahoitusta ja turvautuvat vasta viimeisenä omistuspohjaa muuttavaan ulkoiseen omaan pääomaan.

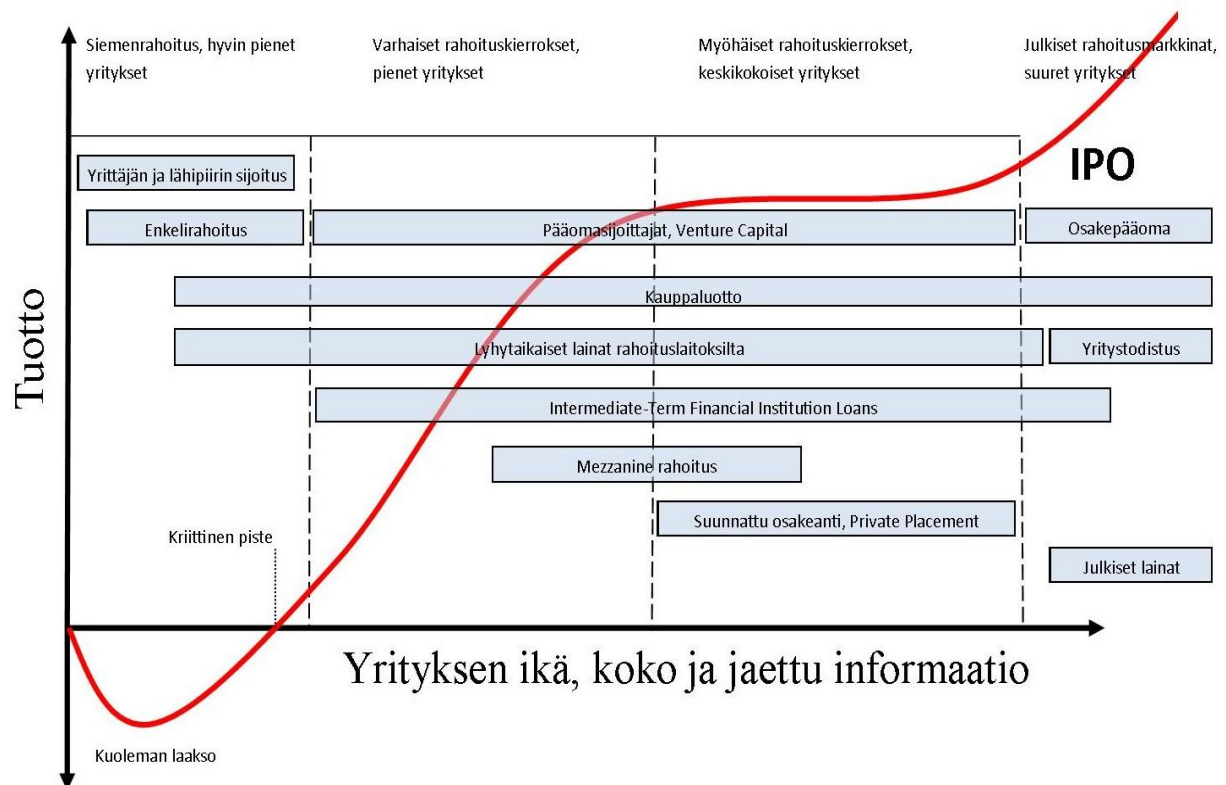
Miller-Modigliani-teoreeman taustaolettamien toteutumattomuus ja niistä kumpuavat Jensenin ja Mecklingin esittämät agenttikustannukset ja -ongelmat sekä Myersin esittämät rahoituksen kannusteet toimivat ajureina, jotka ohjaavat startup-yrityksiä kohti niille tavanomaista rahoituksellista kehityspolkua (Berger & Udell, 1998; Cassar, 2004) Koska yritykset eivät ole rakenteiltaan staattisia vaan kehittyvät kasvunsa ja vakiintumisensa myötä (esim. Penrose, 1959; Hughes, 1997; Cressy & Olofsson, 1997) on luonnollista, että myös niiden rahoitusrakenteet muuttuvat kasvun ja kehityksen myötä – niin kuin Berger ja Udell esittivät (1998). Rahoitusrakenteen muuttumista yrityksen kasvun seurauksena voidaan kutsua rahoituskääntöksi tai rahoitusyksi (*financing cycle*) ja sitä on tarkasteltu usein akateemisessa kirjallisuudessa (esim. Berger & Udell, 1998; Cassar, 2004; Gregory et al.,2005).

Startup-yritykset harvoin saavat kaikkea tarvitsemaansa pääomaa kerralla yksityisiltä rahoitusmarkkinoilta. Useimmiten yrityksen tarvitsema rahoitus annetaan toisiaan seuraavilla rahoituskierroksilla, joilla yritykseen sijoitetaan uutta pääomaa niin paljon, että sillä päästään yrityksen kehityksessä seuraavaan merkkipaaluun, kuten tuotteen suunnitteluun, prototyypin valmistamiseen tai tuotannon aloittamiseen. (Brealy, Myers & Allen, 2006 s.358)

Toisiaan seuraavista rahoituskierroksista voidaan hahmotella yrityksen rahoituskääntö, jossa pääomarakenne ja rahoitusinstrumentit muuttuvat yrityksen kehittymisen seurauksena. Berger ja Udell (1998) erittelevät startup-yrityksen rahoituksessa neljä eri vaihetta sen mukaan, kuinka suuri yritys on: todella pieni, pieni, keskikokoinen ja suuri. Toisinaan rahoituskääntö

vaiheita nimetään rahoituskierrosten perusteella: siemenrahoitus, varhaiset rahoituskierrokset, myöhemmät rahoituskierrokset ja lopulta julkinen listautuminen (Brealy, Myers & Allen, 2006, 383-403). Erilaisesta nimeämisestä huolimatta kyseessä on kuitenkin sama asia - yrityksen rahoitusrakenteen ja rahoitusinstrumenttien kehittyminen sen kasvun seurauksena.

Startup-yrityksen rahoituskaari



Kuva3 Startup-yritysten rahoituskaari (yhdistelty, Berger&Udell, 1998; Brealey et al, 2006; Kmuehmel, www.wikipedia.org)

Siemenvaiheen rahoitus

Rahoituskaaren ensimmäisessä vaiheessa – siemenrahoitusvaiheessa - yritykset ovat vielä todella pieniä, eikä niillä ole luonnollisesti esittää rahoittajille historiatietoon perustuvaa ”track recordia” liiketoimintamallin toimivuudesta tai organisaation taloudellisesta kyvykkyydestä eikä niillä useinkaan ole osoittaa varallisuuseriä vakuudeksi takaamaan mahdollisia lainoja (Berger & Udell, 1998). Näin ollen ei ole yllättävää, että mitä pienempi yritys on kyseessä, sitä vähemmän se nojautuu rahoituksessaan lainoihin ja ulkoiseen

pääomaan (Cassar, 2004). Siemenrahoitus koostuukin pääasiassa yrittäjän ja hänen lähipiirinsä sijoituksista, mahdollisista bisnesenkeleiden sijoituksista sekä erilaisista luotoista, kuten luottokorttilainoista ja kauppaluotoista (Berger & Udell, 1998, Robb & Robinson, 2009). On kuitenkin hyvä huomata, että suuri osa yrittäjän ja hänen lähipiirinsä sijoittamasta pääomasta saattaa todellisuudessa olla lainaa rahoituslaitoksilta yrittäjän omiin nimiin ottaman lainan muodossa ja näin ollen pienetkin startup-yritykset voivat rahoittaa toimintaansa ulkoisen velkarahan avulla (Robb & Robinson, 2009). Itse asiassa Kauffman instituutin teettämän tutkimuksen mukaan ulkoinen lainarahoitus on alle yksivuotiaiden yritysten ensisijainen rahoituksenlähde, kun huomioidaan yrittäjän tekemien sijoitusten alkuperä (Robb & Robinson, 2009). Tällainen ulkopuolinen, yrittäjän omiin nimiin ottama lainarahoitus ei kuitenkaan ole täysin ulkopuolista rahoitusta, sillä yrittäjä takaa henkilökohtaiset lainansa omalla omaisuudellaan ja hänellä on antaa rahoituslaitoksille taloudellisia historiatietoja omasta henkilökohtaisesta taloudestaan (Berger & Udell, 1998).

Seuraavat rahoituskierrokset

Yritysten kehittyessä niiden rahoitusmahdollisuudet kasvavat ja rahoitusinstrumentit monipuolistuvat. Rahoituskareen seuraavilla kierroksilla yritykset saavatkin usein rahoitusta useammista lähteistä kuin siemenvaiheessa (Brealey, Myers & Allen, 2006, 385). Liiketoiminnan vakiintuessa yrityksen ulottuville tulee uusia rahoituksenlähteitä ja rahoitusmuotoja, kuten esimerkiksi pääomarahastot (*venture capital*), välirahoitus (*mezzanine finance*), suunnatut osakeannit (*private placement*) sekä lopulta pörssilistautumisen jälkeen julkisten rahoitusmarkkinoiden tarjoamat monipuoliset rahoitusratkaisut (Berger & Udell, 1998; Brealey, Myers & Allen, 2006, 396-402).

Tärkeänä tekijänä rahoitusvaihtoehtojen monipuolistumisessa yrityksen kehityksen seurauksena on yritystä koskevan informaation lisääntyminen (Berger & Udell, 1998). Informaation lisääntymien ei ole kuitenkaan ainoa syy rahoitusmahdollisuuksien kasvamiseen. Rahoituksen – etenkin julkisen – hankkiminen voi olla yrityksille kallista. Rahoituksen transaktiokustannukset voivat selittää miksi vain suuret yritykset hankkivat pääomaa julkisilta rahoitusmarkkinoilta. Julkisen rahoituksen hankkimiseen liittyy monia välittömiä sekä jatkuvaluonteisia kustannuksia (Pwc, 2003), jotka usein ovat luonteeltaan kiinteitä, joten suuremmilla yrityksillä on skaalaetuja julkisen rahoituksen hankkimisessa. Informaation epäsymmetrisyys ja rahoituksen transaktiokustannukset määräävätkin

kynnyskoon, mitä pienempien yritysten ei kannata hankkia julkista rahoitusta. (Berger & Udell, 1998; Breal, Myers & Allen, 2006, 398). Kuvaa julkisen rahoituksen kynnyskoosta voi hahmotella rahoitusta hakeneiden yritysten koosta: listautumisannissa yritysten taseen omaisuuserien mediaaniarvo on noin 16,0 miljoonaa dollaria (Fenn et al. 1997) ja julkiset lainat alkavat noin 75-100 miljoonasta dollarista (Carey et al., 1993).

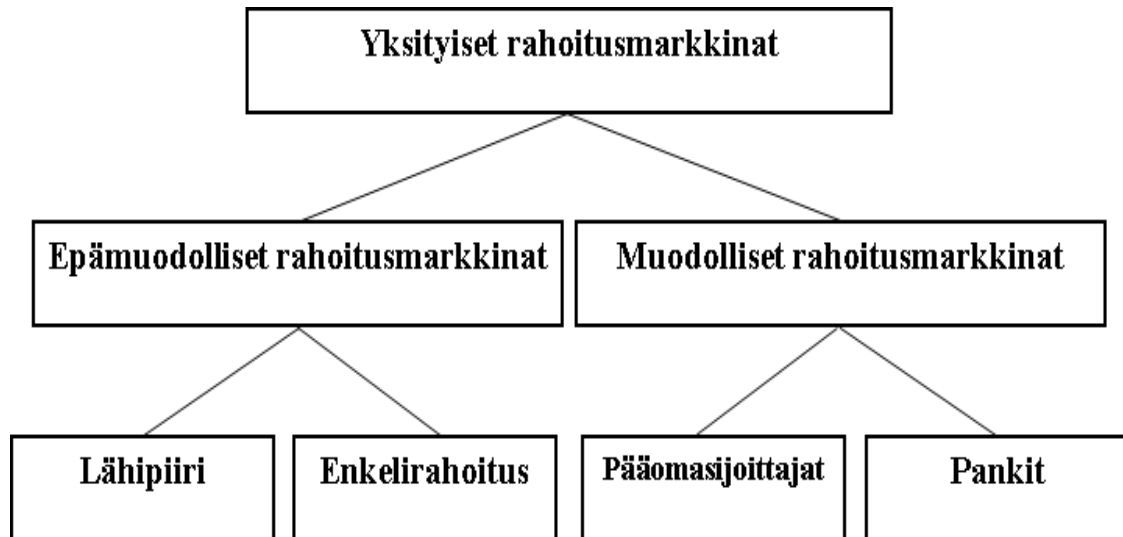
2.3 YKSITYISET RAHOITUSMARKKINAT

Startup-yrityksiä rahoittavat yksityiset rahoitusmarkkinat ovat luonteeltaan erilaiset, kuin suuryrityksiä rahoittavat julkiset rahoitusmarkkinat. Yksityisillä rahoitusmarkkinoilla tieto on hyvin epäsymmetrisesti jakautunut osapuolten välillä ja tämän vuoksi rahoittajat tarjoavat yrityksille tapauskohtaisesti strukturoituja, monimutkaisia sopimuksia. Julkisilla markkinoilla puolestaan tieto on paremmin jakautunut osapuolten kesken, minkä seurauksena julkisilla markkinoilla käydäänkin kauppaa geneerisemmillä sopimuksilla, mikä pitää rahoituksen transaktiokustannukset alhaisina. (Berger & Udell, 1998)

Yksityisten rahoitusmarkkinoiden voidaan nähdä jakautuneen kahteen toisistaan luonteeltaan erilaiseen osaan: heikosti järjestäytyneeseen, yksityisten sijoittajien epämuodolliseen markkinaan sekä muodolliseen ja hyvin organisoituun rahoituksen välittäjien markkinaan. Epämuodollisilla markkinoilla rahoitusta tarjoavat yksityishenkilöt, jotka sijoittavat omia varojaan. Pääasiassa epämuodollisilla yksityisillä rahoitusmarkkinoilla rahoitusta tarjoavat yrittäjän lähipiiri sekä bisnesenkelit, joilla tarkoitetaan varakkaita yksityishenkilöitä, jotka tarjoavat omista varoistaan suoria sijoituksia elinkaarensa alkuvaiheessa oleville yrityksille (Wong, Bhatia & Freeman, 2009; Berger & Udell, 1998). Nykyään epämuodollisille rahoitusmarkkinoille voidaan lukea myös joukkorahoitus, sillä internetin ja verkkokulttuurin kehityksen myötä yrittäjät voivat löytää itselleen lähipiiriin verrattavia sijoittajia maantieteellisistä rajoituksista välittämättä (Agrawal et al. 2011).

Muodollisilla rahoitusmarkkinoilla rahoitusta tarjoavat rahoituksen välittäjät, jotka kanavoivat varallisuutta ylijäämäsektoreilta rahoituksen tarvitsijoille. Rahoituksen välittäjät, kuten pankit ja pääomasijoitusrahastot, toimittavat tärkeää tehtävää yksityisillä rahoitusmarkkinoilla hallinnoimalla ja luomalla tietoa yritysten rahoituskelpoisuudesta. Seulomalla (*screening*), sopimalla (*contracting*) ja tarkkailemalla (*monitoring*) rahoituksenvälittäjät pyrkivät

tasaamaan epätasaisesti jakautuneesta informaatiosta ja mahdollisista intressiristiriidoista kumpuavia ongelmia. (Berger & Udell, 1998).



Kuva 4: Yksityisten rahoitusmarkkinoiden rakenne. Joukkorahoituksen voidaan katsoa kuuluvan osaksi epämuodollisia yksityisiä rahoitusmarkkinoita

Epämuodolliset yksityiset rahoitusmarkkinat – yksityiset riskisijoittajat

Kehittyneissä talouksissa pääomasijoitusrahastojen sijoitusfokus on siirtynyt pois siemenvaiheen yrityksistä kohti myöhäisempiä rahoituskiertoja sekä erilaisia yrityskauppoja (*leveraged buy-out, management buy-out*) (Mason & Harrison, 2003; Sohl, 2003) mikä on osaltaan kasvattanut pääomasijoitusrahastojen keskimääräisiä sijoitussummia niin suuriksi, etteivät ne enää vastaa startup-yritysten siemenvaiheen rahoitustarpeita (Wong et al. 2009, Avdeitchikova, 2009). Tämän rahoituksellisen pääomakuilun täyttämiseksi epämuodollisilla rahoitusmarkkinoilla on tärkeä rooli ja bisnesenkeleiden tarjoama rahoitus onkin tärkeä ulkopuolisen omanpääoman lähde startup-yritysten siemenvaiheen rahoituksessa (Wong et al.,2009; Berger & Udell, 1998).

Startup-yrityksen ensimmäinen rahoittaja on usein yrittäjä itse sekä hänen lähipiirinsä, jota Yhdysvalloissa kutsutaan leikkisästi nimellä ”ystävät, sukulaiset ja hölmöt” (*Friends, Family and Fools*) (Lainema, 2011, 50). Joukkorahoituksen myötä sosiaalinen verkosto, josta

yrittäjä voivat tätä lähipiirin rahoitusta hankkia on kasvanut huomattavasti ja menettänyt maantieteellisiä rajoituksia (Agrawal et al., 2011).

Lähipiirin ulkopuolista pääomaa yritys saa usein ensimmäiseksi yksityisiltä riskisijoittajilta, bisnesenkeleiltä. Luonteenomaista bisnesenkeleiden tarjoamalle rahoitukselle on sijoittajien aktiivinen osallistuminen yrityksen toimintaan, jolla he pyrkivät hallitsemaan sijoituksen luontaisesti korkeaa riskiä. Yksityiset riskisijoittajat osallistuvatkin yritysten toimintaan usein hallituksen jäsenenä tai neuvoantajina sekä harvemmin operatiivisina johtajina. Toisinaan bisnesenkeleistä eritellään kaksi tuottotavoitteiltaan erilaista ryhmää: elämäntapasijoittajat ja ammattimaiset sijoittajat. Kuvassa 5 esitellään erilaisten sijoittajien eroja sitoutumisen ja tuottotavoitteiden näkökulmasta. (Lainema, 2011, 50-60)



Kuva 5: Erilaisten yksityisten sijoittajien luokittelu (Lainema, 2011, 52)

Bisnesenkeleiden yritykselle antamat hyödyt eivät rajoitu vain tarjottuun rahoitukseen. Suuri osa suomalaisista bisnesenkeleistä on luonut varallisuutensa myymällä oman yrityksensä, josta heille on kertynyt runsaasti tietotaitoa ja verkostoja, joita he voivat hyödyttää niissä sijoituskohteissa, joiden rahoitukseen he lähtevät mukaan (Lahti, 2008). Bisnesenkeleiden sanotaankin tuovat sijoituksensa myötä yritykseen myös ei-rahallista pääomaa, kuten

osaamispääomaa (*human capital*), sosiaalista pääomaa (*social capital*) ja organisatorista pääomaa (*organizational capital*) (Ardichvili et al. 2002). Osaamispääomalla viitataan yrityksessä toimivien ihmisten kokemuksiin, koulutukseen asiantuntemukseen sekä maineeseen (Becker, 1975). Sosiaalinen pääoma puolestaan kuvastaa verkostoja ja suhteita, joiden kautta yritykseen virtaa erilaisia resursseja (Coleman, 1988). Organisatorisella pääomalla puolestaan tarkoitetaan yrityksen rakenteisiin kertynyttä kollektiivista osaamista, mitä sinänsä bisnesenkeli ei voi tuoda yritykseen, mutta jonka kehittymiseen hän voi vaikuttaa tutustuttamalla yrityksen hyväksi havaittuihin toimintatapoihin (Kogut & Zander, 1992)

Ajallisesti enkelirahoitus on väliaikaista. Yritykset turvautuvat enkelirahoitukseen kunnes saavat rahoitusta muodollisilta rahoitusmarkkinoilta tai poistuvat markkinoilta jonkin exit-strategian kautta¹ (Fenn, Liang & Prowse, 1997) Mediaani sijoitusaika bisnesenkeleillä on noin viidestä seitsemään vuotta (Wetzel, 1983) ja keskimääräiset sijoitukset pyörivät noin 20 000 – 200 000 euron välillä, niin Suomessa kuin maailmalla (Lainema, 2011, 50)

Muodolliset yksityiset rahoitusmarkkinat – rahoituksen välittäjät

Pääasiallinen ero epämuodollisten ja muodollisten yksityisten rahoitusmarkkinoiden välillä on sijoittajan omistussuhteessa sijoitettavaan varallisuuteen: epämuodollisilla yksityisillä rahoitusmarkkinoilla sijoitetaan omaa rahaa, kun taas muodollisilla markkinoilla sijoitetaan toisten rahaa (Lainema, 2011, 51). Keskeiset rahoituksen välittäjät yksityisillä rahoitusmarkkinoilla ovat pääasiassa pankkeja tai pääomasijoitusyhtiöitä tai – rahastoja.

Huolimatta puutteellisista historiatiedoista tai vähäisistä vakuusarvollisista omaisuuseristä pankit ovat perinteisesti osallistuneet myös aloittavien yritysten rahoitukseen. Suomessa lainarahoituksen osuus elinkaarensa alkuvaiheessa (0-4 vuotta) olevien yrityksen pääomasta on jopa melko korkea: 56 % (Hyytinen & Pajarinen, 2002,11)

Pankkirahoitusta myönnetään usein pitkän pankkisuhteen perusteella, jonka aikana pankki on hankkinut yksityistä tietoa lainanhakijasta. Tätä tietoa tuottamalla ja analysoimalla pankki voi tehdä päätelmiä lainanhakijan maksukyvystä ja tarvittavista sopimusehdoista. Mikäli aloittavalla yrityksellä ei ole näyttää historiatietoja rahoittajille, voi pankki perustaa

¹ Exit strategialla tarkoitetaan sijoittajien suunnitelmaa irrottautua yrityksestä voitollisesti. Tavanomaisia exit-strategioita ovat esimerkiksi julkinen listautuminen, yritysosto tai uusi rahoituskierrös.

päätöstään lainanhakijan henkilökohtaiseen pankkihistoriaan. Lainan myöntämistä startup-yritykselle mahdollistavat erilaiset sopimusehdot, kuten erilaiset takaukset, kovenantit, korot ja vakuudet. (Berger & Udell, 1995)

Lainarahoitus ei kuitenkaan usein yksinään riitä. Yrityksen velkaisuuden noustessa suureksi, kasvaa myös vakavaraisuuteen liittyvä rahoitusriski, jolloin yrityksen hankkiman pääoman riskipreemiot nousevat omavaraisuuden laskiessa (Kinnunen et al., 2004). Pääomarakennetta tasaamaan tarvitaan siis myös oman pääoman ehtoisia pääomasijoittajia – etenkin mikäli yrityksen liiketoimintaan liittyy muitakin riskejä kuin vain rahoitusriski, mikä on hyvin tavallista startup-yritysten tapauksessa.

Suomen pääomasijoittajien tilastojen mukaan vuonna 2013 pääomasijoitusrahastot rahoittivat yhteensä 172 alkuvaiheen yritystä yhteensä 129 miljoonalla eurolla . Kokonaisuudessaan suomalaiset pääomasijoitusyhtiöt tekivät vuoden 2013 aikana yhteensä 379 sijoitusta, joiden kokonaisarvo oli 534 miljoonaa euroa – keskimääräinen sijoitussumma oli siis 1,4 miljoonaa euroa. Suomalaiset pääomasijoitusyhtiöt hallitsevat noin 5,5 miljardin euron sijoitusvarallisuutta. (FVCA, 2014)

3. JOUKKORAHOITUKSEN KÄSITE JA PIIRTEET

Edellisessä luvussa esiteltiin startup-yritysten perinteiset rahoituslähteet ja kuinka yrityksen käyttämät rahoitusmuodot kehittyvät yhdessä yrityksen vakiintumisen kanssa. Tässä luvussa keskitytään joukkorahoituksen tarkasteluun. Ensimmäisessä alaluvussa 3.1 määritellään mitä joukkorahoitus on, esitellään sen eri ilmenemismuodot sekä tarkastellaan sitä taloudellisena liiketapahtumana. Seuraavassa alaluvussa 3.2 tuodaan esille joukkorahoituksen juuret joukkoistuksessa ja tarkastellaan, kuinka joukkoistaminen vaikuttaa joukkorahoitusprosessiin. Viimeisessä alaluvussa 3.3 esitellään joukkorahoitukselle ja joukkoistamiselle keskeinen joukkojen viisauden käsite.

3.1 JOUKKORAHOITUKSEN MÄÄRITELMÄ JA MUODOT

Joukkorahoitus on yleisnimike hyvin monimuotoiselle taloudelliselle toiminnalle. Yhteistä kuitenkin kaikelle joukkorahoitukselle on yrityksen kääntyminen suuren yleisön puoleen rahoitustarpeensa tyydyttämiseksi tietoverkkoja hyväksikäyttäen. Olemukseltaan joukkorahoitus onkin avoimen kutsun esittämistä verkossa vapaaehtoisten vastattavaksi – kutsu rahoittaa jotakin projektia tai yritystä. Akateemisessa kirjallisuudessa Belleflammen et al. (2013) joukkorahoituksen määritelmä on yksi vakiintuneimmista. Heidän mukaansa ”joukkorahoitus on useimmiten internetin kautta esitettävä avoin kutsu taloudellisten resurssien luovuttamiseksi, joko lahjoituksena, tulevaa tuotetta, jonkinlaista palkkiota tai äänivaltaa vastaan”. (Belleflamme, 2013).

Mollick (2013a) tarjoaa tarkemman määritelmän: ”joukkorahoituksessa yrittäjä, tai yrittäjien ryhmä, pyrkii rahoittamaan toimintansa keräämällä internetissä tavallisilta ihmisiltä suureen määrään pieniä sijoituksia, ilman tavanomaisia rahoituksen välittäjiä”. Mollickin määritelmässä on selkeä näkemys joukkorahoituksen asemasta bisnesenkeliä ja pääomasijoittajien substituuttina ja siten tämä määritelmä käsittelee osittain joukkorahoituksen asemaa rahoituskentässä sen olemuksen lisäksi.

Näistä määritelmistä on hyvä nostaa esille keskeiset joukkorahoitusta määrittelevät piirteet: joukkorahoitusta annetaan verkon välityksellä, sijoitettavat summat ovat suhteellisen pieniä,

kyse on moninaisesta - vastikkeellisesta tai vastikkeettomasta - rahoituksesta, ja sitä antaa suuri tavallisten ihmisten joukko, ei niinkään ammattimaiset sijoittajat. Nämä piirteet tekevät joukkorahoituksesta poikkeavan verrattuna muihin startup-yrityksen ulottuvilla oleviin rahoitusmuotoihin.

Joukkorahoituksen eri muodot

Joukkorahoituksen eri tyypit jaotellaan usein sijoittajan saaman vastikkeen perusteella. Ahlers et al (2012) käyttävätkin tätä perustetta jaotellessaan joukkorahoituksen neljään luokkaan: lahjoitus-, palkinto-, laina- ja sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen. Erityyppisiä projekteja voidaan myös jaotella projektia rahoittavien osallistumisella projektiin: saavatko rahoittajat osallistua yrityksen päätöksentekoon ja tuotteiden valmistamiseen vai ei (Schwienbacher & Larralde, 2012). Toisinaan ei-rahalliset palkkiot voidaan vielä jaotella sen mukaan, annetaanko vastikkeeksi tuote, vai jokin muu palkkio (Bradford, 2012a). Kappel (2009) on vielä jaotellut projektit sen perusteella, kerätäänkö joukkorahoituksella rahoitusta valmiille tuotteelle vai vasta kehitteillä olevalle tuotteelle. Kuvassa 6 esitetään erilaiset joukkorahoitusmuodot jäseneltyinä Ahlersin (2012) luokitteluun.

	RAHOITUSMUOTO	PALAUTUKSEN MUOTO	RAHOITTAJAN MOTIIVI	ESIMERKKIALUSTA	LAINSÄÄDÄNTÖ
Lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus	Lahjoitus	Ei palautusta	Sosiaalinen	jeesaa.fi (FI)	Rahankeräyslaki
Palkintomuotoinen joukkorahoitus	Lahjoitus, ennakko-osto	Palkinto, tuote	Sosiaalinen, myös palkinnon saaminen	Mesenaatti.me Kickstarter (US)	Rahankeräys-, kuluttajansuoja-, kauppalaki
Lainamuotoinen joukkorahoitus	Laina	Laina korkoineen, sosiaalinen lainaus usein korotonta	Taloudellinen, sosiaalinen	Fundu (FI) Kiva (US)	Rahoitusmarkkina-lainsäädäntö
Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus	Sijoitus (usein osakkeisiin)	Sijoituksen arvonnousu, jos yritys menestyy ja/tai osinko	Taloudellinen, sosiaalinen	Invesdor (FI) Venture Bonsai (FI) FundedByMe (SE)	Rahoitusmarkkina-lainsäädäntö

Taulukko1: Joukkorahoituksen eri muodot (täydennetty, VVM, 2014)

Lahjoituspohjainen joukkorahoitus

Useat joukkorahoitusprojektit keräävät joukolta lahjoituksia vastikkeellisten sijoitusten sijasta. Schwienbacher & Larralde (2010) huomasivat tutkimuksessaan noin viidenneksen joukkorahoitusprojekteista perustuvan lahjoitusten keräykseen.² Hyväntekeväisyydessä on pitkään käytetty joukkorahoituksen tyypisiä varainkeruumuotoja ja onkin luonnollista että hyväntekeväisyysjärjestöt ovat omaksuneet joukkorahoituksen varainkeruussaan.

Palkintomuotoinen joukkorahoitus

Palkintomuotoisella joukkorahoituksella tarkoitetaan tuotteen ennakkomyyntiä asiakkaille, jotta yritys voi ennakotilauksilla rahoittaa tuotteen valmistuksen tai kehityksen. Schwienbacherin ja Larralden (2010) havaitsivat noin kolmen neljästä joukkorahoitusprojektista tarjoavan tällaisia ei-rahallisia palkkioita sijoittajilleen. Useimmiten ei-rahallisena palkkiona on oikeus tuotteeseen tai palveluun, joka projektin myötä on tarkoitus synnyttää (Schwienbacher & Larralde, 2010). Kuvaa palkkiomuotoisesta joukkorahoituksesta ja sen rahoittajille tarjoamista vastikkeista saa, kun katsoo suosituksen yhdysvaltalaisen Kickstarter-palvelun menestyneimpien joukkorahoitusprojektien vastikeohjelmia. Taulukossa 2 on esitetty kahden menestyneen projektin – kellon ja pelikonsolin - palkkiomallit (Kickstarter, 2014).

Belleflamme et al (2013) esittävät tuote-perusteiseen vastikkeeseen perustuvan joukkorahoituksen olevan yksi erityinen käyttäytymispohjaisen hintadiskriminaation muoto, sillä asiakaskunta voidaan jakaa etukäteen tuotteen tilaaviin rahoittaja-asiakkaisiin ja tavallisiin asiakkaisiin. He totesivat joukkorahoitukseen osallistumisen tarjoavan osalle kuluttajista mielekkäämmän kulutuskokemuksen, joka on mahdollista hinnoitella arvokkaammaksi, jolloin yrityksen on mahdollista saada osansa tästä kuluttajan suuremmasta ylijäämästä ennakotilauksiin liittyvän hintadiskriminaation avulla – ongelmana tässä tosin on, että mikäli yritys tarvitsee paljon pääomaa, tulee sen hinnoitella ennakkotilattavakin tuote niin houkuttelevaksi että pääomatavoite täyttyy. (Belleflamme et al.,2013)

² Tässä tutkimuksessa hyväntekeväisyys on rajattu tutkimusalueen ulkopuolelle, tutkimuksen keskittyessä taloudelliseen voittoon tähtäävään toimintaan. Lahjoitusperusteinen joukkorahoitus on kuitenkin merkittävä osa tutkittavaa ilmiötä, joten sen olemassaolo on hyvä tuoda tässäkin tutkimuksessa esille. Lahjoitusperustaisen joukkorahoituksen eri muodoista voi lukea lisää esim. Wojciechowski (2009) ja kuluttajien syistä antaa lahjoituksia voittoatavoittelemattomille organisaatioille voi lukea esim. Glaeser & Schleifer (2001).

Sijoitus	Pebble-kello	Ouya-pelikonsoli	Sijoitus
>1	Tietoa kellosta ja sen saatavuudesta	Oikeus varata käyttäjänimi	>10
>99	Yksi musta kello	Edellinen + virtuaalimerkki	>25
>115	Yksi musta kello	Edellinen + pelikonsoli	>95
>125	Minkä tahansa värinen kello	Edellinen + toimitus ensimmäisenä	>99
>220	Kaksi mustaa kelloa	Edellinen + design-konsoli	>140
>235	Prototyypikello ja ohjelmointityökalu	Konsoli ja kaksi ohjainta	>225
>240	Kaksi minkä tahansa väristä kelloa	Pelikehittäjille tarkoitettu versio	>669
>550	Viisi minkä tahansa väristä kelloa	Edellinen + s-posti lisäpalvelu, kutsu juhlaan	>1337
>1000	Kymmenen minkä tahansa väristä kelloa	Pelikonsoli ja päivä kehittäjien kanssa	>5000
>1250	Kustomoitu uniikki kello ja viisi tavallista	Nimi kaiverrettu ensimmäiseen tuotantoerään	>10 000
>10 000	Sata kelloa		

Taulukko 2: Menestyneiden palkkiomuotoisten joukkorahoituskampanjoiden vastikeohjelmat (lähde: www.kickstarter.com, 1.4.2014)

Tuoteperustainen joukkorahoitus voi toimia uskottavana signaalina tuotteen menestyksestä markkinoilla, sillä sijoittajan saaman vastikkeen ollessa rahoitettavan projektin synnyttämä tuote, on käytännössä kyse ennakkotilaamisesta. Tilaamalla tuotetta ennakkoon kuluttajat osoittavat osaltaan sen kysynnän markkinoilla. Yhtä uskottavaa signaalia tuotteen kysynnästä ei synny, mikäli sijoittajat saavat vastikkeeksi sijoitukselleen osuuden yrityksen tuotoista – tällöin rahoittajat saattavat rahoittaa tuotteita joille he uskovat löytyvän markkinoilta kysyntää, ei tuotteita, joita he itse haluavat tai tarvitsevat. (Schwienbacher & Larralde, 2012).

Lainamuotoinen joukkorahoitus

Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa rahoituksen tarvitsija kääntyy suuren yleisön puoleen saadakseen heiltä lainaa investointiensa toteuttamiseksi. Lainamuotoinen joukkorahoitus jakautuu kahtaalle: henkilölainaukseen ja yrityslainaukseen (De Buysere et al. 2012). Henkilölainauksessa kerätään joukolta rahoitusta yksityishenkilöiden tarpeisiin ja yrityslainauksessa puolestaan yritysten toiminnan rahoittamiseksi. Henkilölainausta poikkeaa muusta joukkorahoituksesta siinä, että siinä ei välttämättä koota sijoituksia suuremmiksi summiksi niin kuin muissa joukkorahoituksen muodoissa (De Buysere et al., 2012).

Keskeistä kaikessa lainamuotoisessa joukkorahoituksessa on rahoituksen tarvitsijan pyrkimys vaihtaa pankkirahoitus joukon tarjoamaan lainaan. Tällaisessa rahoituksessa lainasopimus

lainan ottajan ja rahoittajien välillä on keskiössä ja se määrittelee lainatulle pääomalle maksettavan koron ja ehdot. (Be Buysere et al., 2012)

Sijoitusmuotoinen joukkorahoitus

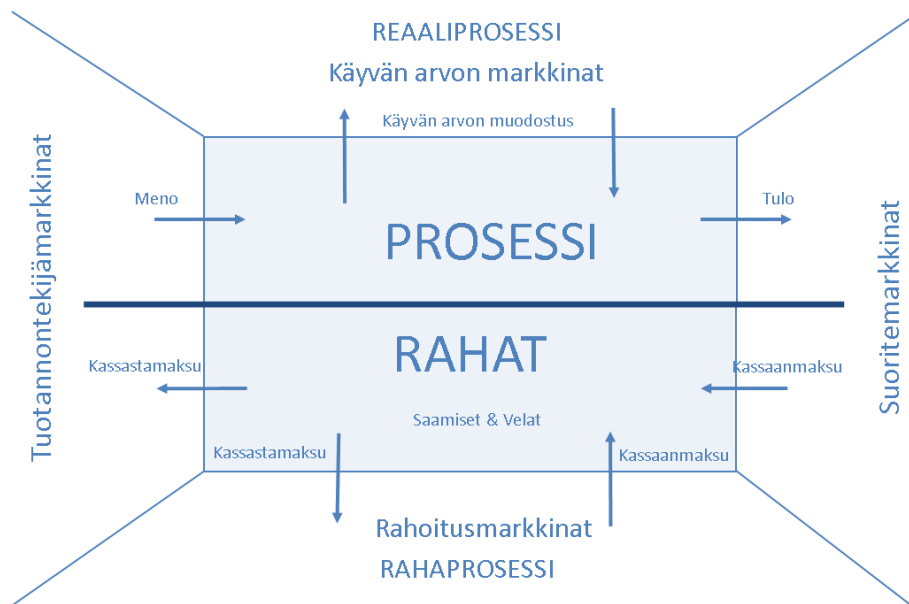
Sijoitusmuotoisella joukkorahoituksella tarkoitetaan rahoituksen keräämistä joukolta ja tarjoamalla heille vastikkeeksi yrityksen osakkeita (De Buysere et al., 2012). De Buysere ja kumppanit lisäävät oman pääoman ehtoiseen joukkorahoitukseen myös sellaisen rahoituksen, joka tuotoltansa vastaa osakeomistusta yrityksessä mutta ei anna vastaavaa määräysvaltaa. Tällaiset järjestelyt – esimerkiksi johdannaisilla ja muilla rahoitusinstrumenteilla rakennetut - yrityksen määräysvallan ja äänivallan erottamisessa ovat tarpeen, mikäli rahoitusta hakeva yritys haluaa passiivisen sijoittajan rahoittajaksi eikä halua ottaa joukkoa mukaan yrityksen hallintaan. Suomalaisessa yrityksessä äänivallaltaan poikkeavat osakkeet ovat myös mahdollinen tapa järjestää kontrollin ja omistuksen erityttäminen.

Joukkorahoituksen luonne taloudellisena liiketapahtumana

Yrityksen taloudellista toimintaa on suomalaisessa taloustieteellisessä kirjallisuudessa perinteisesti käsitelty yrityksen kiertokulkukaavion avulla, jossa taloudellinen kokonaisuus ja sen rajapinnat kuvataan neljän – tuotannontekijä-, suorite-, rahoitus- ja käyvänarvon - markkinan avulla (Kuva 6). Kaavion keskiössä oleva tummennettu neliö kuvaa yritystä ja sen rajojen ylittyessä syntyy liiketapahtumia sekä käyvän arvon markkinoilla arvon muutoksia. Yritys itsessään on vielä jaettu kahtia kuvaamaan sen reaali prosesseja sekä niiden yhteismitallisia rahoitusprosesseja. (Ikäheimo et al., 2005).

Tuotannontekijöitä yhdistelemällä reaali prosessissa muodostuu liiketoiminnan suorite, tavara tai palvelu, joka luovutetaan suoritemarkkinoille. Kun suorite luovutetaan, syntyy tästä liiketapahtumasta suoritteen luovuttaneelle yritykselle oikeus korvaukseen, eli reaalista suoritetta vastaava rahallinen tulo. Kun rahallinen korvaus suoritteesta saadaan, syntyy tästä liiketapahtumasta kassaanmaksu. (Ikäheimo et al., 2005)

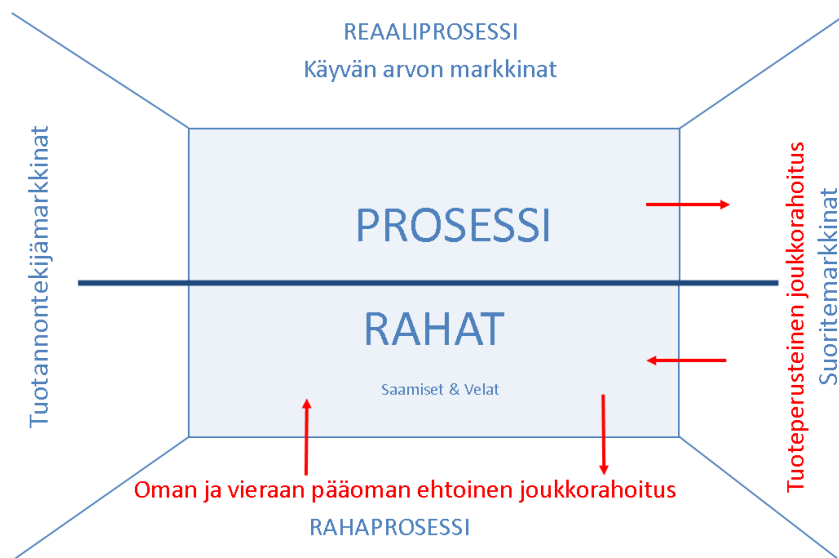
Rahoitusmarkkinoilla puolestaan yritykset hankkivat pääomia liiketoiminnan harjoittamiseen – joko oman tai vieraan pääoman ehtoisina. Kun rahoitus vastaanotetaan liiketoiminnan käyttöön, syntyy tästä liiketapahtumasta rahoitustapahtuma ja kassaanmaksu. Myös pääomia tai niille maksettavia korvauksia suoritettaessa syntyy rahoitustapahtumia – ja tällä kertaa kassastamaksu. (Ikäheimo et al., 2005)



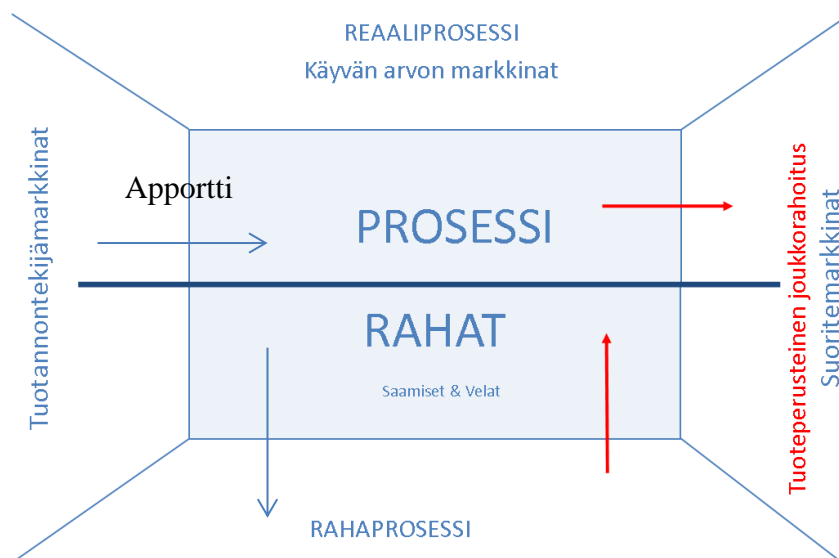
Kuva 6: Yrityksen kiertokulkukaavio (Ikäheimo et al., 2005,47)

Kun joukkorahoituksen eri muotoja analysoidaan yrityksen kiertokulkukaavion avulla, huomataan, ettei nimitys *joukkorahoitus* ole kaikissa muodoissa välttämättä sovelias, etenkin silloin, kun vastikkeena toimii yrityksen joukkorahoitusprojektin seurauksena syntyvä tuote. Tuotteen toimiessa rahoituksen vastikkeena, voidaan argumentoida liiketapahtumien syntyvän vain suoritemarkkinoilla, jolloin varsinaista rahoitustapahtumaa ei synny ja rahoitustapahtuman sijaan on kyseessä suoritemarkkinoilta saatava maksu. Toisaalta, määritelmänsä mukaan, suoritemarkkinoilta saatavat tulot syntyvät suoritteiden luovutuksen yhteydessä, joten tuotteesta etukäteen saatava kassaanmaksu voitaisiin mieltää rahoitukseksi. Tällöin tuoteperustainen joukkorahoitus olisi rahaprosessit ja reaali prosessit yhdistävä hybridi-muto: yritys kerää pääomaa rahoitusmarkkinoilta ja saa kassaanmaksun rahaprosessissaan, josta aikanaan maksaa korvausta suoritemarkkinoille reaalisilla suoritteillaan – kyseessä olisi siis ikään kuin apporttin käännteinen ilmenemismuoto³. Tosin, siinä missä apporttiomaisuus oikeuttaa omistusoikeuteen yrityksestä, tuoteperustainen joukkorahoitus ei synnytä vastaavaa omistusoikeutta.

³ Apportti tarkoittaa muuna kuin rahasisjoituksena yritykseen laitettua omaisuutta. Apporttiomaisuutta voi olla vain omaisuus, jolla on yhtiölle taloudellista arvoa. Työsuoritusta koskeva sitoumus ei voi olla apporttiomaisuutta. (OYL, 2006).



Kuva 7: Joukkorahoituksen eri muodot esitettynä yrityksen kiertokulkukaaviossa



Kuva 8: Palkkiopohjainen joukkorahoitus” apportin käännteisenä muotona”

3.2 JOUKKORAHOITUKSEN JUURET - JOUKKOISTAMINEN

Joukkorahoitus on nykyisessä muodossaan 2000-luvun ilmiö, jonka synty on edellyttänyt niin yhteiskunnallisia kuin teknologisia kehitysaskelaita. Erityisesti tietoverkkojen – niin tekninen kuin kulttuurinen - kehitys on ollut keskeinen edellytys joukkorahoituksen syntymiselle, sillä

jo määritelmänsä mukaisesti joukkorahoituksessa käytetään hyväksi tietoverkkoja yrityksen rahoituksen keräämisessä (Belleflamme et al., 2013).

Internetin kehitystä kuvatessa käytetään usein termiä Web 2.0 kuvaamaan verkon luonteen muuntumista staattisista kotisivuista kohti osallistuvaa sosiaalista mediaa – kuluttajan passiivisesta seuraamisesta kohti aktiivista osallistumista. Termin tunnetuksi tehnyt Tim O'Reilly kuvailee tätä internetin seuraavaa kehitysaskelta ”avoimemmaksi, yhteisöllisemmäksi ja osallistuvammaksi” (Beer & Burrows, 2007). Nykyiset internetin suosituimmat palvelut mahdollistavatkin käyttäjän osallistumisen ja jakavat vastuuta käyttäjille sisällön tuottamisessa. Tätä palvelun kuluttajan muuttunutta roolia kutsutaan verkon *osallistumiskulttuuriksi*, jossa käyttäjät lisääntyvässä määrin *luovat* sisältöä samalla kuin *kuluttavat* sitä (Jenkins et al. ,2006) tai kuten O'Reilly kuvaa: ”*asiakkaasi rakentavat liiketoimintasi*” (O'Reilly, 2004). Joukkorahoitus voidaankin nähdä tämän Web 2.0 kehityksen taloudellisena ulottuvuutena: käyttäjät *rahoittavat* tuotetta samalla kun he *kuluttavat* sitä.

Joukkoistaminen

Joukkorahoituksen juuret ovat joukkoistamisessa (*crowdsourcing*), jolla tarkoitetaan yleisesti hajautettua ongelmanratkaisu- ja tuotantomallia, jossa toimeksiantaja hyödyntää yhteisön, eli joukon, osaamista rajattua tehtävää varten (Howe, 2008; Kleeman et al., 2008; Brabham, 2013). Joukkoistuksessa toimeksiantaja esittää avoimen kutsun etukäteen määrittelemättömälle yleisölle, eli joukolle, ratkaista jokin sitä koskeva ongelma ja kutsuun vastaavat työskentelijät kukin omalta osaltaan auttavat joukkoa lopullisen tuloksen saavuttamisessa. Kleeman et al. (2008) määrittelevät joukkoistamisen seuraavasti: ”joukkoistaminen tapahtuu, kun voittoa tavoitteleva yritys ulkoistaa jokin erityisen, tuotteen valmistukselle tai myynnille tärkeän, tehtävän yleisölle (joukolle) avoimen kutsun muodossa internetin välityksellä, tarkoituksenaan saada yksityishenkilöt vapaaehtoisesti tekemään työtä ilmaiseksi tai huomattavasti alempaan hintaan kuin mikä tehtävän arvo yritykselle on”. Joukkoistamis-termin lanseerannut Jeff Howe puolestaan määrittelee joukkoistamisen seuraavasti: ”työ, jonka perinteisesti teki erikseen nimetty toimija, tavallisesti palkattu työntekijä, ulkoistetaan määrittelemättömälle, yleensä suurelle joukolle ihmisiä avoimen kutsun muodossa” (Howe, 2006)

Joukolle voidaan ulkoistaa lähes kaikkia organisaation toimintaan liittyviä toimintoja (Hintikka, 2008). Nykyisen kaltaisen joukkoistuksen taustalla on teknologinen kehitys, joka on tuonut aikaisemmin vain ammattikäytössä olleet työkalut myös amatöörien ulottuville, pienentäen ammattilaisten ja amatöörien välistä laatukuilua ja luoden siten kysyntää myös amatöörien töille (Howe, 2006). Yrityksen näkökulmasta joukkoistus onkin kustannustehokas ja nopea tapa ulkoistaa tehtäviä organisaation ulkopuolelle. Lisäksi joukkoistamisen kautta yritys voi saada käyttöönsä laajemman kirjon osaamista kuin mihin sillä tavanomaisten toimintatapojen kautta olisi resursseja. Joukkoon osallistuville työskentelijöille se puolestaan tarjoaa mahdollisuuden lisätienestehin, itsensä ilmaisuun ja haastamiseen sekä yhteenkuuluvuuden tunnetta. (Howe, 2006).

Joukolle ulkoistettavat ongelmat voidaan jaotella niiden ratkaisun luonteen perusteella ongelmanratkaisu-matriisiin. Joidenkin ongelmien ratkaisut ovat yksikäsitteisiä ja toisten ongelmien ratkaisu on avoin. Toisinaan vastauksen antaa yksittäinen henkilö ja toisinaan ratkaisu syntyy kollektiivisen yhteistyön seurauksena. Kaikissa näissä tapauksissa voidaan turvautua joukon ongelmanratkaisukykyyn, mutta ongelmien ratkaisu on tapauksissa hieman erilainen. (Hintikka,2008)

	Yksi ratkaisu	Avoimet ratkaisut
Yksilö	Tehtävän ulkoistus	R&D
Kollektiivi	Nettietsivät	Ennakointipörssit

Kuva 9: Joukkoistuksen eri ongelmanratkaisutyyppit esimerkkeineen (Hintikka, 2008)

Erilaisia joukkoistuksen ongelmanratkaisumuotoja voidaan käyttää hyväksi hyvin erilaisissa tehtävissä. Tietokirjailija Jeff Howe jaottelee joukkoistuksen eri muodot sen perusteella, mitä joukon ominaisuutta on tarkoitus hyödyntää tehtävän suorittamiseksi. Hänen jaottelussaan joukkoistus jakautuu joukkoälyyn, joukkotuotantoon, joukkoarviointiin sekä joukkorahoitukseen.

Muoto	Ominaisuus	Esimerkkialusta
Joukkoöly	Yleisön tietämys	Innocentive
Joukkotuotanto	Yleisön luomukset	Digitalkoot
Joukkoarviointi	Yleisön mielipiteet	Threadless
Joukkorahoitus	Yleisön varat	Kickstarter

Taulukko 3: Joukkoistuksen eri muodot ja niissä hyödynnettävät joukon ominaisuudet sekä esimerkkialusta, joka toimii joukkoistuksen mahdollistajana. (koonnut Härkönen, 2013)

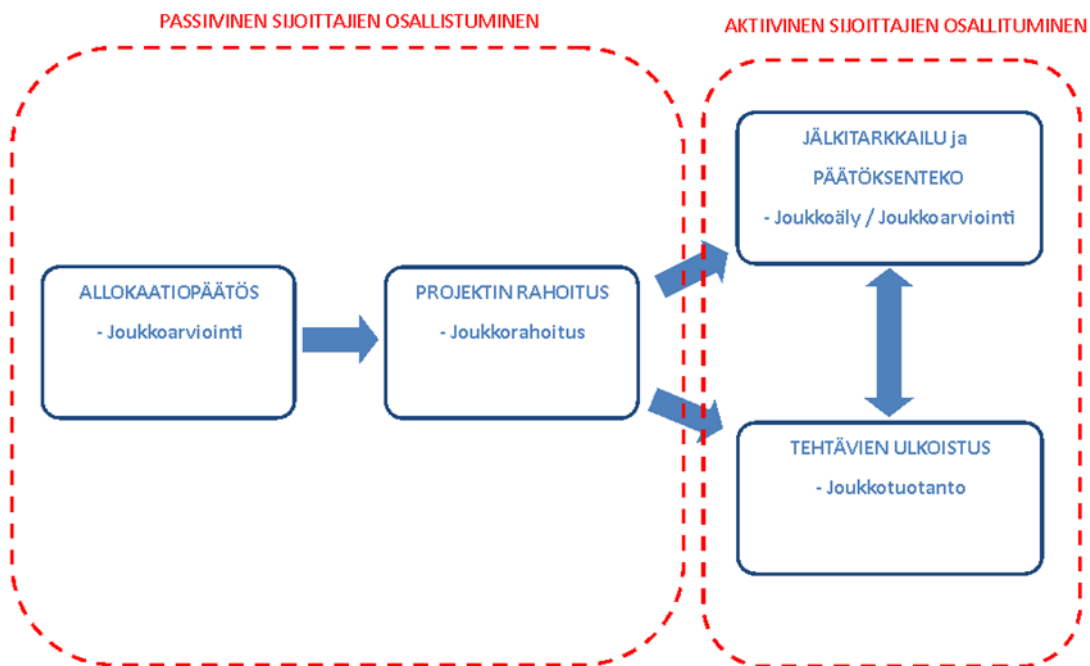
Joukkoistaminen joukkorahoitusprosessissa

Vaikka joukkorahoitus on akateemisessa kirjallisuudessa aiheena melko jäsentymätön, on se käytännöntasolla alkanut vakiintua vakiomuotoiseksi eri puolilla maailmaa. Niin kuin edellisessä luvussa esitetyistä määritelmistä käy ilmi, on joukkorahoitusta montaa eri muotoa erilaisista vastikkeellisista rahoitusmuodoista aina vastikkeettomaan hyväntekeväisyyteen. Rahoitusmuodosta huolimatta käytännön rahoitusprosessi on usein samanlainen (Ahlers et al. 2012).

Tyypillinen joukkorahoitusprosessi alkaa rahoitusta tarvitsevan osapuolen ilmoittaessa yleisölle varojen tarpeesta antaen samalla selvityksen mihin rahoja tarvitaan sekä tiedon siitä, mitä rahoittajat saavat vastineeksi sijoitukselleen. Potentiaaliset rahoittajat voivat rahoituslupausella selata eri sijoitusvaihtoehtoja ja arvioida niiden houkuttelevuutta ja mikäli kiinnostuvat projektista, rahoittaa sitä – tavallisimmin suhteellisen pienillä summilla. Projekteille määritellään usein vähimmäispääoma, joka niiden tulee jonkin ajan kuluessa saada kasaan – muutoin projekti ei toteudu ja siihen sijoitetut varat palautetaan rahoittajille. Transaktioiden solmukohtana toimii joukkorahoituslupaus, internetissä toimiva rahoitusportaali, joka yhdistää rahoitusta kaipaavat tahot rahoittajiin sekä teknisesti mahdollistaa varojen siirron, mahdolliset äänestykset sekä halutessaan viestinnän eri osapuolien välillä. (Ahlers et al., 2012).

Kun analysoidaan joukkorahoitusprosessia ja sen vaiheita Howen (2008) esittämistä joukkoistuksen eri osa-alueiden näkökulmasta, voidaan huomata joukkorahoituksen nivoutuvan luonnollisesti joukkoistuksen muihin osa-alueisiin. Joukkorahoituksessa tarkoituksena on kerätä varallisuutta suurelta joukolta tavallisia kuluttajia, jolloin rahoituksen allokointi – mitkä yritykset saavat rahoitusta ja mitkä eivät – päätetään *joukkoarvioinnin*

kautta. Joukon suuresta koosta ja sen hajanaisesta luonteesta johtuen myös sijoituksen jälkitarkkailu ja mahdollinen päätöksentekoon osallistuminen toteutetaan joukkoistuksen hengessä: *joukkoälyn* ja *joukkoarviointin* keinoin. Mikäli joukkorahoitettu yritys haluaa osallistaa rahoittajansa aktiivisesti yrityksen toimintaan mukaan ja näin ollen ulkoistaa sille joitain toiminnoistaan, tulee siinäkin joukkoistus mukaan *joukkotuotannon* muodossa. Kuvassa 10 esitetään joukkoistuksen eri muotojen mahdollinen esiintyminen joukkorahoitusprosessissa.



Kuva 10: Joukkoistuksen eri muodot joukkorahoitusprosessissa

3.3 JOUKKOJEN VIISAUS

Joukkoistuksessa – ja siten myös joukkorahoituksessa – ihmisten yhteistyö on keskeisessä asemassa. Kun yhteistyö valjastetaan kognitiivisten ongelmien ratkaisemiseen, voidaan puhua joukkoälystä tai joukkojen viisaudesta. Varhaisimpia tutkimuksia ihmisten kollektiivisesta ongelmanratkaisukyvyistä teki brittiläinen John Galton, joka artikkelissaan *”Vox populi”* (1907) esitteli yhtenä kokonaisuutena toimivan ihmisjoukon hämmästyttävän tarkkaa arviointikykyä. Galton tarkasteli maatalousmessuilla järjestetyn kilpailun vastauksia, jossa piti arvata palkintohärästä saatavan lihan paino teurastuksen jälkeen. Hän huomasi kilpailuun

osallistuneiden ”kollektiivisen vastauksen”, eli vastausten keskiarvon, olevan hyvin lähellä härän todellista painoa: kilpailuun osallistuneen joukon yhteenlaskettu ja osallistujamäärällä jaettu vastaus oli 1207 paunaa, kun todellisuudessa härkä painoi 1198 paunaa – joukon arvaus oli siis alle yhden prosentin virhemarginaalin sisällä (Galton, 1907). Tutkimuksessaan Galton oli törmännyt joukon viisauteen, jota James Surowiecki (2004) kuvaa seuraavasti:

Oikeiden olosuhteiden vallitessa, ryhmät ovat huomattavan älykkäitä, ja usein fiksumpia kuin fiksuimmat jäsenensä. Älykkäiden yksilöiden ei tarvitse dominoida ryhmää, jotta se olisi älykäs. Vaikka suurimmalla osalla joukon jäsenistä ei olisikaan paljoa tietoa, eivätkä olisi erityisen rationaalisia, joukko voi silti kollektiivisesti päätyä viisaaseen päätökseen. (Surowiecki, 2004, XIII)

Tässä joukon viisaudella viitataan ilmiöön, jossa joukon vastaukset sijoittuvat haetun vastauksen ympärille jonkin todennäköisyysjakauman mukaisesti, jolloin joukon yhteisestä mielipiteestä muodostettu vastaus tai ratkaisu on parempi kuin suurin osa yksittäisistä ratkaisuista (Yi, Steyvers, Lee & Dry, 2012). Vaikka joukon kollektiivinen ratkaisu ei aina olekaan parempi kuin sen parhaan jäsenen ratkaisu, osuu se jatkuvasti lähelle oikeaa ratkaisua, yksittäisten jäsenten vastausten tarkkuuden vaihdellessa enemmän (Surowiecki, 2004, 34). Joukon viisauden katsotaankin perustuvan keskiarvoistamisen myötä katoaviin henkilökohtaisiin näkemyksiin ja arvotuksiin, jolloin päästään lähemmäs todellista, oikeaa ratkaisua (Yi et al., 2012).

Perinteisesti joukkojen viisauden on katsottu soveltuvan parhaiten suhteellisen yksinkertaiseen ongelmanratkaisuun, kuten arvion esittämiseen fyysisistä määristä (”arvaa kuinka monta papua purkissa on”), yleistietoon perustuva ongelmanratkaisuun (”kuinka monta ihmistä asuu missäkin maassa”) tai monivalintakysymykseen vastaamiseen (”mikä annetuista kaupungeista on jonkin maan pääkaupunki”). Viimeaikaisissa tutkimuksissa joukkojen viisautta on kuitenkin sovellettu myös monimutkaisempiin ongelmiin, kuten järjestysongelmiin (Steyvers, Lee, Miller & Hemmer, 2009) ja kuljetun matkan optimoinnin tapaisiin moniulotteisiin ongelmiin (Yi et al., 2012). Ongelmana joukkojen viisauden soveltamisessa monimutkaisempiin ongelmiin on joukon yhteisen, keskimääräisen ratkaisun löytäminen. Miten saada joukon keskimääräinen ratkaisu selville sellaisissa ongelmissa, joissa vastaus ei ole yksinkertainen numeerinen arvo, kuten Galtonin kuvaamassa tapauksessa?

Joukon viisaus ei ole itsestäänselvyys, vaan vaatii toimiakseen oikeanlaiset olosuhteet. Surowiecki (2004, XVIII) esittää joukon viisauden reunaehdoiksi kolme keskenään

linkittyntä vaatimusta: monimuotoisuuden, itsenäisyyden ja hajautuneisuuden. Näiden reunaehtojen lisäksi vaaditaan joukolta jonkinlaista organisoitumista ja kykyä koota ja käsitellä vastaukset, jotta hajautunut, monimuotoinen ja riippumaton tieto saadaan kerättyä kasaan.

Ensimmäinen Surowieckin esittämistä reunaehdoista, monimuotoisuus, on joukon arviointikyvyn kannalta oleellisin, sillä juuri se tekee joukosta viisaan. Toiset reunaehdot vain mahdollistavat ja vahvistavat tätä joukon tärkeää ominaisuutta. Monimuotoisuus takaa erilaisten näkökulmien ja tulkintojen nousemisen joukon sisältä. Erilaiset näkökulmat ja tulkinnat ovat joukon viisauden kannalta tärkeitä, sillä parhaat kollektiiviset ratkaisut syntyvät erimielisyydestä ja kilpailusta – ei kompromisseista ja konsensuksesta. Monimuotoisuuden merkitys erilaisten vaihtoehtojen esiin nostamisessa luonnollisesti vain kasvaa, kun ratkaistavalla ongelmalla ei ole etukäteen määriteltäviä ratkaisujoukkoa eli kyseessä on kaksivaiheinen avoimen ratkaisun ongelma: ensin on löydettävä mahdolliset vaihtoehdot ja vasta sen jälkeen tulee päättää, mikä niistä on soveliaim. (Surowiecki, 2004)

Scott Pagen (2007) esittämässä ”monimuotoisuuden ennustus-teoreemassa” esitetään matemaattinen malli selittämään joukkojen viisautta. Keskeinen tekijä mallissa on joukon vastausten hajautuminen oikean vastauksen ympärille, jolloin poikkeamat oikeasta arvosta eliminoivat toisensa pois. Teoreeman matemaattinen perusajatus on seuraava:

$$\text{Joukon virhe} = \text{Keskimääräinen virhe} - \text{Monimuotoisuus}$$

Mikäli joukon ennustetta kuvataan c :llä ja oikeaa arvoa θ :lla, voidaan joukon tekemän ennusteen virheen neliö esittää muodossa:

$$(c - \theta)^2 \quad (1)$$

Kun lasketaan yksittäisten havaintojen S_i neliöidyt virheet $(S_i - \theta)^2$ ja jaetaan havaintomäärällä, saadaan keskineliövirhe:

$$\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (S_i - \theta)^2 \quad (2)$$

Havaintojen monimuotoisuus saadaan laskemalla yksittäisten havaintojen S_i poikkeama joukon arviosta c , jolloin monimuotoisuutta voidaan kuvata seuraavasti:

$$\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (S_i - c)^2 \quad (3)$$

Näistä tekijöistä voimme luoda joukon monimuotoisuuden ennustusteoreeman, joka osoittaa joukon virheen olevan aina keskimääräistä virhettä pienempi:

$$(c - \theta)^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (S_i - \theta)^2 - \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (S_i - c)^2 \quad (4)$$

Pagen esittämään monimuotoisuuden ennustusteoreemaan perustuu monimuotoisten joukkojen kyky ennustaa aina keskimääräistä yksilöä tarkemmin – kokonaisuus on siis osiensa summaa parempi.

Toisena ehtona joukkojen viisauden toteutumiselle Surowiecki pitää joukon jäsenten itsenäisyyttä, jonka seurauksena he tuovat yhteiseen ongelmanratkaisuun juuri oman yksityisen informaationsa. Joukon monimuotoisuutta ei päästä hyödyntämään, mikäli ratkaisun taustalla vaikuttavat mielipiteet, tulkinnat ja näkemykset eivät ole riippumattomia. Joukon jäsenten itsenäisyyteen sisältyy kuitenkin paradoksi: joukko yltää viisaampiin ratkaisuihin, mikäli sen jäsenet voivat kommunikoida keskenään ja oppia toisiltaan mutta toisaalta, liika kanssakäyminen joukon jäsenten välillä voi johtaa itsenäisyyden vähenemiseen ja siten jäsenten ratkaisujen keskinäiseen korrelaatioon – eli monimuotoisuuden häviämiseen.

Surowieckin esittämä kolmas reunaehto joukkojen viisaudelle on hajautuneisuus. Tämä viimeinen reunaehto mahdollistaa aikaisemmat ehdot – monimuotoisuuden ja itsenäisyyden – ja mahdollistaa näin riippumattoman, monimuotoisen ja paikallisen tiedon syntymisen, mitä joukkojen viisautta toimitukseen tarvitsee.

Joukkoistuksen ideologiassa on taustalla vahva usko edellä esitettyyn kollektiiviseen älykkyyteen ja ongelmanratkaisukykyyn. Joukkorahoituksen näkökulmasta on kiinnostavaa tarkastella esitetyn teorian reunaehtoja ja niiden toteutumista nykymuotoisessa joukkorahoituksessa: ovatko joukot monimuotoisia ja toimivatko ne itsenäisesti ja hajautuneesti. On myös ylipäätään mielekästä esittää kysymys joukkojen viisauden toimivuudesta joukkorahoituksen kaltaisessa monimutkaisessa päätöksentekoon-ongelmassa.

4 JOUKKORAHOITUKSEN TEOREETTISET TAUSTAT

Edelliset aikaisempaa akateemista tutkimusta esitelleet luvut 2 ja 3 keskittyivät pääasiassa käsiteltävien ilmiöiden kuvailuun. Tässä neljännessä kappaleessa esitellään taloustieteellinen teoreettinen pohja, josta tämän tutkimuksen haastattelurunko on osittain johdettu ja jonka avulla tutkimustuloksia analysoidaan. Ensimmäisessä alaluvussa 4.1 esitetään agenttiteoria, joka käsittelee eriävien intressien vaikutusta taloudelliseen toimintaan. Seuraavassa alaluvussa 4.2 esitellään utiliteettiteoria, joka auttaa ymmärtämään päätöksenteon problematiikkaa. Päätöksenteon teemassa jatketaan alaluvussa 4.3, jossa esitellään laumakäyttäytymisen teoria: kuinka muiden toimijoiden antamat signaalit voivat vaikuttaa yksilön päätöksentekoon. Viimeisessä alaluvussa esitellään rajoitetun rationaalisuuden teoria, joka sekin käsittelee päätöksentekoa, tosin silloin, kun täydellistä informaatiota ei ole syystä tai toisesta saatavilla – tai mielekästä hankkia.

4.1 AGENTTITEORIA

Joukkorahoitetussa yrityksessä on suuri joukko eri osapuolia, joiden kaikkien odotukset, toiveet ja intressit yritystä kohtaan saattavat poiketa toisistaan. Yrittäjän intressi yritystä kohtaan saattaa poiketa työntekijöiden odotuksista ja rahoittajien toiveista – etenkin kun palkkiopohjaisen joukkorahoituksen ollessa kyseessä, kuluttaja-rahoittajien intressi ei välttämättä ole taloudellinen ensinkään. Yrityksen sidosryhmien eriävien intressien vaikutusta yritykseen voidaan tarkastella agenttiteorian avulla.

Agenttiteorian juuret ovat 1960- ja 1970-lukujen taloustieteilijöiden tutkimuksissa riskin jakamisesta yksilöiden ja ryhmien välillä (Eisenhardt, 1989). Tutkimus laajeni käsittelemään niin kutsuttua agentti-ongelmaa eli eri ryhmien välistä yhteistyötä eriävien intressien ja työnjaon vallitessa (Eisenhardt, 1989), jolloin siitä oli apua yrityskäsityksen kehittämisessä taloustieteessä (Lahti, 2008). Uusklassisessa talousteoriassa yritys oli nähty täydellisesti toimivana ”mustana laatikkona”, jonka sisällä toiminnot tapahtuvat jouhevasti ja osalliset tekevät mitä heiltä pyydetään (Hart, 1995). Keskeisenä ongelmana tällaisessa yritys-kuvassa kuitenkin on, ettei se ota huomioon kannusteita eikä yrityksen sisäistä organisaatiota: sen hierarkiaa, päätöksentekoa tai valtarakenteita (Hart, 1995).

Agenttiteoreettisen lähestymistavan avulla Jensen ja Meckling (1976) pyrkivät todellisuuden realistisempaan esitykseen erotellessaan yrityksessä toimivat osapuolet – kuten johdon ja omistajat – ja analysoidessaan heidän kannusteita toimintaan yrityksen sisällä. He käsittävätkin yrityksen sopimus-metaforan kautta, eri osapuolten muodostamana ”sopimusten verkostona”, jossa kirjoitetut ja kirjoittamattomat sopimukset määrittelevät eri osapuolten oikeudet, velvollisuudet sekä kannusteet ja siten määräävät heidän toimintansa tuotto-funktion, jonka puitteissa osapuolet tavoittelevat omaa etuaan (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989). Eri osapuolien ajaessa omaa etuaan, heidän intressit eivät aina kohtaa, jolloin syntyy ongelmia. Agenttiteoria onkin kiinnostunut tällaisten ongelmien tutkimisesta ja erityisesti yleisesti esiintyvän agenttisuhteen, delegointi-toimeenpano -suhteen, tarkastelusta, jossa päämies delegoi työtä agentin toimeenpantavaksi (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989).

”Mustan laatikon” osapuolten erottelusta ja heidän kannustimien tutkimisesta on kehittynyt kaksi erillistä agenttiteorian muotoa: päämies-agenttiteoria ja positivistinen agenttiteoria (Jensen, 1983). Positivistinen agenttiteoria on keskittynyt tunnistamaan tilanteita, joissa päämiehellä ja agentilla luultavimmin on intressiristiriitoja ja kuvailemaan hallintorakenteita, joilla agentin omien intressien ajamista voidaan rajoittaa (Eisenhardt, 1989), keskittyen erityisesti julkisten pörssiyritysten johdon ja omistajien väliseen agenttiongelmiaan. Päämies-agenttiteoria puolestaan on kiinnostunut yleisemmästä teoriasta, jota voi soveltaa useampiin agenttisuhteisiin, kuten esimerkiksi työnantajan ja työntekijän väliseen suhteeseen, lakimiehen ja asiakkaan väliseen suhteeseen tai ostajan ja tavarantoimittajan väliseen suhteeseen ja sille on luonteenomaista formaali, teoreettinen ja abstrakti ongelmankäsittely (Eisenhardt, 1989). Akateemisessa kirjallisuudessa on esitetty, että nämä eriytyneet agenttiongelmia käsittelevät tutkimussuunnat tulisi nähdä toisensa täydentävinä työkaluina: positivistinen teoria tunnistaa erilaisia agenttiongelman ratkaisuvaihtoehtoja, joita voidaan päämies-agentti-teoreettisesti arvioida (Eisenhardt, 1989).

Agentti-ongelmien keskiössä on Akerlofin (1970) kuvaama epätasaisesti jakautunut informaatio eli informaation epäsymmetria. Tiedon jakautuessa epätasaisesti osapuolten välille, päämiehen on hankala - tai kallista - tarkkailla agentin käyttäytymistä, jolloin agentti voi käyttää informaatioetuaan omien intressiensä edistämiseksi päämiehen etujen sijaan (Eisenhardt, 1989). Tästä tiedon epäsymmetriasta kumpuavat keskeiset agenttisuhteen ongelmat: agenttiongelmia ja jaetun riskin ongelma. Agenttiongelmalla viitataan eri

osapuolten eriäviin tavoitteisiin ja päämiehen vaikeuksiin todentaa, mitä agentti todellisuudessa tekee. Jaetun riskin ongelma puolestaan kuvaa eri osapuolten erilaista suhtautumista riskiin, jonka seurauksena osapuolet preferoivat erilaisia toimia – rationaalinen agentti toimii usein riskiä kaihtavammin kuin päämies haluaisi, sillä hän ei voi hajauttaa työskentelyään samoin kuin päämies voi hajauttaa sijoituksensa (Eisenhardt, 1989). Nämä ongelmat johtavat agenttiriskeihin: pääasiassa sopimusta edeltävään haitalliseen valikoitumiseen ja sopimuksen jälkeiseen moraalikatoon. Päämies voi hallita agenttiriskejä erilaisilla sopimuksilla ja kannustimilla, jotka tosin aiheuttavat hänelle agenttikustannuksiksi kutsuttuja menoja. (Jensen & Mekling, 1976; Eisenhardt, 1989).

Joukkorahoituksessa yrityksen toiminnan agenttiongelmien korostuvat verrattuna muuhun sijoitustoimintaan, sillä joukkorahoituksen tapauksessa sijoitussummat ovat pieniä, sijoittajajoukko hajanainen sekä kannusteet agenttiongelmien ehkäisemiseksi ja sijoitusten tarkkailuun ovat alhaiset. Joissakin joukkorahoituksen muodoissa – kuten palkkiopohjaisessa joukkorahoituksessa – ei rahoittajilla ole edes teoreettista oikeutta osallistua yrityksen toimintaan ja siten valvoa sijoituksiaan. Joukkorahoitettua yritystä voikin pitää agenttiongelmien kannalta äärimmäisenä liiketoimintamuotona – ja siksi mielenkiintoisena tutkimuskohteena.

Haitallisen valikoitumisen riski

Haitallisella valikoitumisella tarkoitetaan päämiehen vaikeuksia todentaa mahdollisten sopimusosapuolten todellista osaamista etukäteen tai tehtävän suorittamisen aikana (Eisenhardt, 1989). Haitallisen valikoitumisen riskin hallinnassa keskeisessä asemassa ovat signalointi ja tarkastukset, joista suomessakin käytetään usein englanninkielisiä termejä *screening* ja *due diligence*. Tutkimalla ja tarkastamalla eri agenttivaihtoehtoja voidaan niiden ominaisuuksista saada tietoa ja asettaa eri agenttivaihtoehdot järjestykseen (Stiglitz, 1975). Useimmiten tarkastus on syytä tehdä etukäteen, sillä muutoin päämies saattaa palkata agentin, jonka kyvyt eivät riitä halutun tehtävän suorittamiseen (Lahti, 2008). Etukäteen suoritettavan agenttiriskien kartoituksen taustalla on ajatus riskien kartoittamisesta ja niihin varautumisesta optimaalisella sopimuksella, jolla pyritään vaikuttamaan agenttiin halutulla tavalla, agenttiriskejä vähentäen.

Myös signalointi on tärkeä työkalu agenttiriskien hallinnassa. Signaloinnissa toinen osapuoli – usein agentti – välittää uskottavasti tietoa toisille osapuolille. Esimerkiksi Spencen (1973)

mallissa signaloinnissa työmarkkinoilla potentiaaliset työntekijät (agentit) signaloivat kyvykkyydestään investoimalla koulutukseen ja hankkimalla todistuksia osaamisestaan. Signaali on siis tiedon epäsymmetriaa vähentävä keino, jossa agentti paljastaa tietoa ominaisuuksistaan toimimalla siten, että päämies voi tulkita agentin ominaisuuksia signaalin perusteella (Spence, 1973).

Joukkorahoituksessa haitallinen valikoituminen on todellinen ongelma: sijoitussummien ollessa suhteellisen pieniä ja informaation hankinnan kallista ja aikaa vievää, ei sijoittajilla ole merkittäviä kannusteita kunnolliseen sijoituskohteiden analysointiin. Tämä lisää haitallisen valikoitumisen riskiä. Myös nykyinen joukkorahoitusta säätelevä lainsäädäntö, jonka perusteella rahoituksen välittäjien tulee tarjota pelkästään eri osapuolien kohtausta, eikä sijoitussuosituksia, on omiaan lisäämään haitallisen valikoitumisen ongelmaa. Julkisuudessa on ollut esillä tapauksia, joissa joukkorahoitettu yritys ei ole kyennyt pitämään lupauksiaan rahoittajille – haitallisesta valikoitumisesta on siis jo käytännön tasollakin todisteita.

Moraalikadon riski

Epäsymmetrisen informaation vallitessa, päämies ei voi tarkkaan havainnoida kuinka antaumuksella agentti hänelle työskentelee ja niinpä agentti voi käyttää tilannetta edukseen (Lahti, 2008). Agentin ajaessa omaa etuaan – mahdollisimman suurta palkkiota, mahdollisimman pienellä vaivalla – syntyy moraalikadon riski: tilanne, jossa agentti ei työskentele täysin kykyjensä mukaan (Eisenhardt, 1989).

Moraalikadon riskin hallitsemiseksi päämies voi turvautua joko agentin kontrollointiin ja monitorointiin tai hänelle annettaviin kannusteisiin (Jensen & Meckling, 1976). Kontrollointiin ja monitorointiin perustuva lähestyminen tunnetaan akateemisessa kirjallisuudessa yleisesti käyttäytymisperusteisena sopimisena (*behavior based contracting*) ja kannusteisiin perustuva lähestymistapa puolestaan tulosperusteisena sopimisena (*outcome based contracting*) (Eisenhardt, 1989).

Monitoroinnin taustalla on ajatus tiedon epäsymmetrian vähentämisestä, jolloin päämies on paremmin tietoinen agentin toiminnasta ja voi palkita hänet todellisen työpanoksen perusteella. Kontrolloidakseen agentin toimintaa, päämiehen tulee saada tietoa hänen toimistaan. Tietojärjestelmät ovat tässä keskeisessä asemassa ja käyttökelpoisia työkaluja agentin tarkkailuun onkin taloushallinnon järjestelmät, kuten budjetointi ja raportointi sekä

hallinnolliset järjestelyt, kuten agenttia tarkkaileva elin – yritysjohdon tapauksessa yhtiön hallitus (Eisenhardt, 1989; Jensen & Meckling, 1976)

Tulosperusteinen sopiminen puolestaan lähestyy moraalikadon riskiä tavoitteenaan yhdenmukaistaa agentin ja päämiehen intressit. Intressit voidaan yhdistää tarjoamalla agentille omistusosuus yhtiöstä – mikäli omistava osapuoli toteuttaisi itse agentille delegoidut tehtävät, mitään agenttiongelmaan ei olisi - tai perustamalla hänen palkkauksensa tulokseen. (Lahti, 2008).

Joukkorahoituksessa myös moraalikadon ongelma korostuu, sillä päämiehellä – eli joukkorahoittajilla – harvoin on realistisia mahdollisuuksia agentin kontrollointiin. Sijoittajajoukon ollessa hajanainen ja heikosti verkottunut, on sen hankala nousta ajamaan omaa etuaan, vaikka siihen työkalut olisikin olemassa. Myös sijoittajajoukon hajanaiset käsitykset yrityksen ensisijaisesta olemassaolon tarkoituksesta voi tehdä kontrolloinnin tavallisia yrityksiä hankalammaksi – joukkorahoittajat kun voivat sijoittaa yritykseen muistakin kuin taloudellisista lähtökohdista.

4.2 UTILITEETITEORIA

Päätöksenteon ja valintojen problematiikkaa on pohdittu tieteellisesti jo satoja vuosia – esimerkiksi artikkelissaan vuodelta 1669 olevassa artikkelissaan ”*Pensées*” Blaise Pascal tarkasteli uskon harjoittamisen mielekkyyttä erilaisissa skenaarioissa käyttäen hyväksi rationaalista matemaattista lähestymistapaa ongelman käsittelyssä. Myös nykyiset – maallisemmat – ongelmat ovat lähellä Pascalin tarkastelemissa ongelmia epävarmuuksineen, odotettavissa olevine tuloksineen ja todennäköisyyksineen. Teoreettinen päätöksenteon tutkiminen on kuitenkin mennyt valtavasti eteenpäin vuosisatojen saatossa. Ajan myötä tieteenala on jakautunut karkeasti kahtia normatiivisiin ja deskriptiivisiin teorioihin, normatiivisten teorioiden keskittyessä tunnistamaan parhaita päätöksiä abstrakteissa, teoreettisissa tilanteissa ja deskriptiivisten teorioiden pyrkiessä kuvailemaan todellista päätöksentekoa.

Kuluttajan päätöksentekoa ja valintoja on taloustieteessä tarkasteltu utiliteetin käsitteen kautta, jolla voidaan esittää kuluttajan preferenssejä eri tuotteiden ja vaihtoehtojen välillä

(Mankiw, 2004, 462). Varhaisimpia esityksiä utiliteetista ja sen odotusarvosta esitti Daniel Bernoulli (1783), joka eritteli odotettavissa olevan utiliteetin matemaattisesta odotusarvosta tarkastellessaan uhkapeliin liittyvää ongelmaa. Hän havaitsi, etteivät ihmiset olleet valmiita maksamaan uhkapelistä sen odotusarvoa, vaan huomattavasti vähemmän. Niinpä hän muodosti teoriansa, jossa ihmiset asettavat omia subjektiivisia arvoja – utiliteetteja – erilaisille rahallisille tuloksille ja uhkapelin arvo määräytyy näiden subjektiivisen utiliteettien mukaan, ei matemaattisen odotusarvon perusteella. (Bernoulli, 1783; Stramer, 2000)

Merkittävä edistysaskel valintojen ja päätöksenteon teoreettisessa tarkastelussa oli John von Neumannin ja Oskar Morgensternin teos *”Theory of games and economic behavior”* (1953), jossa he kehittivät yleisen utiliteetin odotusarvo-mallin, jonka avulla voidaan selittää yksilöiden päätöksentekoa – silloinkin kun valintojen seuraukset eivät ole rahallisia vaan jotain muuta. He esittivät, aksioma ehtojen täytyessä, yksilöiden omaavan utiliteettifunktion, jota he aina pyrkivät maksimoimaan (von Neumann & Morgenstern, 1953). Arvonnat ovat teorialle keskeinen käsite ja niillä kuvastetaan päätöksentekoon liittyvää epävarmuutta. Kokonaisuudessaan teoria on kiinnostunut yksilön preferensseistä erilaisten valintojen välillä, joilla kaikilla on epävarma lopputulema.

Aksioomat ovat merkittävässä asemassa Neumann-Morgenstern utiliteettiteoriassa. Niiden täytyminen on ehtona päätöksentekijän rationaalisuudelle ja siten hänen utiliteettifunktionsa olemassaololle. Aksioomat ovat: täydellisyys, siirtyvyys, itsenäisyys ja jatkuvuus. Täydellisyys olettaa yksilöllä olevan selkeät preferenssit eri vaihtoehtojen välillä ja hän aina kykenee päättämään eri vaihtoehtojen väliltä suosimansa vaihtoehdon. Siirtyvyys puolestaan olettaa yksilön päätöksenteon olevan johdonmukaista kun taas itsenäisyys olettaa useiden arvontojen muodostaman preferenssijärjestyksen pysyvän muuttumattomana, vaikka ne eriteltäisiin yksittäisiksi arvunnoiksi. Jatkuvuuden aksioma olettaa, että mikäli on kolme arvontaa, A, B ja C ja yksilö prefereoi A:ta B:n edestä ja B:tä C:n edestä, niin tulisi olla mahdollinen kombinaatio A ja C, joka muodostaa yksilölle indifferentin kombinaation B:n suhteen.

Nykyäänkin suurin osa valintoja selittävistä teorioista perustuu oletukselle yksilöiden rationaalisesta utiliteetin maksimoinnista (Ramos et al, 2014) ja utiliteetin odotusarvo teoria on edelleen tärkeässä asemassa yksilön päätöksentekoa ja peliteoriaa selitettäessä (Starmer, 2000). Sittemmin utiliteetin odotusarvoteoria on jakautunut useammiksi teorioiksi: kardinaali-

utiliteettiteoria, ordinaali-utiliteettiteoria sekä uudempana suuntauksena ei-odotettavissaolevat utiliteetit.

Joukkorahoituksessa utiliteettiteoriaa voi auttaa ymmärtämään joukkorahoittajien rahoituspäätöksiä – etenkin silloin, kun rahoituspäätökset eivät näytä rationaalisilta tuoton maksimoinnin näkökulmasta. Tällöin projektin rahoituksesta saatava utiliteetti olisi sen rahallista arvoa suurempi – siis käänteinen tilanne Bernoullin (1783) esittämään vedonlyöntitilanteeseen nähden. Rahoitusteoriassa yksilön kokemaa utiliteettia on käsitelty aikasemminkin, esimerkiksi riskin kaihtamisen näkökulmasta (Rabin, 2000). Etenkin suurissa sijoituksissa varallisuudella on hahmoteltu olevan laskeva raja-utiliteetti, jolloin korkean riskin ja korkean tuoton sijoitukset vaikuttavat vähemmän houkuttelevilta kuin varmemmat matalamman tuoton sijoitukset (Rabin, 2000).

4.3 LAUMAKÄYTTÄYTYMINEN

Edellisessä utiliteettiteoriaa käsittelevässä luvussa tarkasteltiin päätöksentekijää yksilöllisenä toimijana, jonka henkilökohtaiset preferenssit sanelivat valittavan vaihtoehdon. Toisinaan yksilö kohtaa päätöksentekosongelman, jonka moni muu on jo aikaisemmin ratkaissut, kuten mihin ravintolaan mennä syömään, missä koulussa opiskella – tai mitä joukkorahoitusprojektia rahoittaa. Tällaisessa päätösongelmassa yksilö voi analysoida aikaisempien päätöksentekijöiden ratkaisuja ja niiden antamia signaaleja ja hyödyntää tätä informaatiota omassa päätöksessään (Banerjee, 1992). Joukkorahoituksessa, jossa sijoituskohteesta saatava informaatio voi olla vähäistä ja kannusteet tiedon hankkimiseen vähäiset, on muiden signaloimalla informaatiolla erityisen painava merkitys.

Banerjeen (1992) laumakäyttämisen malli tarkastelee tällaisen päätöksenteon rationaalisuutta yhdistellen aikaisemmin esitettyjä teorioita tiedon epäsymmetriasta, signaloinnista ja päätöksentekijän utiliteetista. Hänen mallissaan tiedon epäsymmetriaan perustuva päätöksentekijöiden henkilökohtainen tieto (*private information*) on keskeisessä asemassa. Muiden tekemät päätökset toimivat signaaleina heidän henkilökohtaisesta tiedostaan: muiden päätösten perusteella oman päätöksen tekeminen on siis rationaalista toimintaa. Banerjeen mallissa tämä tiedon keruu muiden antamien signaalien perusteella johtaa päätöksentekijän seuraamaan aikaisemmin tehtyjä päätöksiä, vaikka ne olisivatkin

päätöksentekijän oman henkilökohtaisen tiedon vastaisia. Tämä synnyttää laumakäyttäytymistä: kaikki tekevät mitä muutkin tekevät, vaikka oman henkilökohtaisen tiedon perusteella toimisi toisin. (Banerjee, 1992)

Laumakäyttäytymistä ja siihen liittyvää terminologiaa esitetään usein ravintolaesimerkin kautta jossa 100 asiakasta pohtii kahden ravintolan A:n ja B:n välillä ja on olemassa 51 % todennäköisyys sille että ravintola A on parempi ja 49 % todennäköisyys sille että ravintola B on parempi. Asiakkailla kaikilla on oma henkilökohtainen tietonsa ravintoloiden paremmuudesta, 99 asiakkaista uskoo B:n olevan parempi ja vain yksi asiakas uskoo A:n olevan parempi. Henkilökohtainen tieto voi pitää paikkansa tai olla paikkansapitämätön. Oletetaan nyt, että ensimmäisenä kahden ravintolan väliltä valitsee henkilö, joka ainoana pitää ravintola A:ta parempana – hän luonnollisesti valitsee ravintola A:n. Seuraava asiakas saa edellisen asiakkaan päätöksen kautta signaloimana tietoa hänen henkilökohtaisesta tiedostaan, joka on ristiriidassa hänen oman henkilökohtaisen tiedon kanssa. Esimerkissä signaalien oletetaan olevan samanarvoisia, joten ne eliminoivat toisensa – rationaaliseksi ratkaisuksi tulee seurata aikaisempaa todennäköisyyttä ja valita ravintola A. Toinen asiakas siis valitsee välittämättä omasta henkilökohtaisesta tiedostaan, joka suosi toista ravintolaa, eikä hänen päätöksensä näin ollen tuo uutta informaatiota seuraavalle asiakkaalle: kolmannen asiakkaan tilanne onkin samanlainen kuin toisen, ja hänenkin rationaalinen ratkaisunsa on samanlainen kuin toisena tulleen asiakkaan ratkaisu. Lopputulemana kaikki asiakkaat valitsevat ravintola A:n, vaikka lähes kaikkien asiakkaiden henkilökohtaisen tiedon perusteella ravintola B oli parempi. (Banerjee, 1992, 798-799)

Toisena tullut asiakas päätti sivuuttaa oman henkilökohtaisen informaatiossa ja ”liittyä laumaan”, jolloin hän aiheutti negatiivisen ulkoisvaikutuksen koko joukon päätöksentekoon. Mikäli hän olisi toiminut oman henkilökohtaisen tietonsa varassa, olisi se tarjonnut seuraaville asiakkaille informaatiota ongelmasta, mikä puolestaan olisi kannustanut heitäkin käyttämään omaa henkilökohtaista informaatiotaan ongelman ratkaisemisessa. Tätä negatiivista päätöksentekoon vaikuttavaa ulkoisvaikutusta Banerjee (1992) kutsuu lauman ulkoisvaikutukseksi, jolla on merkittäviä seurauksia esimerkin kaltaisissa päätöksentekotilanteissa. Koska lauman ulkoisvaikutus on itseään vahvistava, ensimmäisten päätöksentekijöiden henkilökohtainen tieto ratkaisee, mihin suuntaan joukko nojautuu päätöksenteossa. Tämä suuntautuminen alkaa vahvistaa itseään seuraavien päätöksentekijöiden seurattessa aikaisempia päätöksiä.

Laumakäyttäytymistä on selitetty myös toisenlaisista näkökulmista. Komplementaarinen näkökulmasta päätöksentekijöiden kannattaa seurata toisten päätöksiä, sillä heidän päätöksensä utiliteetti kasvaa muidenkin toimijoiden tehdessä samanlaisen päätöksen, kuten esimerkiksi muodin seuraamisessa (Karni & Schmeidler, 1989). Laumakäyttäytymistä on selitetty myös agenttiteoreettisesta näkökulmasta, jossa agentit saavat palkkion vakuuttaessaan päämiehet siitä, että ovat oikeassa (Scharfstein & Stein, 1990).

Joukkorahoituksessa laumakäyttäytymisellä voi olla suuri merkitys rahoituksen allokaatiopäätöksiä tehdessä, jos sijoittajat jättävät oman yksityisen informaationsa huomiotta ja seurailevat muiden tekemiä päätöksiä. Laumakäyttäytymisellä saattaa olla vaikutusta myös sijoittajien saamiin tuottoihin, mikäli he valuaatioarvioissaan seurailevat toistensa päätöksiä. Yhdistettynä seuraavaksi esiteltävään rajoitettuun rationaalisuuteen, laumakäyttäytyminen ja rajoitettu rationaalisuus luovat joukkorahoitusmarkkinoiden omintakeisen toimintalogiikan.

4.4 RAJOITETTU RATIONAALISUUS

Päätöksentekoa tarkastelevissa taloustieteellisissä teorioissa on perinteisesti hyväksytty rationaalisuuden oletus, jonka perusteella ihmiset ja organisaatiot toimivat salamannopeina laskukoneina, jotka ratkaisevat ongelmia optimaalisella tavalla (Pekkarinen & Sutela, 2004). Perinteisesti rationaalisuus tulee ilmi päätöksentekijän kyvyssä kartoittaa olemassa olevat eri vaihtoehdot ja selvittää niistä paras vaihtoehto, joka maksimoi tavoitellun suureen – taloustieteessä tavanomaisesti voiton. Herbert Simon käyttää yrityksen voitonmaksimointia esimerkkinään perinteisestä rationaalisesta päätöksenteosta, mutta samanlainen päätöksentekologiikka toimii myös rationaalisella kuluttajalla, rationaalisella sijoittajalla sekä ylipäätään kaikilla rationaalisilla toimijoilla – vain funktion tavoitteet, rajoitteet ja muuttujat vaihtelevat kunkin eri tilanteen osalta. Seuraavaksi esitellään perinteinen, rationaalinen ongelmanratkaisuprosessi ja sen matemaattinen esitys yrityksen tuotannon kontekstissa (Simon, 1972):

(I) Kysyntäfunktio: kysytty määrä on hinnan funktio:

$$q_d = D(p), \text{ tai } p = D^{-1}(q_d) \quad (5)$$

Koska kokonaismyynti on yhtä kuin hinta kerrottuna myydyllä määrällä, kysyntäfunktio määrittää kokonaismyynnin:

$$R = pq_d \quad (6)$$

(II) Kustannusfunktio: tuotannon kustannukset ovat funktio tuotetusta määrästä:

$$C = C(q_s) \quad (7)$$

Mikäli tuotettu määrä on yhtä kuin kysytty määrä,

$$q_s = q_d \quad (8)$$

niin silloin maksimoinnin tavoitteena oleva voitto, saadaan kokonaismyynnin ja kustannusten erotuksena:

$$\text{Voitto} = R - C = pq - C(q) \quad (9)$$

ja tällöin, mikäli differentointi-olettama pätee, maksimaalinen voitto saavutetaan:

$$\frac{d(R-C)}{dq} = p + \frac{qd(D^{-1}(q))}{dq} - \frac{dC(q)}{dq} = 0 \quad (10)$$

Perinteisissä rationaalisissa lähestymistavoissa toimijan oletetaan löytävän ratkaisu kaavaan (6) toimintaympäristön rajoitteiden – tässä esimerkissä kysynnän (I) ja kustannusten (II) – määrittellessä käypien ratkaisujen joukkoa. Jotta toimija kykenisi tähän, tulee sillä olla täydellinen tieto näistä rajoitteista ja tulee sen kyetä suorittamaan vaaditut laskutoimitukset ongelman optimoimiseksi. Tällaista perinteistä rationaalisuuden olettamaa on perusteltu havaintojen perusteella: niin arkikokemus kuin psykologiset kokeetkin osoittavat ihmisten olevan suurin piirtein rationaalisia, ainakin useimmiten (Pekkarinen & Sutela, 2004, 42) Mutta ei aina, eivätkä kaikki. Tästä irrationaalisuuden havainnosta kumpuavat rajoitetun rationaalisuuden teorit, joissa otetaan huomioon toimijoiden epätäydellinen tieto rajoitteista

sekä epätäydelliset kognitiiviset kyvyt optimaalisen ratkaisun muodostamiseksi (Simon, 1972).

Rationaalisuuden rajallisuutta voidaan mallintaa päätöksentekoteorioihin monella eri tapaa. Yksi tapa on riskin ja epävarmuuden sisällyttäminen rajoitteisiin. Edellä esitettyssä esimerkissä kustannus ja kysyntäfunktioiden muuttujien voitaisiin tällaisessa lähestymistavassa olettaa olevan satunnaismuuttujia jollain tunnetulla todennäköisyysjakaumalla, jolloin oletus rajoitteita koskevasta täydellisestä tiedosta vaihtuisi oletukseen täydellisestä tiedosta rajoitteiden todennäköisyyksistä. Toinen tapa lähestyä rajoitettua rationaalisuutta, on olettaa toimijoilla olevan epätäydellinen tieto vaihtoehdoista, jolloin keskeiseen asemaan nousee eri vaihtoehtojen tutkimisen kustannukset – toimija joutuukin maksimoimaan kohtaamansa ongelman suhteessa vaihtoehtojen löytämisen kustannuksiin. (Simon, 1972).

Rajoitettua rationaalisuutta voidaan lähestyä myös hieman toisesta näkökulmasta – muuttamalla matemaattisen mallin rajoitteiden ja muuttujien sijaan sen tavoitetta. Tällöin rationaalisuuden rajat ilmenevät toimijan etsiessä optimaalisen ratkaisun sijaan tyydyttävää, tarpeeksi hyvää ratkaisua. (Simon, 1972). Mikäli tällainen ”riittävän hyvä” taso sisällytetään aikaisemmin esitettyyn esimerkkiin yrityksen tuotantopäätöksestä, muuttuu yrityksen päätöksenteko-ongelma (6) seuraavasti (Baumol, 1959, 45-53):

$$\frac{dR}{dq} = p + \frac{qd(D^{-1}(q))}{dq} = 0 \quad (11)$$

Ehdoin,

$$P = R - C \geq P^* \quad (12)$$

Rajoitetun rationaaliset toimijat kohtaavat rajoituksia muodostaessaan ja ratkaistessaan monimutkaisia ongelmia sekä prosessoidessaan tietoa ja siksi optimaalista ratkaisun sijaan, toimijat tyytyvät riittävän hyvään vaihtoehtoon. Rationaalisuuden rajoittumisella on merkittävä vaikutus taloudelliseen toimintaan ja joukkorahoitukseen erityisesti, sillä joukkorahoituksessa korostuvat piirteet, jotka vähentävät kannusteita perinteiseen rationaaliseen toimintaan. Sijoitussummat ovat joukkorahoituksessa perinteisesti olleet varsin

maltillisia, jolloin informaation hankinnan kustannukset nousevat korkeiksi suhteessa sijoitettuun pääomaan. Myös joukkorahoituskentän pirstaleisuus hankaloittaa sijoittajien rationaalista toimintaa: rahoitusta haetaan hajautuneesti eri portaaleissa, jolloin eri vaihtoehtojen kartoitus – rationaalisen toiminnan yksi ilmenemismuodoista – on hankalampaa. Myös rahoitusalojen toiminta saattaa antaa joillekin projekteille enemmän näkyvyyttä kuin toisille, jolloin – mikäli odotetaan toimijoiden tyytyvän tarpeeksi hyvään vaihtoehtoon – osa projekteista jää sijoittajalta arvioimatta. Rajoitettu rationaalisuus yhdistettynä edellisessä alaluvussa esitettyyn laumakäyttäytymiseen luovat joukkorahoitusmarkkinoiden toimintalogiikan, jolla voi olla vaikutuksensa niin kansantalouden resurssien allokointiin kuin yksittäisten sijoittajien saamiin tuottoihinkin tai heidän joukkorahoituksella hankkimansa tuotteen sovitunlaisena saamisen todennäköisyyteen.

5. TUTKIMUSMETODI

Tässä viidennessä luvussa käsitellään tutkimuksen toteutusta. Ensimmäisessä alaluvussa 5.1 esitellään valittu tutkimusmetodi ja perustellaan miksi se on valittu tämän tutkimuskysymyksiä selvittämiseksi. Seuraavassa alaluvussa 5.2 esitellään tutkimushaastattelun rakentamiselle keskeinen Lehnerin (2013) malli joukkorahoituksen dynamiikasta, josta tutkimuksen haastatteluteemat on soveltaen johdettu. Alaluvussa 5.3 esitellään tutkimusaineistolle tehtävät toimenpiteet sen analysoinnin onnistumiseksi. Alaluku 5.4 puolestaan käy läpi tämän tutkimuksen luotettavuutta. Viimeinen alaluku 5.5 esittelee haastateltavat, joiden kanssa käymistä haastatteluista tämän tutkimuksen aineisto on kerätty.

5.1 TUTKIMUSMETODIN PERUSTELU

Kvalitatiivisen tutkimuksen on sanottu sopivan hyvin jonkin uuden ilmiön hahmottamiseen, minkä takia se usein toimiikin esitutkimuksena, jonka avulla voidaan nostaa tutkimuskohteesta esiolettamuksia ja auttaa seuraavien tutkimusten jäsentelyssä (Hakala, 2001, 17). Laadullisen tutkimuksen ensisijainen tavoite on usein tutkimuksen kohteena olevien toimijoiden omien tulkintojen esille nostamisessa (Hakala, 2001, 17). Näistä lähtökohdista tarkasteltuna laadullinen tutkimusote soveltuu parhaiten tämän tutkimuksen tutkimusongelman tarkasteluun: tutkimuskohteena on uusi ilmiö, ja tutkimuksen nimenomaisena tavoitteena on nostaa esille startup-yritysten rahoituksen parissa toimivien henkilöiden tulkintoja joukkorahoituksesta. Myös tutkimuskohteen luonne vahvasti muutoksen kourissa olevana ilmiönä puoltaa laadullista tutkimusotetta, sillä laadullisessa tutkimuksessa maailma koetaan usein prosessinomaisena vuolaana virtana staattisen pysähtyneisyyden sijaan (Hakala, 2001,19).

Tutkimusmetodinä tässä tutkielmassa on käytetty teemahaastatteluja, joiden toimivuudesta laadullisen tutkimuksen metodina antaa vinkkiä metodin suuri suosio – teemahaastattelut ovat Suomessa suosituin tapa kerätä laadullista aineistoa (Eskola & Vastamäki, 2001,24). Tiedon hankkimisessa haastattelu onkin keskeinen perusmuoto (Hirsijärvi & Hurme, 2000,11) ja sen idea on hyvin yksinkertainen: kun halutaan tietää mitä joku ajattelee jostakin asiasta, kaikkien yksinkertaisinta ja tehokkainta on tietenkin kysyä sitä häneltä (Eskola & Vastamäki, 2001,24). Mikään uusi tutkimusmuoto haastattelut eivät ole, menetelmän juuret ulottuvat ainakin

Aristoteleen, Platonin ja Sokrateen ajoille (Hirsijärvi & Hurme, 2000,11). Hirsijärvi ja Hurme (2000) kuvaavat tutkimushaastattelun etuja hyvin:

Keskustelunomaisissa haastatteluissa vuorovaikutus korostuu, ja näin tutkija saa mahdollisuuden lähestyä vaikeitakin tutkittavia asioita kuten sitä, miten ihmiset ymmärtävät maailmaa ja elämäänsä ja mitä merkityksiä he antavat kokemilleen tapahtumille. Vapaamuotoiset, syvälliset keskustelut voivat paljastaa asioita, joita tuskin voitaisiin saada selville muilla keinoin (Hirsijärvi & Hurme, 2000,11)

Kvalitatiivinen tutkimus pyrkii kontekstuaalisuuteen, tulkintaan ja toimijoiden näkökulman ymmärtämiseen (Glensen & Peshkin, 1992) ja sen tutkimusmalli tulee humanistisista tieteistä ja hermeneuttisesta tutkimusotteesta, jossa pyritään ymmärtämään ja tulkitsemaan ihmisen toimintaa, merkitysten ollessa keskeisessä asemassa (Hirsijärvi & Hurme, 2000, 22),

Taloustieteessä, niin kuin kaikissa yhteiskuntatieteissä, tutkimuksen kohteena on aina lopulta ihminen ja hänen toimintansa - yksin tai osana suurempaa kokonaisuutta. Kvalitatiivisena ihmistutkimuksena tässä tutkielmassa hyväksytään joukko taustaolettamia, jotka määrittävät näkemystä todellisuudesta ja ihmisestä sen osana. Pienin tutkittava yksikkö – yksilö, ihminen – tarkastelee fyysistä maailmaa aistiensa varassa. Käsityksensä, näkemyksensä ja kokemuksensa yksilö kuitenkin muodostaa psyko-fyysis-sosiaalisena kokonaisuutena, johon vaikuttavat yksilön oma mieli, psyyke, sosiaalinen tilanne sekä fyysinen minä (Himberg, 1999). Näin ollen ei ole olemassa absoluuttista, kaikille yhteistä todellisuutta muuten kuin fysikaalisena maailmana (Hirsijärvi & Hurme, 2000, 17) ja ihmisten kokema todellisuus onkin siis sosiaalisesti konstruoitunut: tulkitsemme todellisuutta subjektiivisesti erilaisten psyyken ja sosiaalisten tilanteiden luomien merkitysten kautta.

5.2 TUTKIMUSHAASTATTELUN SUUNNITTELU

Tutkimushaastattelun keskeisenä ongelmana on päättää mitä kysyä - ja keneltä. Metodikirjallisuudessa on esitetty kolme perinteistä tapaa kysymysten muodostamiseksi: intuitio, kirjallisuus sekä teoriasta johtaminen eli operationalisointi (Eskola & Vastamäki, 2001, 33). Tämän tutkielman tutkimushaastattelun teemat nousevat osaksi aikaisemmasta kirjallisuudesta ja osaksi operationalisoituvat aihepiiriä koskevista teorioista. Hyvän lähtökohdan haastatteluteemojen muodostamiselle tarjoaa Othmar Lehnerin (2013) malli

joukkorahoituksen tutkimisen kohdistamiseksi, jonka hän muodosti aikaisemman kirjallisuuden ja varhaisten empiiristen havaintojen pohjalta. Hänen mallinsa tosin tarkasteli joukkorahoitusta sosiaalisten yritysten näkökulmasta, joten se ei sellaisenaan ole omaksuttavissa tämän tutkimuksen haastatteluteemojen lähtökohdaksi. Hieman poikkeavasta kontekstista huolimatta tärkeimmät ominaispiirteet ovat hyvin pitkälti samanlaiset niin sosiaalisten yritysten joukkorahoituksessa kuin tavallisten taloudellisen voiton perusteella toimivien yritysten joukkorahoituksessa.

Teema 1: Startup-yritysten rahoitusympäristö ja joukkorahoitus

Lehner ehdottaa tutkimusteemaksi toimintamahdollisuuksien tunnistamista, joka varmasti onkin keskeinen ongelma-alue sosiaalisten yritysten kontekstissa. Tavallisten taloudellista voittoa maksimoivien yritysten kontekstissa liiketoimintamahdollisuuksien tunnistaminen ja osapuolten toistensa löytäminen ei ole yhtä haastavaa kuin sosiaalisten yritysten tapauksessa – kaikki osapuolet puhuvat talouden kieltä ja heitä ajavat, ainakin osittain, samat objektiiviset tavoitteet. Relevantimpaa joukkorahoituksen näkökulmasta onkin tarkastella startup-yritysten toimintaympäristöä ja joukkorahoituksen asettumista sinne: millainen pääomakuilu startup-yritysten rahoitusmarkkinoilla on (Wong et al. 2009, Avdeitchikova, 2009) ja onko joukkorahoitukselle tarvetta? Millaisille yrityksille se sopii ja missä rahoituskaaren vaiheessa? (Berger & Udell, 1998). Näistä startup-yritysten rahoitusympäristöä koskevista kysymyksistä syntyy tutkimushaastattelun ensimmäinen teema; joukkorahoituksen asema startup-yritysten rahoituskentässä.

Teema 2: Joukon osallistumismotivaatiot ja toiminta

Joukkorahoitusta ei olisi ilman suurta joukkoa osallistumishaluisia tavallisia ihmisiä. Siksi joukon toimintalogiikan tarkastelu on tärkeä osa-alue joukkorahoituksen tutkimisessa. Lehner ehdottaakin mallissaan rahoittajien utiliteettifunktioiden tutkimista ja erilaisten rahoittajatyyppeiden tunnistamista. Joukon tyypillisenä ominaisuutena on sen koostuminen suuresta määrästä tavallisia ihmisiä, jotka kaikki osallistuvat vain pienellä summalla mutta saavat yhdessä suuren vaikutuksen aikaiseksi (Belleflammet et al, 2013). Teoriaosiossa esitetyn utiliteettiteorian pohjalta voimme tarkastella rahoittajien motivaatiota osallistua joukkorahoitukseen: mitä muita kuin taloudellisia arvoja sijoittajilla on joukkorahoitukseen osallistumisessa? Myös joukon päätöksentekoprosessit ovat kiinnostavia: onko niissä merkkejä rajoitetusta rationaalisuudesta (Simon, 1972) ja laumakäyttäytymisestä (Banerjee,

1992). Seurailleen Lehnerin esitystä tämän tutkimuksen toinen haastatteluteema johdetaan utiliteettiteoriasta ja se käsittelee joukon motiiveja sekä motiivien vaikutusta toimintaan.

Teema 3: Omistuksen ja kontrollin eriytymien; agenttiongelmät

Lehner ehdottaa kolmanneksi tutkimussuunnaksi sosiaalisten yritysten liiketoimintamallit ja yhtiöiden hallinnoinnin, jonka hän argumentoi olevan keskeinen tekijä sosiaalisessa yrittämisessä. Aihealueena yrityksen sisäinen dynamiikka on taloudellisistakin lähtökohdista toimivien joukkorahoitteisten yritysten kohdalla keskeinen. Tässä tutkimuksessa yrityksen sisäistä dynamiikka lähestytään kuitenkin Lehneristä poiketen teoriaosiossa esitetyn agenttiteorian pohjalta (esim. Jensen & Meckling, 1976). Agenttiteoreettisessa tarkastelussa joukkorahoitteisissa yrityksissä nousee esille omistuksen ja kontrollin äärimmäinen eriytyminen, merkittävä informaation epäsymmetria sekä näistä kumpuavat agenttiongelmät ja kustannukset. Tutkimushaastattelun kolmas teema käsittelee siis joukkorahoitukseen liittyviä agenttiongelmia.

Teema 4: Joukkorahoitus ja informaation epäsymmetria; raportointi

Lehnerin mallin jäljissä kuljetaan myös neljännen haastatteluteeman johtamisessa. Hän ehdottaa informaation taloustiedettä, raportointia ja riskiä yhdeksi tutkimussuunnaksi. Lehnerin lähestyessä informaatiota, raportointia ja riskiä sijoittajaviestintää koskevien teorioiden valossa, tässä tutkimuksessa informaatioon liittyviä kysymyksiä tarkastellaan informaation epäsymmetriasta (Akerlof, 1970) ja agenttiteoriasta (Jensen & Meckling, 1976) kumpuavien näkökulmien kautta, sillä startup-yritysten rahoituksessa epäsymmetrinen informaatio näyttelee suurta roolia: yrittäjällä on ylivertainen tieto ainakin omista kyvyistään ja aikeistaan. Tavanomaisesti startup-yrityksiä ovat rahoittaneet ammattimaiset sijoittajat, joilla on työkalut, osaaminen, halu ja kannustin analysoida potentiaalisia sijoituskohteita – toisin kuin tavallisilla joukkorahoittajilla. Tutkimusteeman avulla pyritään luomaan kuva nykyisestä ja toivotusta informaation tasosta eri toimijoiden välillä.

Teema 5: Joukkorahoitusportaalin rooli ja vastuu rahoituksen välittäjänä

Merkittävä erityispiirre joukkorahoituksessa on, että siinä ihmiset saavat yhdessä tehdä rahoituksen allokaatiopäätökset rahoitusportaalissa ääni per euro periaatteella – vain tarpeeksi ”äänestetyt” projektit toteutetaan. Tämä demokratisoi taloudellisten resurssien allokointia, mutta sen seuraukset taloudelle ovat vielä epäselvät: kykenevätkö tavalliset

sijoittajat yhtä tehokkaisiin tai jopa parempiin allokaatiopäätöksiin kuin ammattimaiset sijoittajat? Millainen rooli ja vastuu rahoitusportaalilla on? Voiko yksityiset rahoituksenvälittäjät vaikuttaa joukon päätöksentekoprosessiin esimerkiksi markkinoinnin kautta? Viides haastatteluteema käsittelee rahoitusalan roolia joukkorahoituksen solmukohtana.

Teema 6: Joukkorahoitus ja muut startup-yrityksen rahoitusmuodot

Startup-yritysten rahoitus on luonteeltaan kitsasta: yritykset saavat rahoituskierröksillä pääomaa aina seuraavan merkkipaalun saavuttamiseksi (Brealey et al., 2006). Yrityksen elinkaarta värittävätkin toisiaan seuraavat rahoituskierrokset, joissa riskirahoittajien määrä ja laatu kehittyvät yrityksen koon, siitä saatavan informaation ja sen tulokunnan myötä (Berger & Udell, 1998). Startup-yrityksen rahoituskaarta koskevasta teoreettisesta kirjallisuudesta johdetaan tutkimushaastattelun kuudes teema, jossa tarkastellaan joukkorahoituksen toimimista yhdessä muiden rahoitusmuotojen kanssa. Kuinka esimerkiksi bisnesenkelit suhtautuvat joukkorahoitukseen? Kiinnostavaa on myös tarkastella joukkorahoittajien luonteen poikkeamista muista yksityisistä rahoitusmuodoista: Osnabrugge (2000) esittää enkelirahoituksen sijoituskriteerien poikkeavan pääomasijoitusrahastojen sijoituskriteereistä ja olettaa saattaa, että joukkorahoittajien sijoituskriteerit ja preferenssit poikkeavat ammattimaisten sijoittajien kriteereistä. Millaisia vaikutuksia tällaisilla rahoittajilla on muihin yrityksen potentiaaliin rahoittajiin?

Teema 7: Joukkorahoituksen pelisäännöt: lainsäädäntö ja valvonta

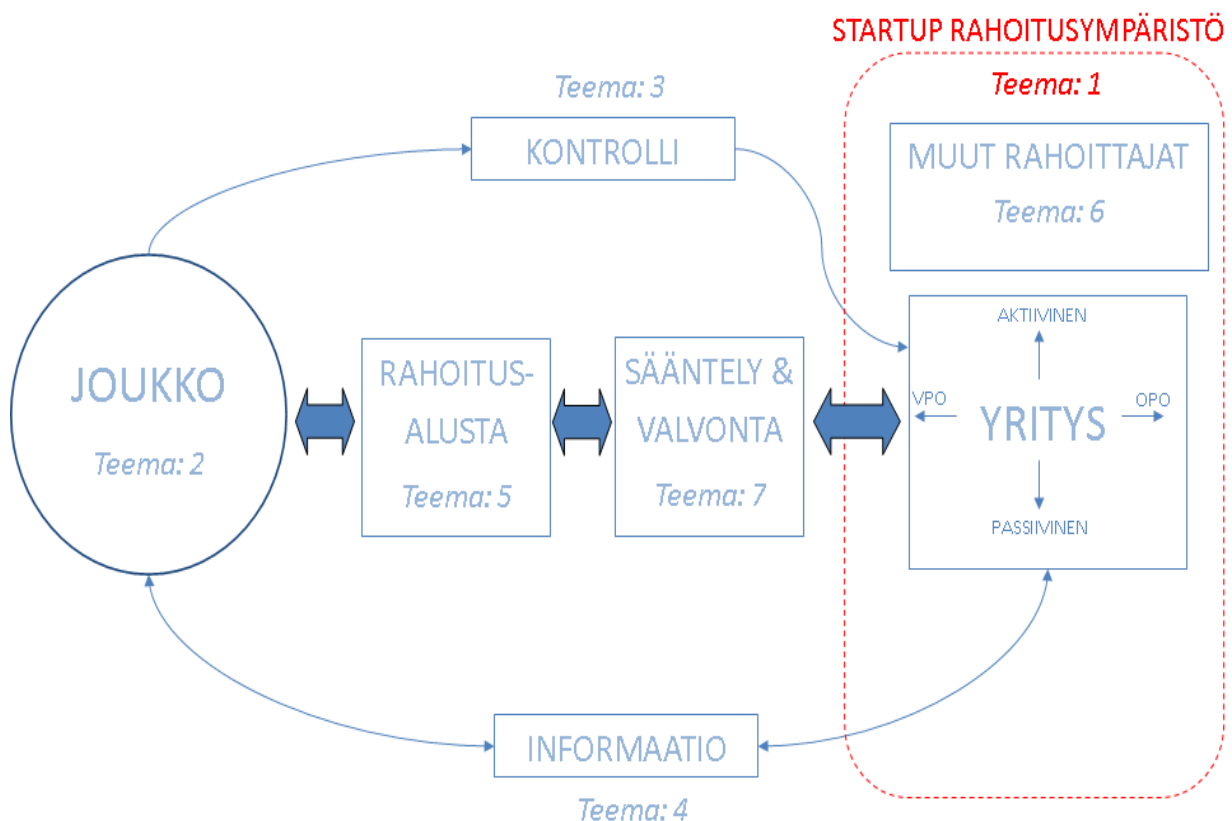
Lainsäädäntö määrittelee yhteiskunnan pelisäännöt ja siten niillä on merkittävä vaikutus myös joukkorahoitukseen. Myös Lehner nostaa omassa tutkimusmallissaan lainsäädännön ja valvonnan yhdeksi tutkimusalueeksi – ja hänen esitystään on hyvä seurata myös tässä tutkimuksessa. Joukkorahoituksen juridiset kysymykset muodostavat yhden tutkimushaastattelun teemoista. On mielenkiintoista selvittää, millaista sääntelyä haastateltavat asiantuntijat joukkorahoitukselle kaipaavat.

Teema 8: Joukkorahoituksen tulevaisuus

Tutkimushaastattelua tehdessä on joukkorahoituksen erityispiirteiden tarkastelun lisäksi erinomainen tilaisuus selvittää suomalaisten toimijoiden näkemyksiä ilmiön tulevaisuudesta. Juuri näiden näköalapaikoilla toimivien henkilöiden mielipiteillä saattaa olla konkreettista

merkitystä joukkorahoituksen tulevaisuuteen. Niinpä viimeisenä tutkimushaastattelun teemana on haastateltavien subjektiiviset näkemykset joukkorahoituksen tulevaisuudesta Suomessa.

Osa tutkimushaastattelun teemoista saadaan siis joko suoraan tai soveltaen Lehnerin (2013) esittämistä joukkorahoituksen tutkimusalueista. Lehnerin malli on kuitenkin sidottu sosiaalisen yrittämisen kontekstiin, joka ei sellaisenaan sovi tämän taloudellista voitontavoittelua painottavan tutkimuksen lähtökohdaksi. Niinpä osa Lehnerin esittämistä osa-alueista on muokattu taloustieteellisestä teoriasta johdettuihin haastatteluteemoihin. Lisäksi haastattelun viimeisenä, täysin intuitioon perustuvana, haastatteluteemana kartoitetaan toimijoiden tulevaisuuden odotuksia. Alla olevassa kuvaajassa esitetään tutkimushaastatteluiden teemat ja esitetään miten ne liittyvät joukkorahoituksen toimintalogiikkaan. Kuvaaja pohjautuu Lehnerin esittämään malliin, mutta sitä on muokattu soveltumaan paremmin voittoa tavoitteleviin joukkorahoitettuihin yrityksiin.



Kuva 11: Tutkimushaastattelun teemat esitettynä Lehnerin mallissa joukkorahoituksen dynamiikasta (sovellettu, Lehner, 2013)

5.3 TUTKIMUSAINIESTON KERUU, KÄSITTELY JA ANALYSOINTI

Tutkimushaastattelut tallennettiin nauhalle, josta ne myöhemmin litteroitiin kirjalliseen muotoon analysointia varten. Litterointi toteutettiin säilyttäen haastattelujen vastausten asiasisältö ja sanamuodot. Taukoja, tai muita puheeseen liittyviä äännähdyksiä ei litteroitu, sillä tämän tutkimuksen kannalta oleellista on se mitä sanotaan - ei miten se sanotaan.

Kvalitatiivisen haastatteluaineiston keruun yleisenä ohjeena on, että haastatteluja tulee jatkaa aihepiiristä niin kauan, kunnes uusia näkökulmia ei enää ilmene. Tämän tutkimuksen osalta tuo näkökulmien ”täytyminen” saavutettiin hyvin nopeasti ensimmäisten haastatteluiden aikana. Seuraavissa haastatteluissa ei enää noussut uusia näkökulmia joukkorahoitukseen – vain mielipiteitä miten asiantuntija siihen suhtautuu.

Kun tutkimusaineisto saatiin kirjalliseen muotoon, se luokiteltiin teemahaastattelun teemojen mukaisesti eri luokkiin, joista eri asiantuntijoiden näkökulmat poimittiin ylös. Tämä näkökantojen kirjo on nähtävillä luvun kuusi ensimmäisissä luvuissa teemoittain luokiteltuna 6.1–6.8.

Kun eri vastaajien mielipiteet oli saatu esille teemoittain, analysoitiin aineistosta aiheita, joita monet haastateltavat olivat tuoneet haastattelussa esiin. Nämä yleisesti esiin nousevat näkökannat koodattiin aineistosta taulukkoon, jonka jälkeen usein esiintyneistä näkökulmista selvitettiin asiantuntija-joukon yhteinen mielipide – samalla metodilla kuin Galton (1907) ja Surowiecki (2004) selvittävät joukon mielipidettä: keskiarvoistamalla.

Yleisen mielipiteen selvittämiseksi usein esiintyvien aiheiden osalta poimittiin aineistosta, kuinka moni vastanneista näki asian samalla tavalla, kuinka moni ei ottanut siihen kantaa ja kuinka moni oli yleistä näkemystä vastaan. Nämä näkökannat pisteytettiin seuraavasti: samaa mieltä, +1, ei kantaa, 0 ja eri mieltä -1. Lopulta mielipiteen saama kokonaispistemäärä jaettiin tutkimuksen haastattelujen lukumäärällä. Mitä lähemmäs arvoa 1 asiantuntijoiden yhteinen mielipide sijoittuu, sitä vahvemmin startup-yritysten rahoituskentässä mielipidettä kannatetaan. Näin pisteyttämällä voidaan muodostaa kokonaiskäsitys siitä, miten startup-yrityksiä rahoittava toimintaympäristö suhtautuu joukkorahoituksen eri piirteisiin kokonaisuutena. Tekesiltä valittiin toinen haastatelluista tähän yleisen mielipiteen

selvittämiseen, jottei heidän näkökulmansa painottuisi liikaa yleisessä mielipiteessä. Asiantuntijoiden yhteiset, keskiarvoistetut näkökulmat esitellään kappaleessa 6.9.

Lopuksi tutkimusaineistosta nousseista näkökulmista tehtiin joukkorahoitusta koskevia päätelmiä, joiden avulla pyritään kuvaamaan joukkorahoituksen toimintaa ja vaikutuksia startup-yritysten rahoitukseen. Nämä johtopäätökset ja tulkinnat esitellään luvussa 7.

5.4 TUTKIMUKSEN LUOTETTAVUUDEN ARVIOINTI

Laadullinen tutkimus on luonteeltaan ainutkertaista ja siinä sovelletaan luovasti perussääntöjä ja usein myös luodaan uusia sääntöjä (Alasuutari, 1999, 24). Tämä perussääntöjen totuttujen muotojen hylkääminen ei kuitenkaan tarkoita sitä, että tutkimusta voisi tehdä miten tahansa – sen tulee edelleen pyrkiä siihen, että se paljastaa tutkittavien käsityksiä ja heidän maailmaansa niin hyvin kuin mahdollista (Hirsijärvi & Hurme, 2000, 188-189).

Laadullisissa haastattelututkimuksissa tutkijan vaikutus tutkimukseen on aina merkittävä: tutkija vaikuttaa saatavaan tietoon kerätessään sitä, sillä hän yrittää sovittaa tutkittavien käsityksiä omaan tulkintaansa ja käsitteistöönään tutkittavasta ilmiöstä (Hirsijärvi & Hurme, 200, 189). Tämän tutkimuksen teossa pohjalla vaikuttavat tulkinnat ja käsitteistö tutkittavasta ilmiöstä on saavutettu tutustumalla aikaisempaan kirjallisuuteen tutkittavasta ilmiöstä ja perehtymällä yleisiin taloustieteellisiin teorioihin, jotka koskettavat tutkittavaa ilmiötä. Tämä on helpottanut tutkijan ja haastattelijoiden yhteisiä tulkintoja, sillä haastateltavat asiantuntijat ovat työssään tai opinnoissaan perehtyneet samoihin teoreettisiin kuvauksiin. Tutkimushaastatteluissa on lisäksi pyritty luomaan rento ja avoin ilmapiiri, jolloin haastattelijan ja haastateltavan on ollut helpompi ymmärtää toistensa tulkinnat ja käsitteet tutkittavasta ilmiöstä.

Tutkimusaineiston analysoinnissa ja johtopäätösten tekemisessä luotettavuutta on pyritty lisäämään käsittelemällä selkeiden – kaikille haastatteluille samojen - raamien avulla. Tutkimusaineisto on pisteytetty hyvin yksinkertaisen mallin mukaan, jolloin sitä on ollut helppo noudattaa samalla tavalla kaikkien haastateltavien osalta. Tutkimusaineiston luokittelu erillisiin teemoihin vähensi yksittäisten näkökantojen yleistettävyyttä: kun näkökulmat

käsitellään teemoittain, voidaan yksittäisistä havainnoista tehdä korkeintaan yhtä teemaa koskevia päätelmiä.

Laadullisessa tutkimuksessa toisinaan suositellaan triangulaatiota tutkimuksen luotettavuuden parantamiseksi (Hirsijärvi & Hurme, 2000, 189). Triangulaatiolla tarkoitetaan useampien menetelmien tai lähteiden käyttämistä ja vertailua keskenään. Tässä tutkimuksessa on käytetty menetelmätriangulaatiota tutkimustulosten kriittisemmän tarkastelun saavuttamiseksi. Sen lisäksi että tutkimustulokset on luokiteltu ja analysoitu sisältönsä pohjalta, on luokiteltua aineistoa myös pisteytetty. Tämä useamman analysointimenetelmän käyttäminen lisää johtopäätösten luotettavuutta. Tutkimusaiheen laajuus on myös edellyttänyt useiden teorioiden käyttöä tutkimusongelman tarkastelussa, mitä voisi ainakin osittain kutsua teoriatriangulaatioksi. Tutkimusongelman yksittäisten erityispiirteiden tarkastelussa on kuitenkin harvemmin käytetty useampaa teoriaa, jolloin teoriatriangulaation tarjoama luotettavuuden lisääntyminen on vaatimatonta.

Tutkimustulosten validiutta on pyritty lisäämään viittaamalla tutkimustulosten raportoinnissa soveltuvien osin aikaisempaan kirjallisuuteen, niin kuin Hirsijärvi ja Hurme (2000,190) ovat ehdottaneet. Tutkimustulosten esittämisessä, kappaleessa 6, on myös pyritty esittelemään mahdollisimman kattavasti asiantuntijoiden näkemyksiä, jolloin tutkielman lukijan on helpompi arvioida itse johtopäätösten ja analyysien luotettavuutta.

5.5 HAASTATELTAVIEN ESITTELY JA PERUSTELUT VALINNALLE

Finanssivalvonta, Harri Hirvi, Lakimies.

Finanssivalvonta on rahoitus- ja vakuutusvalvontaviranomainen, jonka valvottavia ovat muun muassa pankit, vakuutus- ja eläkeyhtiöt sekä muut vakuutuslalla toimivat, sijoituspalveluyritykset, rahastoyhtiöt ja pörssi. FIVA:n toiminnan tavoitteena on finanssimarkkinoiden vakaa toiminta ja yleisen luottamuksen säilyttäminen finanssimarkkinoihin. Lisäksi sen tehtäviin kuuluu hyvien menettelytapojen edistäminen ja yleisön tietämyksen lisääminen finanssimarkkinoista. Hallinnollisesti FIVA toimii Suomen Pankin yhteydessä, mutta on päätöksenteossaan itsenäinen. FIVA:n palveluksessa on noin 200 asiantuntijaa.

Lakimies Harri Hirvi toimii FIVA:n finanssipalvelut toimistossa menettelytapaosastolla. Hänen tehtäviinsä kuuluu muun muassa seurata markkinoilla olevien toimijoiden palvelutarjontaa, ja tarkkailla, että toimijoilla on asianmukaiset toimiluvat. Sijoituspalveluyritysten, rahastoyhtiöiden ja toisinaan luottolaitosten kanssa toimiminen on osa Hirven työnkuvaa. Joukkorahoituksesta Hirvellä on kokemusta parin viimeisen vuoden ajalta, jolloin siihen liittyvät toimilupakysymykset ovat nousseet esille kiihtyvällä tahdilla.

Finanssivalvonnan edustaja valittiin tutkimushaastattelun kohteeksi, sillä sääntelyn ja valvonnan kautta tulkitaan pelisääntöjä, joiden puitteissa joukkorahoituksen tulee toimia. Sääntelevänä viranomaisena FIVA:lla on suhteellisen neutraali ja objektiivinen näkökanta ilmiöön, ja siten sen mielipiteet ovat tutkimuksen kannalta arvokkaita.

Innovaatorahoituskeskus, TEKES, Pauli Noronen, Business Advisor ja Mika Niskanen Senior Advisor

Innovaatorahoituskeskus Tekes on Suomen valtion virasto, joka aktivoi ja rahoittaa yritysten ja erilaisten tutkimusyksikköjen projekteja. Tekesin tavoitteena on aikaansaada kasvua ja hyvinvointia uudistumisesta, minkä saavuttamiseksi se rahoittaa kehitysprojekteja ja lupaavia nuoria yrityksiä. Tekesillä on monia erilaisia ohjelmia, mutta sen päätarkoituksena on toimia riskirahoittajana. Tekesin toiminta-ajatuksena on tarjota osa tarvittavasta rahoituksesta julkisista varoista – loput tulee löytyä yksityisiltä sijoittajilta. Tämän periaatteen johdosta Tekes toimii myös rahoitusmarkkinoiden aktivoijana.

Pauli Noronen toimii Tekesissä nimikkeellä Business Advisor, ja hän on mukana tiimissä, joka rahoittaa lupaavia, nopeasti kasvamaan pyrkiviä, alle kuusi vuotiaita yrityksiä. Hänen tiiminsä rahoittaa kaikista lupaavimpia yrityksiä, Tekesin suurimmilla summilla. Työssään Noronen toimii startup-yritysten rahoitusrajapinnassa, yhdessä yrityskiihdyttämöiden kanssa. Taustaa startup-yrittäjyydestä Norosella on henkilökohtaisesti neljästä startup-yrityksestä.

Mika Niskanen puolestaan toimii Tekesissä teknologia asiantuntijana ja hänen tehtäviinsä kuuluu sparrata yrityksiä rahoituksessa, innovaatioissa ja bisneksen kehittämisessä. Hänellä on mittava, yli kymmenen vuoden kokemus startup-yritysten rahoittamisesta Tekesillä.

Tekes valikoitui haastateltavaksi, sillä se toimii aktiivisesti yhdessä startup-yritysten kanssa niiden kasvutaipaleella. Heidän näkemyksenä rahoitusympäristöstä ja joukkorahoituksesta sen osana ovat tutkimuksen kannalta arvokkaita. Lisäksi Tekesin edustajat voivat valottaa

joukkorahoituksen ja valtionrahoituksen yhteistoimintaa. Tekesistä haastateltiin kahta edustajaa, jotta voidaan tarkistaa, saadaanko otoskokoa yhdestä toimijasta kasvattamalla tutkimuksen kannalta uusia näkökulmia, ja kuinka paljon. Lisähaastattelut eivät tuoneet merkittävästi uutta tietoa, vaikka joissakin aihepiireissä Norosen ja Niskasén mielipiteet eroavat toisistaan. Itse asiassa, haastateltujen Tekesin edustajien näkökulmat joukkorahoituksesta ovat yllättävänkin samankaltaiset, kun ottaa huomioon, kuinka mielipidepainotteisia monet haastatteluteemat ovat.

Finnish Business Angels Network, Jan Oker-Blom, Managing Director

FiBAN on kansallinen, voittoa tavoittelematon yhdistys, jonka tavoitteena on edistää yksityishenkilöiden sijoitusmahdollisuuksia listaamattomiin kasvuyrityksiin. FiBAN:iin kuuluu yli 350 yksityistä sijoittajaa, eli bisnesenkeliä, jotka vuoden 2013 aikana aloittivat rahoitusneuvottelut yli 50 yrityksen kanssa. Vaikka FiBAN on sijoittajajärjestö, pyrkii se samalla auttamaan rahoitusta hakevia kasvuyrityksiä mahdollisimman laajasti, menemättä kuitenkaan yrityshautomotoiminnan asteelle – liike-ideasta yritykset saavat vastata itse. Tärkeänä tehtävänä FiBAN:illa on yrittäjien ja sijoittajien tuominen yhteen, eli niin sanottu *match-making*.

Jan Oker-Blomilla on kattavasti kokemusta suomalaisesta yhteiskunnasta ja rahoitusmaailmasta. Yhteiskunnallista näkemystä Oker-Blomille on kertynyt hänen poliittisen uransa aikana, sekä toimimalla erilaisissa yhteiskunnallisissa vastuutehtävissä. Rahoitusalaista hän on saanut kokemusta toimimalla pankkisektorilla yritysrahoituksen puolella. Oker-Blom tuntee myös startup-yritysten arjen, sillä hän on ollut mukana parissa startup-yrityksessä.

Enkeli-sijoittajien edustajana FiBAN:n edustajan mielipiteet ja näkökulmat joukkorahoitukseen ovat arvokkaita – joukkorahoitus ja enkelirahoitus toimivat kuitenkin melko lailla samalla kentällä, siemenvaiheen startup-yritysten rahoituksessa. FiBAN:in näkemykset joukkorahoituksen ja muiden sijoitusmuotojen yhteistoiminnasta ovat tutkimuksen kannalta äärimmäisen arvokkaita. FiBAN:in valintaa bisnesenkelinäkökulman tuomiseen puolsi myös järjestön aikaisempi suojeleminen akateemiseen tutkimukseen ja opiskelijoiden lopputöihin.

Active Ally, Lasse Korvala, Toimitusjohtaja

Active Ally on suomalainen startup-yritys, joka on hyödyntänyt palkkiopohjaista joukkorahoitusta tuotteensa markkinoille saattamisessa. Joukkorahoituskampanjan yhtiö toteutti Yhdysvalloissa indiegogo rahoitusalan kautta, minä aikana Korvala operoi San Franciscosta käsin. Active Allyn patentoitu tuoteinnovaatio on matkaajille suunnattu apuväline, joka mahdollistaa nukkumisen istualtaan esimerkiksi pitkillä lennoilla.

Lasse Korvala on Active Allyn perustaja ja toimitusjohtaja. Oman startup-yrityksensä kautta hänelle on kertynyt kokemusta niin joukkorahoituksesta kuin startup-yritysten toimintakentästä. Joukkorahoituksen pioneerina Korvala on perehtynyt kattavasti joukkorahoitukseen ja Active Allyn edustajana hän tuo tärkeän yrittäjän näkökulman tähän tutkimukseen.

Invesdor, Minna Myötänen, Development Manager

Invesdor on Pohjois-Euroopan johtavia osakepohjaisia joukkorahoitusaloja. Heidän rahoitusalojensa kautta pääomarahoitusta etsivät yrittäjät voivat kohdata sijoittajia, jotka haluavat sijoittaa pohjoiseurooppalaisiin kasvu- ja startup-yrityksiin. Invesdor toimii suomalaisen lainsäädännön puitteissa yritysten ja sijoittajien kohtauspaikkana, eikä siten tarjoa sijoituspalveluita.

Minna Myötänen toimii Invesdorissa nimikkeellä Development Manager, ja hänen toimenkuvaansa kuuluu sijoittajasuhteiden hoitaminen sekä taloushallinnollisia tehtäviä. Käytännön tasolla hän pyrkii lisäämään joukkorahoituksen tunnettuutta Suomessa ja maailmalla - uutena sijoitusmuotona suuren yleisön tietämys joukkorahoituksesta kun on vielä suhteellisen hataralla pohjalla. Myötänen myös auttaa Invesdorille tulevia yrityksiä rahoituksen hankkimisprosessissa. Yrittäjän arkikaan ei ole Myötäselä vierasta, sillä hänellä on yrittäjätaustaa.

Invesdor valikoitui haastateltavaksi, sillä heidän toimintansa rahoitusalojana sitoo yhteen koko joukkorahoitus alan. Heidän näkökulmansa alojen toimintaan, sääntelyyn ja koko alan kehitykseen ovat arvokkaita tutkimuksen kannalta.

Castrén & Snellmann, Lasse Vuola, Senior Associate, Asianajaja

Asianajotoimisto Castrén & Snellman on Suomen vanhin, yli 200 hengen kansainvälisesti toimiva asianajotoimisto, joka on keskittynyt yritysjärjestelyihin, riidanratkaisuun ja liikejuridiikkaan.

Lasse Vuola työskentelee Castrén & Snellmanilla asianajajana, ja hänen erikoisalaansa kuuluvat muun muassa startup-yritysten neuvonta ja joukkorahoitukseen liittyvät kysymykset. Ymmärrystä talouden toimintalogiikasta hän on saanut kouluttautumalla myös kauppatieteiden maisteriksi. Käytännön ymmärrystä joukkorahoituksesta Vuola on saanut työskentelemällä suomalaisen lainamuotoisen joukkorahoitusalueen Fundun taustalla. Lasse Vuolan haastattelu tuokin tutkimukseen ensiarvoisen tärkeää juridista ja käytännön näkökulmaa.

Lasse Männistö, kansanedustaja

Tutkimuksen näkökulmien kirjon kannalta on hyvä haastatella myös tahoa, joka lopulta määrittelee toimialan pelisäännöt – eli lainsäätäjiä. Lasse Männistö on tuonut poliittisessa toiminnassaan aktiivisesti esille joukkorahoitusta ja profiloitunut yhdeksi joukkorahoituksen poliittisista asiantuntijoista. Männistön tausta entisenä startup-yrittäjänä tuo hänen näkemyksiinsä myös käytännön kokemuksen suomaa painoarvoa. Helsingin kauppa- ja korkeakoulusta valmistuneena Männistö oli myös helpompi saada haastateltavaksi kuin muut joukkorahoitusta käsitelleet poliitikot, joten hänen valintansa poliittisten toimijoiden joukosta oli luonnollinen valinta.

6. TUTKIMUSTULOKSET

Tässä kappaleessa esitetään tutkimuksen tulokset. Kappaleissa 6.1-6.8 esitellään joukkorahoitusta koskevien näkökulmien kirjoa, joka startup-yrityksiä rahoittavasta toimintaympäristöstä on löydettävissä. Näissä kappaleissa esitettyjen näkemysten perusteella saadaan kuva siitä, millainen rahoitusmuoto joukkorahoitus on ja mitä erityispiirteitä siihen liittyy. Lisäksi tuodaan esille miten eri toimijat näkevät nämä erityispiirteet ja niiden vaikutuksen. Viimeisessä kappaleessa 6.9 esitetään tutkimushaastatteluissa eniten esille nousseita näkökulmia ja luodaan niistä – joukkoälyn metodeja noudattaen – asiantuntijajoukon yhteinen näkemys.

6.1 STARTUP-YRITYSTEN RAHOITUSYMPÄRISTÖ

Suurella osalla haastatelluista on positiivinen kuva suomalaisesta startup-yritysten rahoituskentästä. Startup-yritysten toimintaympäristö ja rahoituskenttä sen mukana ovat kehittyneet positiiviseen suuntaan vuosituhannen vaihteen jälkeen ja yritykset, ympäristö sekä rahoittajat ovat kehittyneet vuosikymmenen saatossa. Tekesin Pauli Noronen kiteyttää startup-yritysten toimintaympäristön kehittymisen kattavasti:

Tilanne on parantunut kyllä, monestakin syystä. Sitä rahoitusta pitäisi olla paremmin tarjolla. Mä olen ollut seitsemän vuotta tässä [Tekesissä], niin kyllä tilanne on parantunut huomattavasti.

Mulla on itsellä taustaa neljästä startupista vuosituhannen vaihteessa ja sitä taustaa vasten niin kyllä tää markkina on oppinut paljon. Siellähän tuli turpiin vuosituhannen vaihteessa tosi pahasti, kun mopo lähti keulimaan oikein rankasti. Sitten tuli paha lama, kun kellään ei ollut enää fyrkkaa, eikä oikein uskallustakaan. Mutta nyt on alkanut kasvaa taas tällaista uskoa – ja toisaalta sijoittajillakin on taas paremmin rahaa, vähitellen.

Ja sitten nää caset on paljon parempia, ne tiimit on paljon parempia, tää koko startup-genre on paljon terveempi. Yritykset saa aikaisemmassa vaiheessa rahoitusta ulkomailta. Ehkä siinä on vähän tällaista Suomen mainetta, kun on nää peliyhtiöt ja muut. Ja sitten nää kiihdyttämöt pystyy kanssa tuoda rahoitusta Suomeen. (Noronen, Tekes)

Asiantuntijat olivatkin yhtä mieltä hyvien liikeideoiden rahoituksen saannista. OECD:n tilastot osoittavatkin siemenrahoituksen osuuden BKT:sta olevan Suomessa kansainvälisesti

vertailtuna erittäin korkealla tasolla (OECD, 2013), mikä tukee haastateltavien näkemystä suomalaisesta rahoitusympäristöstä.

Sanoisin, että kyllä hyvät ideat pääsääntöisesti saavat rahoitusta (Oker-Blom, FiBAN)

Hyvät, kypsät asiakkaat, kyllä ne saa rahoitusta. Mut kyl alkuvaiheessa on aina huonoa, totta kai (Noronen, Tekes)

Rahoitusta saa tällä hetkellä varsin helposti, jos taustat, tiimi ja idea on hiottu tarpeeksi hyvin (Vuola, Castrén & Snellman)

Negatiivisempiakin, finanssikriisistä johtuvia, näkemyksiä startup-yritysten rahoituskentästä esiintyi – Invesdorin edustajalta. Tämä on toki ymmärrettävää, sillä heidän liiketoimintansa perustuu kasvu- ja startup-yritysten parempaan rahoitukseen joukkorahoituksen kautta.

Aika huonona näen startup-yritysten rahoitusympäristön, kun ajattelee mitä se on aikaisemmin ollut, vertaa siihen millainen se oli ennen 2008 kriisiä (Myötänen, Invesdor)

Huolimatta positiivisesta näkemyksestä startup-yritysten rahoitusmahdollisuuksista, asiantuntijat yksimielisesti toivoivat startup-yritysten rahoitusmarkkinoille lisää pääomaa, mikä puoltaisi kirjallisuudessa esitettyä näkemystä pääomakuilusta (Avdeitchikova, 2009; Wong et al., 2009). Markkinaehtoinen pääoman allokoituminen parhaisiin projekteihin nähdään talouden kannalta tehokkaana ja suotavana, mutta pääoman niukkuus rajoittaa startup-yritysten rahoituksen vain parhaisiin liikeideoihin. Huolimatta alan positiivisesta kehityksestä, elinkelpoisia yrityksiä jää vielä tällä hetkellä rahoittamatta; ”parhaat saa, mutta rahaa ei laiteta tarpeeksi, toiseksi parhaat eivät saa” (Oker-Blom, FiBAN).

[TEKES] on täyttämässä sitä markkinapuutetta, mikä on olemassa Suomessa vielä – valitettavasti. Elikkä yksityisrahaa ei ole... ikään kuin meidän ansiosta yksityisetkin sitten lähtee mukaan (Noronen, Tekes)

Mitä useampaa pystytään rahoittamaan, niin sitä useampi sieltä joskus sitten nousee (Vuola, Castrén & Snellman)

Kyllä joukkorahoitukselle on tarvetta. Jos mennään tällaiseen elinkeino ja kasvunäkökulmaan niin näemme, että Euroopan laajuisesti pankkisääntely kiristyy ja pankkirahoituksen ehdot etenkin pk-yritysten kasvurahoittajana kiristyy. Se tarkoittaa että rahan hinta kasvaa ja saatavuus heikkenee. Tämän lisäksi me nähdään, että yhä suurempi osa meidän pk-yrityksistä toimii sellaisilla liikeideoilla ja sellaisilla

toimialoilla, jotka eivät edellytä vahvoja investointeja koneisiin ja laitteisiin, jotka merkittäisiin yhtiön taseeseen jonkin arvoiseksi omaisuudeksi. Aikaisemmin pankkirahoituksen turvana on ollut valtava määrä vakuusarvolla omaisuutta, jotka on sitten voinut realisoida jos käy huonosti. Nyt nämä kaksi trendiä että enää ei ole vakuusarvolla omaisuutta taseissa ja kiristynyt pankkisääntely yhdessä johtaa siihen, että pankkirahoitus kuivuu kasaan. Ja meidän pitää löytää kaikki keinot, joissa on uusia lähteitä pk-yritysten kasvun rahoittamiseksi. (Männistö, Kansanedustaja)

Se [rahoitus] on aina muilta pois, että kyllä varmaan se markkinatalous toimii siinä suhteellisen hyvin, että parhaat saa ja huonoimmat ei. Mutta mitä tapahtuu sille keskikastille? Onko niin että ne eivät saa rahoitusta niiden parhaiden kustannuksella, eli niin, että ne parhaat ottaa sen [rahoituksen] ja siinä [keskikastissa] olisi vielä ollut elinvoimaisia firmoja. Vielä olisi varaa kasvattaa sitä rahoituksen kokonaismäärää ja saada toisesta tuutista enemmän ulos – eli enemmän menestyviä firmoja, jotka ovat suurin piirtein suhteessa siihen, kuinka paljon laitetaan rahoitusta kentälle. (Oker-Blom, FiBAN)

Sen mihin tässä on itse törmännyt, niin kyllähän yrittäjän täytyy saada rahoitusta siltä lähipiiriltään, Friends & Fools, niin kuin leikkimielisesti sanotaan. Ei liikeideoihin hirveen helposti tartuta. Ja jotkut enkelit ja pääomasijoittajat, ne on niin riskiaversiivisiä että elinkelpoisia ideoita jää toteuttamatta niukan rahoituksen takia, mä olen ihan varma siitä (Myötänen, Invesdor)

Joukkorahoituksesta uskotaan olevan apua startup-yritysten rahoitusmarkkinoiden pääomaniukkuuteen. Joukkorahoituksella voidaan innostaa uudentyyppisiä sijoittajia ja aktivoida passiivisia varallisuusmassoja, joita ei aikaisemmin ole sijoitettu – ainakaan startup-yrityksiin. Joukkorahoitus nähdään tehokkaana muotona kerätä aikaisemminkin merkittävässä roolissa ollutta lähipiirin rahoitusta.

Joukkorahoitusta on perusteltu sillä, että talletustileillä on – miljardiluokkaa - tällaisen passiivisen rahan massat, jotka täytyisi saada liikkeelle ja hyödyntämään yhteiskuntaa. Kai ne sieltä lähtevät liikkeelle, jos näkevät että järkevät, tuottoisat ja turvalliset kohteet luodaan. Kyllä se pikkuhiljaa lähtee liikkeelle - ja jos siitä on vielä sijoitusmielessä tuloa saatavilla niin se edistää sen varallisuuden ja rahan liikkeelle lähtöä. (Hirvi, FIVA)

Joukkorahoitukselle on tarvetta, enemmän kuin koskaan. Sehän on itse asiassa vanha instituutio, nyt se on vaan ottanut formaalin muodon. Muilta perheenjäseniltä, lähiympäristöltä, kanssaryrittäjiltä – niiltä on aina kerätty varoja yritystoiminnan aloittamiseksi. Nyt se on vaan formaalia ja kaikki pääsee osallistumaan (Myötänen, Invesdor)

Aina ei kuitenkaan riitä, että rahoituksen lopulta saa, vaan rahoitus tulee saada oikeaan aikaan. Rahoituksen viivästyminen voi sulkea aika-ikkunan, jonka aikana liiketoimintasuunnitelma on toteutuskelpoinen.

Useinhan se on aikajana, ei riitä että saat rahat joskus, vaan sun pitää saada rahat tarpeeksi nopeasti: ennen kuin yritys kaatuu, kilpailija tekee samanlaisen tuotteen, olosuhteet muuttuvat, keskeiset tekijät eivät jaksakaan enää roikkua projektissa mukana... Sen [rahoituksen] pitää olla tarpeeksi nopea, helppo ja selkeä prosessi (Oker-Blom, FiBAN)

Joukkorahoituksesta nähdään olevan apua rahoituksen oikea-aikaisuuden ongelmaan. Periaatteessa joukkorahoituksella voidaan onnistuessaan kerätä suuriakin pääomia nopeasti, täyttäen samalla esitetyt kriteerit helppoudesta ja selkeydestä:

Sillä [joukkorahoituksella] päästään nopeasti liikkeelle. Se ei ehkä sovellu kaikkeen, mutta moneen näyttäisi soveltuvan. Varmaan matalampi kynnys saada fyrkkaa, se auttaa ensiaskeleissa ja siitä eteenpäin - sitten voikin hakea muita rahoitustapoja. (Noronen, Tekes)

Joukkorahoitus on hyvä tapa saada pieniä sijoituksia, ja se voi tulla nopeasti, kun vertaa esimerkiksi enkelirahoitukseen, missä voi olla pitkiäkin neuvotteluita (Korvala, Active Ally)

Toisaalta, kovin varhaisessa vaiheessa suoritettu joukkorahoituskampanja ei välttämättä onnistu yhtä todennäköisesti kuin myöhemmässä vaiheessa toteutettu

Mitä pidemmällä firma on, sitä varmemmin se kampanja onnistuu. Mut on meillä sellaisiakin, jotka ovat jo hyvin varhaisessa vaiheessa onnistuneet saamaan rahoitusta, jos se idea on vaan tarpeeksi hyvä. Silloin pitää vaan olla jotain tapaa näyttää, että kyllä me saadaan tää tehtyä (Myötänen, Invesdor)

Kehittyntykään toimintaympäristö ei pienennä varhaisessa vaiheessa olevien yritysten sisäsyntyistä riskiä. Suuri osa yrityksistä kaatuu ensimmäisten elinvuotensa aikana – niistäkin, jotka ovat käyneet ammattimaisten sijoittajien tiukan seulan. Startup-yrityksiin liittyvää riskiä ei voi yksikään sijoittaja sivuuttaa.

...jos laskee että enintään joka kymmenes selviää... (Noronen, Tekes)

...puolet niistä mihin sä meet mukaan, kaatuu konkurssiin et niistä ei jää mitään, 30-40 % pärjää kohtuullisesi ja jonkun fuusion tai oston kautta saat jotakin takas ja 10-

20 % pärjää kunnolla, jolloin niiden tuoton pitää olla niin hyvä, että se kattaa koko sen portfolion menetykset ja tarjoaa sille tuottoa (Oker-Blom, 2014)

...niin, olisiko kymmenestä kaksi tai kolme selviää... (Hirvi, FIVA)

...me yritetään viestiä sijoittajille, että nämä ovat hirveän riskisiä sijoituksia ja maksimissaan 5-10 % sijoitettavasta varallisuudesta voidaan sijoittaa tämän tyyppisiin papereihin – ja sekin tulisi hajauttaa kunnolla (Myötänen, Invesdor)

...se on todella iso prosentti, mitkä epäonnistuu kokonaan... (Vuola, Castrén & Snellman)

6.2 JOUKON MOTIVAATIO JA TOIMINTA

Taloustieteessä utiliteetin odotusarvo-mallin avulla voidaan selittää yksilöiden päätöksentekoa silloinkin, kun valintojen seuraukset eivät ole rahallisia, vaan jotain muuta. Mallin mukaan yksilöt omaavat utiliteetti-funktion, jota he – aksioma ehtojen täytyessä – pyrkivät aina maksimoimaan (von Neumann & Morgenstern, 1953). Joukkorahoituksen näkökulmasta on mielenkiintoista selvittää, millaisia tekijöitä rahoittaja-joukon utiliteettifunktioon kuuluu. Haastatellut asiantuntijat näkivät etenkin eettisten ja ideologisten tekijöiden vaikuttavan suuresti joukkorahoittajien utiliteettifunktioon.

Musta tuntuu, että joukkorahoitukseen osallistuvat katsovat enemmänkin sitä kohdetta ja ajatusta, mikä siinä on. Jos se tuntuu hyvältä ja kannatettavalta, niin ajatellaan että minäpä annan tästä oman panokseni, enkä sen perään huuda. (Hirvi, FIVA)

Se on kannanottoa. Omasta mielestä hyvän asian tai tarinan kannatusta. Mun mielestä siinä on paljon tällaisia piirteitä. Se ei ole raakaa niin kuin tää meidän homma, että katsotaan lukuja. Siinä on jotain muuta – ei nyt ehkä viihdettä, mut kannatetaan hyvää asiaa. Ja siinä on muitakin arvoja kuin taloudellisia, ehdottomasti. (Noronen, Tekes)

Joukkorahoitukselle ominaista on se, että siinä ei lähes koskaan ole kyse pelkästään taloudellisen hyödyn maksimoinnista. Et olipa kyse sitten sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta niin siihen liittyy myös muu elementti kuin tuoton etsiminen sijoitukselle tai sitten jos kyseessä on kauppaan rinnastettava joukkorahoitus niin siihenkin liittyy myös muuta kuin että hankitaan pelkkä tuote. (Männistö, Kansanedustaja)

Sanoisin, et optimaalinen se [joukkorahoitus] on, kun on B2C bisnesidea, jolla on vielä joku ideologinen tai eettinen toiminta-ajatus. Eli jos halutaan esimerkiksi omalle kadulle joku kauppa ja myydä siitä osakkeita niin se täyttää aika hyvin nämä edellytykset. Silloin on ehkä kysymys siitä, että haluat tukea sitä, koska haluat käydä sellaisessa kaupassa ja koet että se on esim. ympäristöystävällistä (Oker-Blom, FiBAN)

Mutta sitten on muita [kuin taloudellinen motiivi] ja ehkä vielä tärkeämpiä – mitä me ollaan huomattu – että halutaan olla osa jotain yhteisöä. Näyttää siltä, että tän panimoravintolan [Bryggeri] omistajiksi tuli paljon sellaisia, jotka haluavat olla mukana tässä panimon tarinassa, luoda sitä. (Myötänen, Invesdor)

Siihen liittyy varmaan tällaista henkilökohtaista minän määrittelyä ja näyttämistä. Eli aikana, jolloin yksilöt määrittelevät itseään tiettyjen ilmiöiden kautta tai tiettyjen yksittäisten hankkeiden kautta niin se paletti, millä me määrittelemme itsemme henkilöinä – ja vähän niin kuin jotkut puhuvat henkilöbrändäyksestä – niin siihen palettiin on tullut hirveästi värejä lisää [joukkorahoituksen kautta] (Männistö, Kansanedustaja)

Toisaalta, taloudellisillakin tekijöillä on merkitystä ja joukkorahoittajat kohtaavat samat realiteetit kuin muut rahoittajat. Sijoittajat tarvitsevat taloudellisia kannusteita sijoituksilleen.

Alkuvaiheen firmat ovat niin riskialttiita, että ne luovat tämän matematiikan: puolet niistä tulee todennäköisesti kaatumaan eli niiden, jotka pärjää, tulee antaa todella paljon takaisin. Ja tän kanssa joukkorahoittajat on ihan samassa asemassa kuin bisnesenkelitkin (Oker-Blom, FiBAN)

Mutta se isompi asia silläkin [sijoitus pohjainen joukkorahoitus] puolella on, et se on raha mikä puhuu. Vaikka sä kuinka uskoisit johonkin hyvään asiaan, niin se on tuotto mitä osakkeilla kuitenkin halutaan saada. (Korvala, Active Ally)

Se on ihan selkeätä, että rahallinen tuotto motivoi (Myötänen, Invesdor)

Mutta toisaalta, kukaan ei sijoittaisi yhteenkään joukkorahoitushankkeeseen, joka sanoisi että varmaan tää menee nurin parin viikon sisällä – turha odottaa rahojanne takaisin. Siellä on taustalla myös tämä taloudellinen logiikka (Männistö, Kansanedustaja)

Joukkorahoitus tarjoaa piensijoittajille väylän sijoittaa elinkaarensa alkuvaiheessa oleviin startup-yrityksiin, mikä osaltaan demokratisoi yhteiskunnan resurssien allokointipäätöksiä kun päätösvalta siirtyy harvoilta rahoituksenvälittäjiltä tavallisille kuluttajille. Kirjallisuudessa on esitetty kollektiivisen päätöksenteon – mahdollisesti - toimivan sopivassa ympäristössä paremmin kuin yksittäisten ihmisten päätöksenteko (Galton 1907; Surowiecki, 2004). Startup-

kentällä ollaan kuitenkin hieman skeptisiä kollektiivisesti tehtyjen allokointipäätösten tehokkuudesta – johtuen osalta aikaisemmin esitetystä kuluttajien ei-taloudellisia seikkoja painottavasta utiliteettifunktioista ja toisaalta yhteisestä päätöksentekoprosessista, jossa nähtiin piirteitä laumakäyttäytymisen (Banerjee, 1992) synnyttämästä lumipalloefektistä, jossa ihmiset tekevät päätöksiä pohjautuen pikemminkin muiden aikaisemmin tekemiin päätöksiin kuin oman henkilökohtaisen näkemyksen perusteella. Osa toimijoista tosin uskoi kollektiivisen viisauden voimaan rahoituksen allokaatiopäätöksessä – onnistunut joukkorahoitus toimi ikään kuin todisteena idean kysynnästä kuluttajien keskuudessa.

Perinteiset rahan lainaajat, luottolaitokset ja sijoittajat ymmärtävät startuppien ja muiden liikeideoiden perään. Joukkorahoitukseen usein liittyy enemmän intoa kuin asiantuntemusta (Hirvi, FIVA)

En usko että se [rahoituksen allokaatiopäätös] on kovinkaan akateeminen prosessi. He eivät välttämättä ole toistensa kanssa tekemisissä ollenkaan, jolloin kehitystä ei synny keskustelemalla ja oppimalla toisilta tai kyseenalaistamalla vaan se on enemmänkin laumaefekti (Oker-Blom, FiBAN)

Tietysti, jos on joku spesifi ongelma, niin ei monelta yksilöltä löydy sen ongelman ratkaisemiseksi sellaista informaatiota ja osaamista kuin asiantuntijoilta. Se [sijoituskohteiden arviointi] saattaa siis olla joukolle hankalaa. Mut toisaalta, luulis et suuresta joukosta löytyy samanlaisia tai saman tiedon omaavia henkilöitä [kuin asiantuntijat] (Korvala, Active Ally)

Kyllä mä uskon joukkoon (Myötänen, Invesdor)

Kyllä joukon tekemä allokaatiopäätös on vähintäänkin yhtä tehokas [kuin ammattimaisten sijoittajien tekemä allokaatio päätös]. Jos idea herättää voimakasta kiinnostusta, niin silloin se antaa heikkoa vahvemman signaalin taustalla olevasta taloudellisesta potentiaalista. Tietenkään se ei ole niin suoraviivaista, että onnistunut joukkorahoituskampanja todistaisi liikeidean olevan viable [elinkelpoinen], koska siihen voi vaikuttaa se että miten hyvin sitä [kampanjaa] onnistutaan markkinoimaan ja miten hyvin saadaan massat liikkeelle. Mut kyllä se pääsääntöisesti toimii jonkinlaisena signaalina (Vuola, Castrén & Snellman)

Allokaatiopäätöstä heikentäväksi ajatellut laumakäyttäytyminen ja lumipalloefekti ovat juuri sitä, mitä rahoitusta hakeva yrittäjä tavoittelee. Onnistunut rahoituskampanja perustuu näihin ilmiöihin.

Se on oikeastaan sitä mihin jokainen, joka projektin tekee, tähtää – et saatais sellanen lumipalloefekti käyntiin, joka tois enemmän sitä tukea ja todennäköisemmin tois sen projektin maaliin. On erittäin tärkeää saada joukko innostumaan projektista

mahdollisimman pian. Jos projekti on pyörinyt jo pitkään, eikä ole keräänyt rahoitusta, niin se herättää kysymyksiä (Korvala, Active Ally).

Meillä onkin tällainen hidden-round, ennen kuin projekti tulee julkiseksi, minkä tarkoituksena on ensin kerätä rahoitus yrittäjän lähipiiriltä. Meillä on [sivustolla] se vihreä palkki, mistä näkee kuinka paljon yritys on onnistunut rahoitusta keräämään. Mitä suurempi se prosentti on ennen kuin se menee julkiseksi, sitä suuremmat todennäköisyydet sillä on onnistua. Koska siihen on joku jo sijoittanut, siihen on joku jo uskonut. (Myötänen, Invesdor)

Ylipäättään, joukon kyky startup-yrityksen valuaatioon ja analysointiin herättää epäilyksiä, mikä voi hankaloittaa sijoitus pohjaista joukkorahoitusta. Tavallisilla kuluttajilla ei ole käytettävissä samanlaisia työkaluja, tietolähteitä, kokemusta eikä osaamista kuin ammattimaisilla sijoittajilla.

Tietysti asiantuntijaorganisaatiolla on käytettävissä sellaista dataa, mitä tavallisilla joukkorahoittajilla ei ole. Hyvä vainu voi olla [joukkorahoittajalle] toki riittävä. Mut onhan meillä mahdollisuus kaivella siitä asiakkaasta melkein kengännumeroa myöten kaikki mahdollinen informaatio historiasta ja suunnitelmista eteenpäin ja siten katsoa millaisessa kilpailukentässä se toimii ja millaisilla resursseilla – kyllä siinä instituutio on vahvoilla. (Noronen Tekes)

Siinä on vielä sellainen haaste, mikä korostuu tässä joukkorahoituspuolella, että mikä on se valuaatio? Sillähän se lasketaan että kuinka paljon sä voit teoriassa saada takaisin. Bisnesenkelit osaa sen neuvottelun ja osaa laskea ja arvioida sitä. Ja heiltäkin pyydetään poskettomia hintoja – se on enemmän sääntö kuin poikkeus. Ne, jotka tulee tänne meille, niin ne on kaikki miljoonan arvoisia ideoita, ilman mitään liikevaihtoa... Joukkorahoituksessa ne on usein vieläkin korkeampia! – Se [startup-yrityksen arvonmääritys] on erittäin vaikeaa. Se on ammattilaisillekin vaikeaa. (Oker-Blom, FiBAN)

Enkeli odottaa, et sille kerrotaan jotain tiettyjä asioita, joiden pohjalta se tekee omat päätöksensä. Se on tottunut toimimaan näiden asioiden ympärillä: mikä on ongelma, ratkaisu, markkinat, tuotto, valuaatio... Se pystyy tehdä laskelmansa ja katsoa, pitääkö ne kutinsa – tuntuuko ne samalta. Onko se sellanen juttu minkä se tuntee, ja uskooko se siihen esitettävään juttuun ja jutun esittäjään. Tällaista päätöksenteko prosessia se joukkorahoittaja tuskin tekee, se kattoo pikemminkin et tuote tai idea on loistava. (Korvala, Active Ally)

Joukko ei pysty määrittämään yritysten arvoa. Itselläni on jopa jonkinasteinen huoli siitä, että ymmärretäänkö se riski, ja ymmärretäänkö, että mikä se asema sillä pienellä osakkaalla tosiasiallisesti on siinä juridisessä kehyksessä, mikä sinne on luotu. Kun mietitään funktioiden kontrolli, riski ja informaatio kautta, niin näiden kolmen kannalta se asema on aika mitätön – ja jos järkevästi toimisi, niin sen

vastapuolella olevan tuottopotentialin tulisi olla valtava. (Vuola, Castrén & Snellman)

Toisaalta, sijoittajille on tarjolla muissakin sijoitusmuodoissa monimutkaisia sijoitusinstrumentteja, joiden analysointiin ja arvostukseen heillä ei välttämättä ole kykyä tai halua.

Samaa voi kysyä myös osakemarkkinoille sijoittavilta yksilöitä, että osaavatko he valuaatiomallit ja toteuttavatko he niitä – vastaus on ei. (Männistö, Kansanedustaja)

Yrittäjälle joukon heikommat mahdollisuudet arvonmäärittämiseen tarjoavat mahdollisuuden parempaan tuottoon. Kuluttajien suuresta joukosta uskotaan helpommin löytyvän ne henkilöt, jotka arvostavat yrityksen arvon samalle tasolle kuin yrittäjäkin – etenkin kun joukkorahoittajien sijoituspäätökseen saattaa vaikuttaa muutkin tekijät kuin vain taloudellinen voitto tai hankittavana oleva tuote.

Kyllä mä uskon, että joukolta saa paremman valuaation kuin enkeleiltä. Siellä on niin iso joukko, jolta pystyt keräämään varoja. (Korvala, Active Ally)

Voihan se olla että yrittäjät katsoo saavansa paremman valuaation joukkorahoituksen kautta. Tai että hän saa tietyn asiakaskunnan ja tietyn verkoston, josta esimerkiksi tää Bryggeri [joukkorahoitettu panimoravintola] on hyvä esimerkki (Oker-Blom, FiBAN)

Kyllä mä uskon että yrittäjä saa paremman valuaation joukkorahoituksen kautta (Myötänen, Invesdor)

Joukkorahoitusta on mahdollista saada hyvin aikaisessa vaiheessa – ennen kuin yrityksestä on saatavilla kattavasti tietoa ja ennen kuin institutionaaliset rahoittajat kiinnostuvat siitä. Tällaisessa vaiheessa ammattimaisillakaan sijoittajilla ei välttämättä vielä ole paljoa päätöksentekoa tukevaa tietoa saatavilla yrityksen arvioimiseksi, jolloin joukon näkemys voi olla hyvä siinä missä ammattilaistenkin mielipide.

Ihan alkuvaiheessa, missä nää instituutiot ei vielä ole mukana, niin miks ei se joukon vainu olis myöskin ihan hyvä? (Noronen, Tekes)

Jos tota mitään historiaa ei ole, yrittäjän henkilökohtaiset tiedot ja koulutustaustat on jo annettu, hyvästä ideastakin on annettu kaikki mitä tiedetään, niin sittenkin aina jää se perusongelma: nouseeko yritys näillä tuotteilla, osaamisella, markkinoilla vai ei. (Hirvi, FIVA)

Kysymys ei taida ollakaan siitä, että noita asioita [yrityksen arvoa ja toimintaedellytyksiä] tarvitsekaan analysoida tai ymmärtää. Tässä tullaan siihen, että jokaisen tuotteen menestyksen takana on se, että se tuottaa asiakastytyvääisyyttä, niin tavallaan tämä joukon näkemys saattaa olla paljon painavampi viesti kuin yksittäisen sijoittajan näkemys (Niskanen, Tekes)

Osa haastatelluista huomautti, että joukkorahoituksen kautta sijoitettavat summat ovat suhteellisen pieniä ja näin ollen ei välttämättä ole sijoittajankaan kannalta aina mielekästä, tai kustannus-hyötynäkökulmasta kannattavaakaan analysoida sijoituskohteita samanlaisella pieteetillä kuin ammattimaiset sijoittajat. Joukkorahoituksen kautta sijoitettavien summien pysyessä pieninä, eivät sijoittajat aina tee sijoituspäätöksiä rationaalisesti, eikä tehtyjä sijoituksia välttämättä tarkkailla myöhemmin.

Mediaani sijoitus on 500 ja keskiarvo 1700. Pienin sijoitus on 20 ja suurin 50 000 (Myötänen, Invesdor)

Se henkilökohtainen panos voi olla aika pieni, et se on enemmän tällaista ajatuksen kannatusta. Ei siihen kuukauden palkkaa laiteta. (Noronen, Tekes)

Jotenkin tää hyvin perinteinen asia toteutuu joukkorahoituksessa, et jos on laittamassa vain vähän rahaa, niin ei mieti sitä prosenteissa ollenkaan. Jos saa yhden osakkeen satasella, niin onko se kallista vai halpaa? Ei sitä voi tietää, ellei tiedä kuinka monta osaketta on ylipäättään tarjolla ja mitä siinä pohjalla on, että mitä se firma tekee (Oker-Blom, FiBAN)

Yksittäiset sijoitukset ovat määrältään niin pieniä, että transaktiokustannukset informaation hankinnasta nousevat korkeiksi. Se ei anna sijaa transaktiokustannusten näkökulmasta tällaiseen rationaaliseen sijoitustoimintaan, vaan se perustuu enemmänkin mutu-tuntumaan, mielikuvaan ja fiilikseen. (Vuola, Castrén & Snellman)

Tavanomaiseen startup-yrityksen riskirahoitukseen on kuulunut sijoittajien aktiivinen osallistuminen ja sijoittajien mukanaan tuoma osaaminen ja verkostot. Käsitykset joukkorahoituksen tarjoamista ei-rahallisista hyödyistä ovat ristiriitaiset. Joukolla ei ole samanlaisia kontakteja liike-elämään kuin esimerkiksi enkeleillä, mutta toisaalta joukkorahoituskampanja toimii itsessään jo alustavana markkinatutkimuksena ja onnistuessaan signaalina muille toimijoille kaavailun tuotteen kysynnästä.

Suuri toive yrittäjällä – kuten myös enkelillä – on, että saa hyvän omistajan. Eli sellaisen, joka pystyy antamaan jotain, jolla on jo jotain nimeä, suhteita, pystyy auttamaan, pystyy mainostamaan, pystyy hakea lisärahoitusta, pystyy laittamaan itse lisää. Joukkorahoitus ei oikein täytä näitä kriteereitä (Oker-Blom, FiBAN)

Kertoohan [tuotepohjainen] joukkorahoitus sen, että tuotetta halutaan. Se on sitten eri asia voidaanko sitä tuottaa... Mutta siinä mielessä se antaa informaatiota, mistä ihmiset on valmiita maksamaan (Noronen, Tekes)

6.3 JOUKKORAHOITETUN YRITYKSEN OMISTUS JA KONTROLLI

Yrittäjän kannalta joukkorahoitus on onnistuessaan houkutteleva rahoitusmalli: pienellä omalla sijoituksella on mahdollista käynnistää liiketoiminta – parhaimmassa tapauksessa luopumatta omistusosuudesta tai äänivallasta.

Yrittäjähän varmaan kiinnostaa, että joukkorahoituksen onnistuessa, suhteellisen pienellä alkupanoksella voi saada merkittävän rahallisen panostuksen epämääräiseltä joukolta sijoittajia, jotka tietoisena tai tiedostamatta hyväksyvät erilaisia osakkeenomistajan oikeuksia rajoittavia tekijöitä. Tämä on mahdollisuus yrittäjälle rakentaa aika, sanotaanko, toimiva rahoitusjärjestelmä toiminnalleen (Hirvi, FIVA)

Joukkorahoituksessa [tuotepohjaisessa] näen nimenomaan ne hyvät puolet, eli et voi ensinnäkin jo ennen kuin sitä tuotetta lähdetään tekemään, niin tavallaan testata sitä jo hyvin aikaisessa vaiheessa ja laittaa sen näkyville ”hei mulla olis tämmönen idea” ja kattoo joka suunnasta, et toimiiko se miten hyvin. Ja parhaimmillaan kerätä ison summan rahaa, jolla viedä liiketoimintaa eteenpäin ilman, että annat osakkeita. Eli käytännössä saat etupainotteisesti sen rahan ja saat yritystoiminnan käynnistymään oikeesti kunnolla (Korvala, 2014)

Yrittäjän näkökulmasta kaikki tähtää siihen, ettei sijoittajilla olisi mitään sanavaltaa (Vuola, Castrén & Snellman)

Tämä on omiaan nostamaan teoriaosuudessa esitettyjä agenttiongelmia yrityksen eri toimijoiden välille (esim. Jensen & Mecling, 1976; Einhardt, 1989). Joukkorahoitetun yrityksen toimintaa voidaan virtaviivaistaa rajoittamalla joukkorahoittajien oikeuksia yritykseen, mutta tämä koetaan epäoikeudenmukaiseksi.

Ongelma on siinä, että sulla on vaikeasti hallinnoitavissa oleva iso porukka, tai sitten teet niin, ettet anna niille mitään oikeuksia, joka on myös huono asia. Yrittäjällä pitää olla vahtikoira, mikäli hän ottaa muuta rahaa kuin omaansa firmaan mukaan. On hyvä että siinä on joku, joka sitten valvoo sitä, katsoo niiden rahojen perään. Joku voi väittää ettei pörssiyrityksissäkään ole määrävää omistajaa, mutta niissä on hallinto, tiedotus ja lainsäädäntö ihan eri tasolla. Ja yleensäkin se kokoluokka ja tausta vaikuttaa. Pienemmissä firmoissa pitää olla vahtikoira, pitää olla hallituksen puheenjohtaja, pitää olla joku pääomistaja tai selkeä omistajan edustaja yrittäjän

lisäksi tai sitten yrittäjän tulee olla sekä omistaja että vetäjä. Ja tää ei toteudu näissä joukkorahoitus caseissa. Kun on monta omistajaa, niin kukaan ei ole kovin kiinnostunut.. Ja se vain korostuu kun puhutaan pienistä sijoituksista (Oker-Blom, FiBAN)

Kyllä sijoittajilla pitäisi olla sanavaltaa yrityksessä tai ainakin oikeus vaatia sitä tulosta jollain tasolla. Se on aika iso riski tällä hetkellä rahoittajille, oli se sitten tuotepohjaista tai sijoituspohjaista joukkorahoitusta. Rahojen antamisen jälkeen sille ei vaan voi enää mitään, jos tuotetta ei tuu, niin sitä ei vaan tuu... Siel voidaan levitellä käsiä ja sanoa et en mä pystynytäkään siihen mitä mä lupasin... (Korvala, Active Ally)

Suuri osa haastatelluista asiantuntijoista ehdotti agentti-ongelmien ratkaisemiseksi niin sanottuja ankkurisijoittajia – tunnettuja sijoittajia, jotka lähtisivät omalla nimellä ja maineellaan, sekä tietysti merkittäväällä omalla sijoituksella, edistämään joukkorahoitusprojektin toteutumista, toimien sekä rahoitettavan projektin laadun takeena, että sijoittajien edun valvojana.

Avainsijoittaja [ankkurisijoittaja] on yleensä välttämätön siihen, että emissio pohjainen joukkorahoitus onnistuu, koska se avainsijoittajan uskottavuus on siinä se keskeisin tekijä, joka saa sitten muut liikkeelle (Hirvi, FIVA)

Me ollaan mietitty sellaista mallia, jossa [bisnes]enkeli tulisi ensin ja sen jälkeen voidaan kasvattaa sitä rahoitus pohjaa. Silloin vahtikoira olisi siellä yrityksessä jo, kun olisi joku omistaja, jolla on oleellinen asema – ankkurisijoittaja. Tällöin joukko voisi ikään kuin hypätä siihen siivelle ja auttaa saamaan tarpeeksi pääomaa kasaan. Tällöin enkelinkin sijoitus voi olla paremmin suhteessa siihen, mitä on järkevä sijoittaa (Oker-Blom, FiBAN)

Kyllä me ainakin silloin, kun haetaan kovimman kasvun yrityksiä, niin kyllä meillä on oletuksena se, että se tiimi joka sitä vie eteenpäin, niin heillä on merkittävä omistus siinä kanssa. Silloin me tiedetään, että siinä on jotain kontrollia siinä firmassa... Mulla on ollut yks asiakas, jolla on 500 omistajaa, mutta ne on äänettämiä yhtiömiehiä sitten. Kyllä sillä johtotiimillä täytyy olla merkittävä omistus että ne pystyy ohjaamaan sitä yritystä. Kun me lähdetään rahoittamaan jotain projektia, niin ei me ajatella mitään vuotta eteenpäin, se on kolme, neljä, viisi ja siitä eteenpäin. Jos yrityksellä on sata kapteenia, niin eihän me tiedetä mihin se lähtee ens vuonna. Kyllä siinä täytyy olla jonkinlainen ankkuri tai hallitseva omistaja (Noronen, Tekes)

Kyllä ankkurisijoittaja auttaa todella paljon rahoituksen onnistumisessa (Myötänen, Invesdor)

Jos mä perustaisin jonkun yrityksen, joka hakee joukkorahoituksella pääomamuotoista rahoitusta niin pitäisin ehdottoman tärkeänä saada siihen vastaavilla ehdoilla jonkun ankkurisijoittajan – että menisi se projekti maaliin. Summa summarum, ne voivat

merkittävästi madaltaa yksityishenkilön riskiä sijoittaa hankkeeseen. (Männistö, Kansanedustaja)

Bisnesenkeliä edustaja näki ankkurisijoittaja-mallin ongelmaksi enkelisijoittajien vastahakoisuuden toimia joukon kanssa, tai toisaalta rajoittaa joukon oikeuksia. Toisaalta, pääomasijoittajien ehtojen täytyessä ei joukkorahoituksella nähdä olevan ongelmia ankkurisijoittajien houkuttelussa.

Kyllä ne [bisnesenkeliä] siltikin tuppaa mielummin hakemaan kavereitaan mukaan ja miettimään julkisia puolia ja yhtä sun toista, sillä se koetaan epämääräiseksi ja potentiaalisesti vaaralliseksi et on tällainen joukko siellä [omistajissa]. Eikä sitäkään koeta reiluksi, että sidotaan erilaisilla sopimuksilla, osakesarjoilla tai sijoitusinstrumenteilla sanavaltaa. (Oker-Blom, FiBAN)

Tietysti pääomasijoittajat tulevat asettamaan ehtoja sille, millaisia ehtoja joukkorahoitukselle asetetaan. Mutta en mä usko että kukaan vastustaa joukkorahoitusta (Männistö, Kansanedustaja)

Osa haastatelluista näki joukkorahoittajien edustuksellisen valvonnan yrityksen hallinnossa olevan mahdollista, toiset puolestaan epäili tällaisen edustuksellisen hallinnon käytännön toteutusta.

Edustuksellinen hallinnointi edellyttäisi, että sijoittajajoukko, joka on varmasti hyvin kirjava joukko, järjestäytyisi jotenkin ja valitsisi oman edustajansa. Myös yrittäjän tulee olla hyväksynyt tällaisen järjestelyn ja joukkorahoittajille on hallituspaikka varattuna. Tällainen olisi tietysti yksi keino edustukselliseen valvontaan, ja tämä olisi kaiketi mahdollista sopimuspuolisesti sovittuna (Hirvi, FIVA)

Jos ajatellaan sijoituspuolisesta joukkorahoituksesta, niin rahoittajien osallistaminen – se on varmaankin just sitä tulevaisuutta. Et millaisia työkaluja voidaan rakentaa, että ne pystyy osallistumaan siihen toimintaan helposti. Tietysti jos ajattelee et siinä on 10 000 rahoittajaa, niin se on aika nightmare seuloa sieltä, et mitkä henkilöt on hyvällä asialla, päteviä ja mitkä ei. Et siinä on kolikon kääntöpuoli olemassa. Mutta varmasti joukosta löytyy niitä helmiä kanssa. (Korvala, ActiveAlly)

Joukkorahoittajilla tulisi olla samantyyppiset oikeudet yritykseen kuin alkuperäisilläkin osakkailla. Meillä on kielteinen näkökanta esim. B-osakesarjoihin. Koska nämä ovat riskisijoituskohteita, on tärkeää, että sijoittajalla on tietynlainen päätäntävalta yhtiökokouksessa. Aina on yrittäjiä, jotka haluaa tehdä eri äänivaltaisia osakesarjoja, meidän tapauksista noin 10-20 %. Tietysti, jos tulee joku 1000 omistajaa, niin se on varmaan aika harvinaista että ne poolais niiden mielipiteen ja lähtis yritystä vastaan. (Myötänen, Invesdor)

Vaikka rahoitusalustan edustajakin piti joukon osallistumista tärkeänä, ei hän nähnyt, toisin kuin osa muista haastatelluista, että alustan tulisi tarjota kommunikaatioväylää joukon päätöksenteolle ja mielipiteen muodostukselle

Mä en usko, että meidän tulee puuttua siihen, se on heidän oma asiansa. Me tarjoamme vain mahdollisuuden, alustan. (Myötänen, Invesdor)

Ei luulisi olevan kauhean hankalaa koodata päätöksentekofoorumia alustaan, ellei niissä joissain jo sellaista ole (Korvala, Active Ally)

Siinä on intressiristiriita, rahoitusta hakevat yirtykset eivät halua, että sijoittajat järjestäytyvät ja he pyrkivät sitä kaikin keinoin välttämään. Kysyntää sille [jörjetäytymisen mahdollistava foorumi] on olemassa sijoittajien puolelta (Vuola, Castrén & Snellman)

6.4 INFORMAATION ROOLI JOUKKORAHOITUKSESSA

Epätasaisesti jakautunut informaatio on keskeinen ongelma agenttiongelmien syntymisessä. Joukkorahoitteisten yritysten tapauksessa asiantuntijat näkivät tiedon jakautuvan melko epäsymmetrisesti yrittäjän ja sijoittajien kesken, mikä on omiaan hankaloittamaan agenttiongelmien ratkaisua joukkorahoitteisissa yrityksissä. Siitä, millaisia tietoja joukkorahoitusta haettaessa tulisi antaa, asiantuntijoilla ei ollut yksimielistä kantaa. Lähtökohtana tiedottamisessa on tietysti lainsäädäntö eikä tiedottamista pidetä hankalana, kunhan siihen on selkeät toimintamuodot olemassa.

Lähtökohtaisesti arvopaperimarkkinalainsäädännön tiedonantovelvollisuus koskee, jos yleensäkin tarjotaan rahoitusinstrumentteja. Tiedonantovelvollisuuden sisältö tulisi olla sellainen, että siitä sijoittaja pystyisi näkemään tarpeelliset ja välttämättömät tiedot ja arvioimaan sitä kautta näitä riskejä kanssa. Tää on se yleinen lähtökohta arvopaperimarkkinalaissa, ja liittyy nimenomaan tähän emissiopohjaiseen joukkorahoitukseen. (Hirvi, FIVA)

Kaikki mahdollinen tulisi kertoa, mitä sijoittaja tarvitsee sijoituspäätöksen tehdäkseen – ja niin että se pohjautuu oikeasti validiin tietoon. Se mitä me vaaditan, on aika kattava kertomus yritykseltä, ihan jo senkin takia, että muuten sijoittajat eivät lähde mukaan siihen. (Myötänen, Invesdor)

Toisaalta, jotkin haastatelluista toivat esille startup-yritysten sisäsyntyisen epävarmuuden, jossa yrittäjä itsekään ei vielä rahoitusta hakiessaan välttämättä tiedä tarkasti mitä tuleman pitää ja millainen projekti on tarkoitus toteuttaa. Näin ollen, on hankala sanoa, millaisia tietoja yrityksen tulisi itsestään antaa – ja millaisia tietoja se ylipäätään kykenee antamaan.

Useampia tällaisia on ollut, et on vuosia sitten tullut tiimi esittää tänne jotain hullun näköstä kikkareta, missä on jotain juonta, mut silti näyttänyt et ei tästä tule mitään... Mut se tiimi on ollu niin hyvä, et me ollaan lähetty rahottaa sitä. Ajan myötä ne on sitte huomannu itekkin, et ei tää vedä, muutetaan liiketoimintasuunnitelmaa, vaihdetaan palettia jotenkin. Ja tänä päivänä ne on sitten maailmanluokan pelureita. (Noronen, Tekes)

Näissä startupeissa on usein vain idea. Kysymys ei usein ole tiedon pimittämisestä tai epärehellisyydestä, vaan se voi olla myös sitä että yritetään jotain uutta, eikä pystytä vielä sanomaan että tuleeko tämä toimimaan ja millä tavalla (Oker-Blom, FiBAN)

Haastatellut pitivät sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen tapauksessa informointia oleellisempänä kuin palkintomuotoisessa joukkorahoituksessa. Tuotetta ostettaessa ei yrityksen taustoja koskevalla informaatiolla nähty olevan niin suurta merkitystä

Jos on osakepohjainen, niin silloin pitää antaa erilaisia tietoja kuin silloin, kun ostetaan ennakkoon. Osakepohjaisessa on tärkeää tietää, millaisia ihmisiä siellä on taustalla, mutta jos meillä on tällainen tuotepohjainen malli, niin en tiedä onkos sillä [informaatiolla] niin merkitystä. Silloin sijoittaja ostaa idean, enkä tiedä, onko se niin kiinnostunut siitä, minkälainen tiimi siellä on takana. (Niskanen, Tekes)

Mä itse erottaisin toisistaan tällaisen sijoituspohjaisen joukkorahoituksen ja muun. Sijoituspohjaiseen joukkorahoitukseen tarvitaan ainakin että jotkut standardoidut tiedot tulee ilmoittaa kaikille (Männistö, Kansanedustaja)

Haastateltu startup-yrittäjä ei näe jatkuvampaakaan tiedonantoa pois suljettuna. Toisaalta, yrityksen näkökulmasta tiedottamisessa on aina riskinsä: sijoittajajoukolle kerrotut tiedot päätyvät helposti julkisiksi ja siten myös kilpailijoiden tietoisuuteen.

Joukkorahoitusta hakevan yrityksen tulisi antaa tietoja suunnitelmista, strategiasta – ainakin jollain tasolla -, mitä ollaan tekemässä, mihin menossa ja millä aikataululla. Ja siitä tsekkauksia aina silloin tällöin. Olis myös hyvä tiedottaa isommista onnistumisista ja epäonnistumisista. Mutta se on vähän veteen piirretty viiva. En tiedä löytyykö siihen mitään sopivaa standardia, koska se on kuitenkin julkisuudessa olevaa tietoa sen jälkeen ja joitain asioita pitää kuitenkin suojella ja pitää yhtiön sisällä. (Korvala, Active Ally)

Liikesalaisuudet ylipäättään luovat omat hankaluutensa joukkorahoitukseen. Mikäli liikesalaisuudet ovat oleellisia rahoituspäätöksen tekemisen kannalta, voi sijoitusmuotoinen joukkorahoitus olla hankala rahoitusmuoto pääoman keräämiseen. Salaisuuksia ei voi arvonmäärittämistä varten paljastaa sijoittaja-joukolle, niin kuin ne voidaan kertoa salassapitosopimusten velvoittamille ammattimaisille sijoittajille. Toisaalta, mikäli salaisuudet voidaan suojata patentein, ei salaisuuksien suojaaminen ole este joukkorahoitukselle, korkeintaan hidaste.

Osakassopimusta, sitä on hankala tehdä monen kanssa, samoin NDA [Non-Disclosure Agreement], sitäkin on vaikea tehdä kovin monen kanssa. DD [Due Diligence], sekin on sellanen, et sä et välttämättä halua liian monen kanssa tehdä sitä. Se on aikaa vievää, ja riski sen valumisesta ulkopuolelle kasvaa. (Oker-Blom, FiBAN)

Sä et voi julkisuudessa puhua liiketoiminnasta käytännössä yhtään mitään ennen kuin se on patentin suojaama tai oot hakemuksen laittanu sisään. Mut toisaalta, sä voit laittaa sen hakemuksen aika nopeesti, siinä mielessä se ei ole ongelma, vaan hidaste (Korvala, Active Ally)

Yrityksellä täytyy olla salaisuuksia, se ei voi kertoa niistä, ettei niitä matkita ja ettei anneta kilpailijoille etulyöntiasemaa (Myötänen, Invesdor)

Jos yritys on jo saavuttanut tietyn tason, että kuukausia vievä taustatutkimus on tehtynä, niin ei se niin radikaalia ole, päinvastoin, hyvä vaan, jos sitä liikeideaa jakaa ja testaa. Ei tuolla turuilla ja toreilla notku ihmisiä odottamassa, että joku kertoisi hyvän liikeidean valmiina sijoittamaan siihen miljoonia... Ei sitä riskiä voi pois sulkea, mutta on se aika minimaalinen (Vuola, Castrén & Snellman)

Sijoitusmuotoisesti joukkorahoitetun yrityksen tulee olla tarkkana, että se kohtelee kaikkia sijoittajia samalla tavalla. Sijoittajien tulee olla tasa-arvoisessa asemassa. Erityisesti mahdollisten ankkuri-sijoittajien kanssa tulee olla tarkkana, että heille ei synny sisäpiirintietoa tai muuta informaatioetua muihin sijoittajiin nähden.

Se, että joku saa parempaa tietoa sijoituksensa tueksi kuin muut sijoittajat, niin en minä katso sitä oikeudenmukaiseksi. Se on ikään kuin sisäpiirintiedon väärinkäyttöä. Sijoittajia ei tule asettaa eriarvoiseen asemaan (Hirvi, FIVA)

Osa asiantuntijoista toivoi, että joukkorahoitteisten yritysten tiedottamisen kustannukset otetaan huomioon tiedotus ja raportointi-vaatimuksista päätettäessä.

Tuskin taloudellisten ja muiden tietojen antaminen on liian hankalaa. Kaikki tällaiset asiat, joissa on selkeä malli, niin ei ne koskaan hankalia ole. Mut jos se maksaa, niin se on sitten turha kuluerä (Niskanen, Tekes)

Molemmilla puolilla [sijoitusmuotoinen ja tuotepohjainen joukkorahoitus] pitäisin tän sääntelyn mahdollisimman kevyenä, että se mahdollistaisi nollasta aloittamisen (Männistö, Kansanedustaja)

Joukkorahoitukseen liittyy erottamattomasti sosiaalinen media, ihmisten verkottuminen sekä tiedon nopea ja vapaa kulku tietoverkoissa ihmiseltä toiselle. Joukkorahoitettua yritystä koskevaa informaatiota voidaan luoda yhdistelemällä joukon jäsenten löytämiä tai tietämiä tietoja toisiinsa nopeassa prosessissa. Näin ollen joukko ei ole pelkästään yrityksen tiedottaman informaation varassa.

Sosiaalisen median voima ja joukkorahoituksen voima on joukko. Yhdysvalloissa oli mätä yrittäjä päässyt rahoituslupien prosesseista läpi, mutta joukko tajusi – hirveän some-pöhinän saattamana - tunneissa, kuka yrittäjä on ja alusta veti sen suoraan pois. Mitään ei päässyt tapahtumaan. Tää on se joukon voima, tää on yks sisältäpäin tuleva säätely. (Myöhänen, Invesdor)

6.5 JOUKKORAHOITUSALUSTAN ROOLI RAHOITUKSEN VÄLITTÄJÄNÄ

Joukkorahoitusta välitetään joukkorahoituslupien eli portaalien kautta. Näillä internetissä toimivilla sivustoilla yritykset voivat ilmoittaa rahoitustarpeestaan potentiaalisille rahoittajille. Rahoituslupien ovat yksityisiä toimijoita ja kenttä on suhteellisen pirstaleinen: erityyppisille projekteille on omat alustansa: startup-yritysten sijoitusmuotoisia joukkorahoituskampanjoita löytyy Invesdorin sivuilta, lainamuotoista joukkorahoitusta löytyy Fundun alustalta ja Mesenaatti.me puolestaan tarjoaa vastikepohjaisia kampanjoita.

Alustan tarjoajalle se alusta on oma liiketoiminta ja tekemisen moottori ja silloin siellä on varmaan erilaisia kilpailuetuja kun yhdenlainen malli ei koskaan sovi kaikille. Kun meillä voi olla erilaisia sijoituskohteita, niin meillä voi olla erilaisia kilpailuetuja erilaisilla alustoilla, riippuen siitä, millaisia kohteita ne vetävät puoleensa (Niskanen, Tekes)

Joukkorahoituslupien on suuri vaikutus siihen, mitä projekteja joukko lähtee rahoittamaan. Joukon päätöksenteossa ollessa laumakäyttäytymisen piirteitä, voi teoriaosuudessa esitettyllä

rajoitetulla rationaalisuudella (Simons, 1972) olla merkittävä vaikutus joukon rahoituksen allokoituspäätökseen: joukon rahoitus hakeutuu ensimmäiseen tarpeeksi houkuttelevaan sijoituskohteeseen. Joukkorahoitusalue voi omilla ratkaisullaan vaikuttaa siihen, mihinkä projektiin sijoittaja ensimmäisenä törmää – ihan jo sivuston graafisen asettelun perusteella, puhumattakaan erilaisesta markkinointiviestinnästä.

Joukkorahoitusalueen rooli on erittäin iso. Jos ajattelee näitä tunnetuimpia alustoja, niin niillä on postituslistoja, joilla on tuhansia tai miljoonia asiakkaita. Jos sä listaat kolme parasta suositusta tai viisi projektia, joista tykkäämme, niin kyllä se ajaa niitä asiakkaita siihen suuntaan ja ne helposti menestyvät verrattuna sellaisiin projekteihin, jotka ei saa mitään julkisuutta. Joukkorahoituksen rakentamisessa ei ole kyse pelkästään sivujen, videon, tekstien teosta, vaan sitten se duuni vasta alkaa – miten sä markkinoit sitä ja miten sä saat rahoittajat löytämään itsensä sinne[projektin kampanja-sivuille] (Korvala, Active Ally)

Jos vaikutusvaltaa käytetään väärin niin rahoitusalueella voi olla suurikin merkitys sijoittajien rahoituspäätöksiin. Mutta alueen tulee olla täysin neutraali, mutta tuntuu että mainostamisella voitaisiin jo mennä FIVA:n sääntelemän toiminnan puolelle (Myötänen, Invesdor)

Joukkorahoitusalueella on myös tärkeä rooli informaation välittäjänä eri osapuolten välillä ja turvallisen toimintaympäristön luomisessa. Tiedon rahoitusprosessista tulee kulkea niin sijoittajille kuin myös yritykselle.

Me ei voida ottaa rahoitettavaksi ketä tahansa, täytyy tehdä kunnon alkutsekkaus hakijan taustoista. Ylipäätään me hoidetaan koko rahoitustapahtuma hyvin, niin että tieto kulkee molempiin suuntiin. Tietysti tulee tarjota kattavat tiedot yrityksestä sijoittajille mutta myös yritykselle, ettei esimerkiksi joku kilpailija osta kaikkia annissa olevia osakkeita, et tällaisen tiedon tulee valua yritykselle. Kyl mä nään että meillä on suuri vastuu tässä. (Myötänen, Invesdor)

Luvanvaraisuus herättää joukkorahoitusalueen edustajassa hieman ristiriitaisia tunteita. Toisaalta pelätään kahlitsevaa byrokratiaa ja sen mukanaan tuomia kustannuksia, mutta toisaalta toiminnan luvallisuus voisi karsia joukosta huonoja toimijoita pois ja edistää siten koko markkinan toimintaa

Joku kevyt rekisteröintiprosessi voisi toimia, mutta FIVA:n lupia ei tarvita silloin, kun toimitaan oikein. Eli ei myydä tai anneta sijoituspalveluita. Mutta totta kai me pelätään, että markkinoilla on toimijoita, jotka mustaavat koko alan maineen. (Myötänen, Invesdor)

Suhteellisen sääntelemättömänä, uutena ja tuntemattomana liiketoimintamuotona joukkorahoitus tarjoaa väylän myös epärehellisille ja rikollisille toimijoille kyseenalaiseen toimintaan. Joukkorahoitusalojen rooli rikollisen toiminnan tunnustajana ja estäjänä tuotiinkin asiantuntijoiden vastauksissa esiin.

Nyt kun mitään sääntelyä ei ole olemassa, niin mä lähtisin yleisen järjen mukaan siitä, että [alustalla] olisi vastuu dokumentoida että mitä siellä tapahtuu, säilyttää mitä on tapahtunut ja tunnistaa asiakkaat mitä siellä liikkuu. Valitettavasti en pysty tapauksia nimeltä mainitsemaan, mutta on olemassa viitteitä siitä, että alalle saattaa pyrkiä toimijoita, jotka pyrkivät käyttämään tätä vääriin tarkoituksiin – rahanpesu lienee riskeistä suurin (Vuola, Castrén & Snellman)

6.6 JOUKKORAHOITUS JA MUUT RAHOITUSMUODOT

Startup-yritykset harvoin saavat kaikkea tarvitsemaansa rahoitusta kerralla. Rahoitusta annetaan aina riittävästi seuraavan merkkipaalun saavuttamiseksi (Brealey et al., 2006), ja näin rahoituskierrokset seuraavat toisiaan. Yrityksen kehittyessä, sen rahoitusmahdollisuudet kasvavat (esim. Berger & Udell, 1998) ja yritystä tulee rahoittamaan erilaisia rahoittajia. Joukkorahoitetulle yritykselle on tärkeää, miten muut rahoitusmuodot suhtautuvat joukkorahoitukseen, kun se seuraavilla kierroksilla hakee myös muilta toimijoilta rahoitusta. Se, että yritys on saanut kuluttajilta rahaa idean toteuttamiseen, kertoo ainakin jonkinlaisesta kysynnästä yrityksen liikeidealle ja voi siten helpottaa muiden rahoittajien mukaan tuloa.

Jos puhutaan kuluttajille suunnatuista tuotteista tai palveluista, niin onnistunut joukkorahoitus tekee sen päätöksen helpommaksi sille sijoittajalle, jos se näkee, että jonkin näköinen sijoittajajoukko on jo tukenut sitä ajatusta. Perinteisesti se on joutunut tekemään sen arvion itse, että tykkäävätköhän kuluttajat tästä ideasta. Yksi muuttuja vähemmän siinä päätöksenteossa. (Korvala, Active Ally)

Asiat otetaan aina asioina, mutta tällaisen markkinavalidaation näkökulmasta, mä henkilökohtaisesti näkisin, että jos siellä on tämmöistä sijoittajajoukkoa taustalla, niin se on äärimmäisen positiivinen asia myös sille, että Tekes voisi rahoittaa sitä casea (Niskanen, Tekes)

Toisaalta, epämääräinen sijoittajajoukko huolettaa ammattimaisia sijoittajia, eikä suhtautuminen joukkorahoitettuun yritykseen – etenkin jos yrityksen hallinnossa on mukana

suuri joukko sijoittajia – ole aina positiivista. Etenkin bisnesenkeliä edustaja oli huolissaan sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen vaikutuksesta yrityksen omistuspohjaan.

Bisnesenkelit haluaa tietää kenen kanssa ne on tekemisissä. Enkelipiireissä koetaan selkeästi negatiiviseksi, jos joku firma on joukkorahoitettu, siihen ei oikein haluta lähteä, jos on vaihtoehtoja. (Oker-Blom, FiBAN)

Omistuspohjan kasvaessa, uusien ammattimaisten sijoittajien saaminen mukaan voi mennä vaikeaksi. Aika näyttää. (Korvala, Active Ally)

Rahoitusalan edustaja asettaa joukkorahoituksen aikaisempaan vaiheeseen kuin muut sijoitusmuodot ja siten se voisi kantaa yrityksen läpi epävarman alkuvaiheen, kunnes muut sijoittajat pystyvät tulemaan mukaan.

Joukkorahoitus on nimenomaan silta. Jos ajatellaan startup-yrityksiä, niin bisnesenkelit, VC:t ja muut, ne voi käännäyttää yrityksen ja sanoa että menkää vielä kasvamaan hetkeksi. Hyvä case, mut ei vielä. Joukkorahoituksen kautta tällainen yritys voisi rahoittaa kasvun ja seuraavilla rahoituskierröksillä se olisi valmis muiden toimijoiden rahoitettavaksi. - - Et tää on nimenomaan askel niille yrittäjille, kun muuten lähipiiristä rahoitusta ei saada, joka auttaa innovatiivisia yrityksiä että joku päivä ne pääsee sinne [myöhemmille rahoituskierröksille] (Myötänen, Invesdor)

6.7 JOUKKORAHOITUKSEN SÄÄNTELY JA VALVONTA

Joukkorahoitus on uusi taloudellinen ilmiö, jonka toimintamuodot eivät vielä ole lopullisessa muodossaan. Sääntelyn ja valvonnan osalta kiinnostus joukkorahoitusta kohtaan kasvaa, kun sen merkitys taloudellisen toiminnan mahdollistajana kasvaa. Koko joukkorahoitus ilmiö on syntynyt alhaalta ylöspäin ilman siihen kohdistettua sääntelyä.

Joukkorahoitushan on lähtenyt niin kuin alhaalta ylöspäin ja tämä ilmiö ei olisi voinut syntyä ja kasvaa, jos sille olisi alkuvaiheessa asetettu jokin lainsäädännöllinen kehikko. Eli se on ollut tällainen villi maaperä, jossa on ollut ikään kuin erilaisia kasveja joka suunnassa. Tämä on mahdollistanut sen, että nyt alkaa löytyä sellaiset standardi-tavat, että voidaan kategorisoida erityyppisiä joukkorahoitushankkeita, eri funktioita, erilaisia joukkorahoitusmuotoja. (Männistö, Kansanedustaja)

Joukkorahoituksen sääntely ja valvonta tasapainottelevat toisaalta keveän ja vapaan rahoitusmallin tarjoamisessa startup-yrityksille ja toisaalta sijoittajien suojelemisen välillä.

Selkeiden pelisääntöjen luomat toimivat joukkorahoitusmarkkinat ovat kaikkien asiantuntijoiden mieleen. Käytännön näkemyksissä on kuitenkin eroja, toisten halutessa mahdollisimman vapaat joukkorahoitusmarkkinat, kun taas toiset kaipaavat markkinoille sääntelyä osapuolien luottamuksen ja uskottavuuden takeeksi.

Toimivilla joukkorahoitusmarkkinoilla on yleisesti hyväksytyt ja noudatetut pelisäännöt, jotka suojaavat eri osapuolia ja antaa selvät asemat eri toimijoille, jotka sitten tietävät mitä tehdään, ja millä periaatteella. Kaiken sääntelyn lähtökohtana on löytää tällaiset toimivat pelisäännöt (Hirvi, FIVA)

[Sääntelyyn] on oikeastaan kaksi näkökantaa: yksi on, että kannattaako rajoittaa ja säätää lakeja ja rajoituksia, eli tavallaan mikromanageerata tätä alaa erilaisilla säädöksillä, markkinat toimivat ja yleensä vapaat markkinat tuottavat parhaan tuloksen. Toinen on sitten, se että miten suojataan piensijoittajia. (Oker-Blom FiBAN)

Mä en siitä valvonnasta kauheesti itse tykkää... Jollakin tavalla tällainen rikollinen toiminta pitää saada puihin mutta mun mielestä tulisi olla niin vähän valvontaa kuin mahdollista. Pidetään se vapaasti hengittävänä juttuna, hyvänä fiiliksenä. Mut väärinkäytökset täytyy saada estettyä ja kiinni. (Noronen, Tekes)

Jokaisen osapuolen vastuut tulisi selkeyttää. (Korvala, Active Ally)

Ihanteelliset pelisäännöt olisivat sellaiset, jotka eivät puutu tai rajoita tai sääntele liikaa, koska tää on mun mielestä toimintaa, jonka pitäisi mennä mahdollisimman tehokkaasti ja jouhevasti eteenpäin. Ihan jo kustannusten takia. Jos hirveän byrokraattiseksi mennään ja vaaditaan esim FIVA:n lupia, niin ne maksaa ihan törkeesti ja tää ala kuolis pois, meidät kuristettais. Meillä täytyy olla tarpeeksi selkeät pelisäännöt ja lakipykälät, jotka säätelee meidän toimintaa ettei tule mustamaalausta, tai et otetaan-rahat-ja-juostaan. Tässä on kuitenkin riskejä markkinoilla, mitä nimenomaan joukkorahoituspalveluita tarjoavat yritykset voivat tehdä. (Myötänen, Invesdor)

Tällä hetkellä joukkorahoitusta säädellään olemassa olevan lainsäädännön perusteella, mutta varsinaista nimenomaan joukkorahoitusta koskevaa sääntelyä ei vielä ole olemassa.

Joukkorahoitusta säädellään lähinnä perinteisen, tällä hetkellä voimassa olevan lainsäädännön kautta. Jotkut sanovat että se on riittävä ja että mitään uutta regulaatiota ei tarvita. Että uusi regulaatio saattaa olla rasitetta tälle koko ajatukselle, ettei toiminta olisi sen jälkeen niin hyvässä hapessa. Tää lainsäädäntö tässä taustalla on lähinnä rahankeräyslaki, sijoituspalvelulaki, luottolaitoslaki, maksulaki ja sitten rahanpesuun liittyvä lainsäädäntö ja kuluttajasuojalainsäädäntö, että kyllä tässä taustalla tätä lainsäädäntöä on. Mutta miten tämä uusi ilmiö sitten soveltuu ja minkälaisia tulkintoja tehdään kunkin toimijan osalta – se on sitten se

ongelma. Ja kun helposti mennään useamman lainsäädännön alueelle, niin kuka viranomainen on se, joka ajattelee tätä kokonaisvaltaisesti. (Hirvi, FIVA)

Suomalaisessa toimintaympäristössä lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus on törmännyt rahankeräyslain asettamiin haasteisiin, mikä asettaa paineita lainsäädännölle. Vastikkeeton rahankeräys on yritysten osalta Suomessa käytännössä katsoen kielletty.

Pelisääntöjen tulee mahdollistaa, että kaikki tietävät millaisesta toiminnasta on kyse. Että toiminta olisi sallittua eikä rikollista. Sellaiset pelisäännöt, jotka määrittelevät sen, minkä tyyppistä toiminta on, että onko se sijoitustoimintaa vai rahankeräyslain alaista toimintaa vai mitä se sitten on. Sääntöjen tulisi olla selkeät – tämä on ehkä se asia, joka eniten aiheuttaa sekaannusta (Niskanen, Tekes)

Rahaa on kerätty kautta aikojen erilaisiin tarkoituksiin, erilaisilla kanavoilla ja erilaisten toimijoiden toimesta. Ja rahankeräyslaki tuli aikanaan säätämään sitä toimintaa ja estämään väärinkäytöksiä. Nyt se on sitten osoittautunut eräällä tavalla kahlitsevaksi ja taas toisaalta ryhdikkääksi. Mutta tää toiminnan kirjo luo paineita erilaiselle lainsäädännölle. (Hirvi, FIVA)

Toisen joukkorahoituksen [palkkiomuotoisen] puolella mä pikemminkin vapauttaisin nykyistä lainsäädäntöä sen epäselvyyksistä, esim rahankeräyslain monitulkintaisuutta. Eli että sillä puolella mä en usko että tarvittaisiin näin vahvaa lainsäädäntöä (Männistö, Kansanedustaja)

Joukkorahoitetun yrityksen toimitusjohtaja peräinkin sääntelyn pikaista sopeuttamista vastaamaan uusien toimintamuotojen vaatimuksia.

Sääntelyä pitää hoitaa Suomessa ja sen pitää sopeutua nopeammin kuin nyt. Suomi on jäänyt jälkeen siinä lainsäädäntöpuolella, missä joukkorahoitus saattaa loukata rahankeräyslakia. Se estää projektien perustamista Suomessa ja vaikeuttaa projektien vetoa. Suomalaiset yritykset ei pysty keräämään niin paljon pääomaa, kuin ne pystyisi paremman lainsäädännön alaisuudessa. (Korvala, Active Ally)

Ylipäätään asiantuntijat suhtautuivat joukkorahoitusmarkkinoiden valvontaan positiivisesti, etenkin, jos se ei rasita startup-yrityksiä liikaa.

Jos valvonta ei hidasta, jos se antaa jotain hyvää ja jos sen avulla voidaan varmistaa, että kaikki toimivat oikein niin miksi ei, mielellään! Jos se rupeaa hidastamaan tai rajoittamaan, niin silloin se ei ole enää kaikkien etu. (Korvala, Active Ally)

Meillä on suuri vastuu tässä ja sen takia mun mielestä pitäisi olla Suomessa ja EU-tasolla sääntelyä tästä. Tässä voi tapahtua vaikka mitä jos ollaan vähän höveleitä (Myötänen, Invesdor)

Liiallinen sijoittajien suojeleminen ei herättänyt asiantuntijoissa kiinnostusta. Sijoittajien tulee saada tehdä sellaisia sijoituspäätöksiä kuin haluavat, eikä heidän oikeutta sijoittaa tule rajoittaa tai sitoa varallisuuteen, kuten Yhdysvalloissa on tehty. Mikäli joukkorahoituksen kautta sijoitettavia summia ruvetaan rajoittamaan sijoittajien suojelemiseksi, tulee ongelmaksi rajan vetäminen joukkorahoituksen ja muun sijoitustoiminnan välillä, sekä erilaisten sijoitustavasta riippuvien periaatteiden syntyminen rahoitusmarkkinoille.

Nyt on Suomessa sellainen lainsäädäntö, että kuka tahansa voi kutsua itseään bisnesenkeliä eikä meillä sielläkään suojella millään tavalla että mihin sä rahoitasi sijoitat ja se riski on sielläkin yhtäläillä, että tulee ylilyöntejä. (Oker-Blom, FiBAN)

Kukaan ei pakota ketään joukkorahoittamaan, ja aina voi mennä bisnesenkeliin roolissa tunkemaan niin paljon fyrkkaa kuin ikinä haluaa (Noronen, Tekes)

Mä en ylipäättään usko että ihmisten mahdollisuutta päättää omasta varallisuudestaan tulisi rajoittaa (Männistö, Kansanedustaja)

Alan toimijat ja sääntelyviranomaiset toivovat, että ala luo itse pelisääntönsä. Itsesäätelyn nähdään edistävän sijoittajien luottamusta koko rahoitusmuotoon ja siten palvelevan alan toimijoiden omaa etua.

Hienointa olisi, jos alalla toimivat itse luovat nämä säännöt ja meillä on todella tarkat omat sisäiset säännöt mitä täytyy noudattaa. Nimenomaan sen takia, että me halutaan varmistua siitä, ettei kukaan voi tulla jälkikäteen sanomaan että teidän olisi pitänyt tietää... Meidän pitää tietää. (Myötänen, Invesdor)

Alan kannattaisi itse alkaa vaatimaan, tai ainakin suosimaan, tiettyjä laatustandardeja, akreditoimista, sertifikaatteja ja toimintamalleja – jo sen takia, että se turvaa parhaan kasvunäkymän koko joukkorahoitusalueelle (Männistö, Kansanedustaja)

Me itse asiassa suositellaankin, että alan toimijat saisivat tällaisen itsesäätelyn laadittua ja sitten siihen viranomaiset voisi osaltaan osallistua, sen itsesäätelyn sisällön rakentamiseen kommentoimalla ja lisäämällä mahdollisesti lainsäädännöllistä aspektia. Se olisi kaikkein nopeimmin saatavilla regulaation sisälle. Jos vielä olisi tällainen oma järjestetty kurinpitomenettely, asianajajaliiton tapaan. Joku yhdistys, joka sitten joukkorahoituksen osalta pitäisi tällaista hyvien menettelytapojen seuranta. Silloin se saataisi hyvin toimia itsesäätelyn kautta ja sen tulokset saattaisivat olla hyviä. Tietysti tämä olisi täysin vapaaehtoisuuden pohjalta, lakihan ei siihen tällä hetkellä velvoita. Sitten jos laitetaan vielä viranomaiset siihen rinnalle, niin se voi katsoa jotain yleisiä puitteita ja katsoa minkälaisia tietoja osapuolet vaihtavat ja millä edellytyksillä minkäkinlaisia sopimuksia tehdään. (Hirvi, FIVA)

Tässä vaiheessa, missä nyt mennään, niin alan itsesääntely ja serifiointi-tyyppinen järjestely voisi toimia. (Vuola, Castrén & Snellman)

Useat toimijat näkevät, että joukkorahoitusalueet ovat sääntelyn keskiössä, sillä sääntelyn rasitukset voivat olla startup-yritykselle liikaa ja toisaalta sijoittajien luokittelu nähdään negatiivisessa valossa.

Sääntely varmaankin tulisi kohdistaa juuri rahoitusalueisiin. Me ollaan kuitenkin se liiketoiminta tässä. Ja muut joukkorahoituksen osapuolet ovat meidän asiakkaita. (Myötänen, Invesdor)

Olisiko ratkaisu enemmänkin se, että ohjattaisiin joukkorahoitusalueiden toimintaa ennemmin kuin yksittäisten yritysten (Oker-Blom, FiBAN)

Alustojen rooli on että vähintäänkin katsoo, ettei mitään huijareita pääse toimimaan. Jonkin näköinen tsekki. Sijoittajien toimintaa ei tule rajoittaa, sittenhän pitäisi varmaan olla kaupassakin joku varmistamassa, että kannattaako sun ostaa tota! (Korvala, Active Ally)

Rahoitusalueiden toiminnan tulisi olla vähintäänkin ilmoituksen varaista. Maksupuolella toimitaan siten, että jos on alle tietyn transaktiomäärän, niin menee ilmoituksella ja kun se ylittyy, niin sitten tarvitaan lupa – ja sama voisi toimia joukkorahoituksessa (Vuola, Castrén & Snellman)

Markkina-alueelle voitaisiin asettaa tietyt minimivelvollisuudet. Eli esimerkiksi tämä koskisi erityisesti jos tarjottaisiin sijoitettavaksi jotain hanketta, oli se sitten oman pääoman ehtoista, vieraan pääoman ehtoista tai jokin hybridi. Mutta jos on kyse sijoitustoiminnasta eikä kaupasta, niin silloin pitäisi velvoittaa että kohteesta kerrottaisiin tietyt tiedot niin, että velvollisuus tietojen kertomiseen olisi tällä rahoituksen hakijalla. Mutta velvoitettaisiin myös tämä joukkorahoituspalvelu esittämään nämä tiedot tietyssä standardimuodossa. (Männistö, Kansanedustaja)

6.8 JOUKKORAHOTUKSEN TULEVAISUUS

Joukkorahoitus on tullut jäädäkseen Suomeen. Asiantuntijat näkevät joukkorahoituksen taloudellisen toimeliaisuuden luonnollisena kehitysaskeleena, joka on syntynyt maailmalla tietoverkkojen kehityksen seurauksena ja tullut kansainvälisten tuulien myötä myös Suomeen. Ilmiö on kuitenkin vielä varsin tuore ja hakee muotoansa niin viranomaisten sääntelyn suhteen kuin alan omienkin toimintamuotojen puolesta. FiBANin Jan Oker-Blom tuo esille,

ettei joukkorahoitus ole ainoa uusi kansainvälinen talouden toimintamuoto, joka tänne on tullut ja vertasi joukkorahoituksen rantautumista FiBANin rantautumiseen:

Kyllä se [joukkorahoitus] on varmaan tullut jäädäkseen. Tämähän on kuin FiBAN - tulee jenkeistä, uusia tuulia. Internet aikaa, sosiaalista yhdessä tekemistä, verkon kautta tapahtuvaa sijoittamista ja transaktioita. En usko että on mitenkään ohimenevä ilmiö. (Oker-Blom, FiBAN)

Näen joukkorahoituksen tulevaisuuden erittäin valoisana, kunhan me saadaan nimenomaan tämä sääntely kuntoon, ettei tule mätiä omenoita. Jo nyt nähdään markkinoilla, että tämä vuosi tulee olemaan huiman kasvun vuosi. Briteissä on menty seed-vaiheen rahoituksessa bisnesenkeleiden ja VC:n ohi. (Myötänen, Invesdor)

Maailman tulevaisuutta on hankala ennustaa ja sen takia siitä kannattaa yleensä pidättäytyä. Mutta jos nyt mennyt kehitys on tae tulevasta, niin kyllä mä näen että tää on yksi sellainen potentiaalinen kasvusektori, joka paitsi muuttaa meidän kulttuuria ja sitä miten me toimitaan ihmisinä, niin on myös yksi tärkeä lisä siihen yritysrahoituksen potentiaalisten lähteiden joukkoon. Tämä on tervetullut lisä ja näen ja uskon että tämä kasvaa. (Männistö, Kansanedustaja)

Näkemykset joukkorahoituksen vaikuttavuudesta jakautuvat kuitenkin kahtaalle: toiset näkevät joukkorahoituksesta mullistavana taloudellisen toimintatapojen uudistuksena kun taas toiset näkevät sen yhtenä rahoitusmuotona muiden joukossa.

Toimimalla joukkorahoituksen eturintamassa Suomi voi saada kansallista etua. Tähän kannattaa suhtautua Suomessa vakavammin kuin jossain muualla. Mutta en mä näe, että tää tulee muutamaaan maailmaa juuri nyt tai että tämä tulisi korvaamaan jotain olemassa olevaa. (Männistö, Kansanedustaja)

Kyllä mä uskon että tää jää omalla tavalla elämään ja sillä on oma roolinsa. Mut ei se tuu mitenkään mullistamaan [startup-yritysten rahoitusta]. Sillä on oma roolinsa siellä alkupäässä. Voi olla että tulee isojakin caseja, mutta painopiste on siellä alkupäässä (Noronen, Tekes)

Kyllä isompiakin projekteja voidaan rahoittaa joukkorahoituksella, kyllähän niitä on ollut ja ne on menestynyt ihan kivasti. Tää vois toimia myös joihinkin valtaviin yleistä kiinnostusta nauttiviin projekteihin - haluatko lähteä kuuhun? Haha! Asiallisemmin joukkorahoitus voisi olla osa tuotekehitysprosessia, eli jos lanseeraat jotain tuotetta, niin se olis ensimmäinen kanava saada tukea, et saatais heti lähtötilanteessa ne vastaukset mitä tarvitaan. (Korvala, Active Ally)

Tunnelmat rahoituskentällä ovat joukkorahoituksen suhteen hyvin odottavat: toimijat näkevät joukkorahoituksen ottavan vielä ensi askeliaan ja tulevaisuudessa sen toiminta tulee

muuttumaan sääntelyn ja toimintatapojen muutoksen seurauksena. Muutoksia joukkorahoituksen toimintamalleihin saattaa tulla myös Euroopan Unionin tasolta.

Aina kun tulee jotain tällaisia uusia trendejä, pitää opetella pikkuhiljaa että mitkä ovat ne firmat, jotka sopivat tähän, mitkä ovat ne alustat, jotka tekevät tämän välittämisen hyvin, ja sijoittajat – ymmärtävätkö he mitä ovat tekemässä ja missä laajuudessa. Ja mikä sitten se viranomaisten rooli siinä on. Kun nämä ovat kartalla, niin kaikki menee hyvin. (Oker-Blom, FiBAN)

Nyt ollaan vasta ensimmäisillä askelmilla. Joukkorahoitus etsii sitä säänneltyä ja vakiintunutta muotoa vielä. Tässä vaiheessa siihen liittyy vielä paljon eurooppalaisia virtauksia: eurooppalaiset viranomaiset suhtautuvat siihen erilailla - eurooppalaiset lainsäädäntöhankkeet on vähän niin kuin useammassa maassa tehty eri suuntaan. EU on vasta järjestymässä tässä asiassa ja Suomihan on sitten siinä mukana yhtenä osana kokonaisuutta (Hirvi, FIVA)

Osa haastatelluista pelkää, että joukkorahoituksen toimintaa ohjaavien eurooppalaisten virtausten konkretisoitumisessa kestävän liian kauan – toimintamuodot tulisi saada selkeämmiksi nopeasti ja mikäli EU:n tasolla asioita ruvetaan hoitamaan, siinä kestää kauemmin kuin kansallisesti sovittaessa:

Eurooppa kuulostaa pahalta, siinä kestää niin kauan että saadaan sellainen [Euroopan laajuinen toiminta] pystyyn. Mutta se olisi hieno ajatus, jos toimisi kansainvälisesti. (Noronen, 2014)

Tulevaisuuden kuvat joukkorahoituksesta eivät ole asiantuntijoiden keskuudessa pelkästään ruusuiset. Huolta herättää erityisesti piensijoittajien altistuminen riskeille, joihin he eivät ole aikaisemmin tottuneet tai joita he eivät välttämättä osaa ottaa huomioon.

Kauhuskenaario on että nyt ne, jotka ovat sijoittaneet – ja jos ovat sijoittaneet yli varojensa – odottavat sitä emissiota tai osinkoja ja mahdollisia lisäemissioita ja mitä heille sitten on suullisesti luvattu, mitä ei tiedä kuin osapuolet keskenään, niin riidan aiheita ja syyn saa helposti (Hirvi, FIVA)

Mä olen ihan varma, että tullaan lähitulevaisuudessa näkemään nyhkytarinoita, joissa joku ei-tietoinen tai ei-osaava piensäästäjä on mennyt mukaan joukkorahoituksen kautta yhteen tai useampaan startuppiin, joista ei ole tullut mitään ja kaikki rahat ovat menneet. Olen ihan varma että näitä tulee, ja tulee jopa sellaisia, joissa ei ole kyse pelkästään epäonnistumisesta vaan jopa suoranaisestä huijauksesta. Toisaalta, voi sanoa että epärehellisyyttä on kaikilla aloilla. (Oker-Blom, FiBAN)

Mikäli sijoittajat saavat joukkorahoitusmarkkinoilla huonoja kokemuksia, uskotaan tämän näkyvän markkinoiden koossa. Tähän mennessä joukkorahoitus on julkisuudessa koettu pääasiassa positiivisena ilmiönä, mutta pitkälti mielikuvien ja ei-rahallisten arvojen ohjaamat sijoittajat saattavat hylätä joukkorahoituksen, mikäli sen maine mustuu.

Jos on yhteisiä nimittäjiä [negatiivisissa kokemuksissa], mitä useimmat henkilöistä ovat kokeneet, niin silloin voi syntyä joukkorahoituksen vastareaktio. Kun yksikin pettynyt sijoittaja levittää tehokkaasti sitä sanomaa sadalle kaverilleen, niin kyllähän sellainen asenneilmasto muuttuu ja tulee kriittisemmäksi, mikä sitten jalostaa tätä toimintaa. Sieltä nousee ne, jotka menettelytavoiltaan ja muuten ovat paremmassa asemassa kuin epäonnistuneet ”rikollisen leiman” saaneet. Kaikkeen sijoittamiseen liittyy mielikuvat ja luottamus – ja luottamuksen voi menettää vain kerran ja se on itse asiassa hyvin herkkä asia. (Hirvi, FIVA)

Näen jonkun suuren puhalluksen suurimpana yksittäisenä bisnesriskinä koko toimialalle (Vuola, Castrén & Snellman)

Toisaalta, viranomaisten kiinnostus joukkorahoitusta kohtaan on kasvanut ja heidän pyrkimyksissään on kehittää joukkorahoituksen pelisääntöjä kauhuskenaarioiden estämiseksi

Ministeriöiden ja viranomaisten peruskartoitus on tehty ja sen pohjalta on nyt jatkokehittelyt meneillään. Ja mahdollisesti nämä komission näkemykset vielä keväällä – odotamme lain tulkitsijana ja soveltajana mitä tuleman pitää (Hirvi, FIVA)

6.9 YLEINEN NÄKEMYS JOUKKORAHOITUKSESTA

Edellisissä alaluvuissa esiteltiin erilaisia näkökulmia ja mielipiteitä, joita startup-yrityksiä rahoittavasta toimintakentästä on löydettävissä. Vaikka näkemyksiä ja mielipiteitä on monia, niin jotkut näkemyksistä ovat kaikkien toimijoiden kesken yleisemmin hyväksytyjä kuin toiset. Tässä kappaleessa esitellään näitä vallitsevia käsityksiä, jotka nousivat haastatteluissa eniten esille. Yleisen mielipiteen selvittämiseksi asiantuntijoiden näkökulmat pisteytettiin tutkimusmetodi-kappaleessa esitetyllä tavalla ja jaettiin haastateltavien lukumäärällä – samaan tapaan kuin Galton (1907) ja Surowiecki (2004) toimivat joukon mielipiteen esiin saamiseksi.

Taulukossa on esitetty yleisimmät näkökulmat, joita haastateltavat ovat ottaneet esille teemahaastattelujen aikana. Mitä lähempänä keskiarvo on 1:tä, tai -1:tä, sitä vahvemmin näkökulmaa kannatetaan tai vastustetaan haastatelluiden asiantuntijoiden keskuudessa.

Nro	Teema	Näkökulma	Yht.	Ka.
1	Rahoitusympäristö	Startupit ovat riskisijoitus	7	1,00
1	Rahoitusympäristö	Toteutuskelpoisia ideoita jää rahoittamatta	7	1,00
1	Rahoitusympäristö	Joukkorahoituksella voidaan parantaa yritysten kasvurahoitusta	7	1,00
1	Rahoitusympäristö	Startup-ympäristö on kehittynyt positiivisesti	3	0,43
1	Rahoitusympäristö	Joukkorahoitusta saa nopeasti	3	0,43
2	Joukon toiminta	Joukkorahoittajilla muitakin motivaatioita kuin tuotto tai tuote	7	1,00
2	Joukon toiminta	Joukkorahoittajat eivät osaa arvottaa startup-yrityksiä	7	1,00
2	Joukon toiminta	Joukon päätöksenteko seuraa laumakäyttäytymistä	6	0,86
2	Joukon toiminta	Sijoitussummat ovat pieniä	6	0,86
2	Joukon toiminta	Joukkorahoituksen kautta yrittäjä saa korkeamman valuaation	4	0,57
2	Joukon toiminta	Joukkorahoitus tarjoaa ei-taloudellisia hyötyjä yritykselle	2	0,29
2	Joukon toiminta	Joukkorahoituksen tehostaa resurssien allokaatiota	-2	-0,29
3	Omistus ja kontrolli	Ankkurisijoittaja on ratkaisu agenttiongelmien	7	1,00
3	Omistus ja kontrolli	Joukkorahoittajilla tulee olla sanavaltaa yrityksessä	4	0,57
4	Informaatio	Liikesalaisuudet luovat ongelmia joukkorahoitukseen	2	0,29
5	Alustan rooli	Valvonta tulisi keskittää alustaan	5	0,71
5	Alustan rooli	Joukkorahoituslupalla on vaikutus mitä projektia rahoitetaan	3	0,43
5	Alustan rooli	Rahoituslupana toimimisen tulisi olla luvanvaraista	3	0,43
5	Alustan rooli	Pirstallinen joukkorahoitusmarkkina on hyvä asia	2	0,29
6	Muut rahoitusmuodot	Joukkorahoitus toimii hyvin muiden rahoitusmuotojen kanssa	1	0,14
7	Pelissäännöt	Rahoittajia ei tule säädellä tai rajoittaa	6	0,86
7	Pelissäännöt	Toimialan sääntelyä tulisi kehittää	5	0,71
7	Pelissäännöt	Itsesääntely olisi hyvä tapa sääntelyn järjestämiseksi	5	0,71
8	Tulevaisuus	Joukkorahoitus on tullut jäädäkseen	7	1,00
8	Tulevaisuus	Huonot caset voivat pilata alan kehityksen	2	0,29
8	Tulevaisuus	Joukkorahoitus leviää muuhunkin kuin siemenrahoitukseen	1	0,14

Taulukko 4: Tutkimushaastattelussa yleisimmin nousseet näkökulmat kannatuksineen

Asiantuntijoilla on hyvin yhtenäinen näkemys startup-yritysten rahoitusympäristöstä ja sen realiteeteista. Kaikki asiantuntijat ovat yhtä mieltä pääoman niukkuudesta startup-yritysten rahoitusmarkkinoilla – hyviä liikeideoita jää toteuttamatta niukan rahoituksen takia. Yhtä lailla kaikki asiantuntijat olivat samaa mieltä siitä, että joukkorahoitus uutena rahoitusmuotona voi tuoda lisää pääomaa startup-yritysten rahoitusmarkkinoille ja siten helpottaa nuorten kasvuyritysten rahoitusta. Niinpä ei ole ihme, että kaikki asiantuntijat uskoivat joukkorahoituksen tulleen startup-yritysten rahoituskenttään pysyvästi.

Mielenkiintoinen huomio asiantuntijoiden näkemyksistä on, että he yksimielisesti epäilevät joukkorahoittajien kykyä arvioida startup-yrityksiä sijoituskohteina ja samalla näkevät nämä sijoituskohteet erittäin riskisinä sijoituksina. Tällä voi olla merkittäviä vaikutuksia joukkorahoittajien saamiin tuottoihin sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa – etenkin jos rahoittajat eivät saa vahtikoiraan ja etujensa puolustajaksi valveutunutta ankkurisijoittajaa. Toisaalta, kaikkien haastatelluiden mielestä taloudellinen tuotto tai oston kohteena oleva tuote ei ole joukkorahoittajien ainoa motivaatio yrityksen rahoitukseen osallistumiselle – taustalla on myös muita motivaatiotekijöitä, kuten asian tukeminen, mukana olemisen tunne tai minäkuvan rakentaminen.

Suuri osa, joskaan ei kaikki, asiantuntijoista näkee sijoitussummien pysyvän joukkorahoituksessa pienenä. Tämä luonnollisesti sijoitusten ja ostopäätösten transaktiokustannuksia suhteessa sijoitussummaan korkeiksi, jolloin rationaalinen sijoitusvaihtoehtojen läpikäyminen ja sijoituskohteiden arvioiminen ei välttämättä ole kustannus-hyöty suhteeltaan kannattavaa toimintaa. Näin ollen ei ole ihme, että valtaosa asiantuntijoista uskoi joukkorahoituspäätösten syntyvän pikemminkin laumakäyttäytymisen kuin yksilöllisen puntaroinnin seurauksena.

Myös sääntelyn järjestämisen osalta tutkimusaineiston analysointi osoittaa yksimielisyyttä haastatelluiden keskuudessa. Yleisen näkemyksen mukaan sijoittajien vapautta päättää omasta varallisuudestaan ei tulisi rajoittaa ja sääntely tulisikin hoitaa ensisijaisesti alan itsesääntelyn ja rahoitusalojen valvonnan kautta. Siitä millaista sääntelyn tarkalleen tulisi olla, ei ole yksimielisyyttä. Sääntelyä kuitenkin kaivataan ja sen kehittäminen on yleisesti toivottua.

7. ANALYYSI JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Edellisessä kappaleessa esiteltiin tämän tutkimuksen tulokset ja keskeiset havainnot. Havainnot esiteltiin kaksivaiheisesti: ensin kuvailtiin tutkimushaastatteluissa esille nousutta näkökulmien ja mielipiteiden kirjoa kappaleissa 6.1–6.8, jonka jälkeen kappaleessa 6.9 käsiteltiin asiantuntijoiden näkemyksiä yhtenä joukkona ja etsittiin yleisimmin esille nousevia näkemyksiä joukkorahoituksesta ja sen toiminnasta. Tässä analyysi ja johtopäätökset - kappaleessa kiteytetään edellisessä kappaleessa esitettyjä tuloksia ja vastataan tutkimuksen tutkimuskysymyksiin.

Alaluvussa 7.1 tiivistetään tutkimustulokset ja vastataan niiden valossa tutkimuksen tutkimuskysymyksiin. Viitekehikkona tutkimuskysymysten käsittelyssä käytetään samaa Lehnerin (2013) teoreettista mallia, jonka perusteella tutkimushaastattelutkin toteutettiin. Alaluvussa 7.2 pohditaan joukkorahoituksen vaikutusta taloudelliseen toimintaan tutkimustulosten johdattamana – tutkimusaineistosta nousseiden joukkorahoituksen erityispiirteiden vaikutusta pyritään selittämään startup-yritysten rahoituksessa.

7.1 JOUKKORAHOITUS RAHOITUSMUOTONA

Joukkorahoituksen käsitteleminen yhtenäisenä rahoitusmuotona on hyvin harhaanjohtavaa. Todellisuudessa joukkorahoituksella tarkoitetaan hyvin monenlaista taloudellista toimintaa tuotteiden ennakkomyynnistä aina yrityksen omistuspohjaa muuttavaan osakkeiden liikkeellelaskuun.

Suurista eroista huolimatta erilaisilla joukkorahoitusmuodoilla on kuitenkin enemmän yhteistä kuin ensi näkemältä saattaisi kuvitella. Rahoituksen dynamiikka ja toimintalogiikka on kaikissa joukkorahoitusmuodoissa hyvin samanlainen: yritys kääntyy suuren yleisön puoleen rahoitustarpeensa tyydyttämiseksi sosiaalista mediaa hyväksi käyttäen (Belleflamme et al. 2013). Niinpä Lehnerin (2013) esittämä joukkorahoituksen dynamiikkaa kuvaava teoreettinen kehys yhdistää kaikkia joukkorahoitusmuotoja – hieman eri painotuksin tosin, riippuen joukkorahoitusmuodosta.

Joukkorahoituksen ymmärtämiseksi on hyvä vastata tämän tutkimuksen alakysymyksiin: mitä erityispiirteitä joukkorahoituksessa on verrattuna muihin startup-yrityksen rahoitusmuotoihin ja miten suomalaiset startup-yritysten rahoituksen parissa toimivat asiantuntijat näkevät joukkorahoituksen? Näihin alakysymyksiin on hyvä vastata Lehnerin (2013) mallin avulla, joka mukailtuna esitettiin aikaisemmin tutkimusmetodi-kappaleessa.

Joukon osallistumismotivaatiot ja toiminta

Joukkorahoitus poikkeaa muista rahoitusmuodoista joukon toiminnan ja päätöksenteon osalta. Kun pohditaan joukkorahoittajien utiliteettifunktioita (Neumann & Morgenstern, 1953), voidaan huomata, että haastatteluiden asiantuntijoiden näkemyksen perusteella merkittävässä osassa sijoituspäätösten taustalla on ei-taloudellisia motivaatiotekijöitä. Lahjumuotoisessa ja palkkiomuotoisessa joukkorahoituksessa taloudellisen voiton ulottuvuutta ei ole ollenkaan ja sijoitus- ja lainamuotoisessakin joukkorahoituksessa taloudellinen voitto on vain osatekijä sijoituspäätöksen taustalla.

Määritelmänsä mukaisesti (Belleflamme et al. 2013) joukkorahoituksessa yritys turvautuu suureen määrään pieniä sijoituksia rahoitustarpeensa tyydyttämiseksi. Näin ollen joukkorahoituksen kautta sijoitettavat summat ovat suhteellisen pieniä – niin kuin asiantuntijatkin asian esittivät. Tämän seurauksena rationaalisen sijoituspäätöksen tueksi hankittavan informaation kustannus suhteessa sijoitettavaan summaan nousee korkeaksi. Näin ollen ei ole ihme, että asiantuntijat näkivät joukon toiminnassa laumakäyttäytymisen piirteitä (Banerjee, 1992). Samat informaatioon hankintaan liittyvät ongelmat koskevat kaikkia eri joukkorahoitusmuotoja, mutta ne korostuvat erityisesti laina- ja sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa, jossa joukkorahoittajan tulee analysoida yrityksen lainapapereiden tai osakkeiden arvoa – tehtävä, joka on monille ammattimaisillekin sijoittajille vaikea suorittaa.

Omistuksen ja kontrollin eriytyminen

Haastattelujen perusteella voidaan esittää, että joukkorahoituksen kautta on mahdollista luoda yrittäjän näkökulmasta varsin houkuttelevia omistusrakennelmia, joiden kautta joukkorahoittajien sanavalta yrityksessä on varsin pieni. Tämä tosin on omiaan korostamaan joukkorahoitettujen yritysten agenttiongelmia (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989).

Joukkorahoittajien heikot vaikutusmahdollisuudet joukkorahoitetuissa yrityksissä koskee kaikkia joukkorahoitusmuotoja – tosin lahjoitus-, palkkio- ja lainamuotoisessa

joukkorahoituksessa ongelma korostuu, kun rahoittajilla ei ole edes osakeomistuksen tarjoamaa teoreettista äänivaltaa yrityksen hallinnointiin.

Agenttiongelmien ratkaisemiseksi sijoituspohjaisissa joukkorahoitusmuodoissa suuri osa asiantuntijoista esitti ankkurisijoittajien mukana oloa vastaavilla ehdoilla kuin joukkorahoittajatkin. Hajanaisen joukkorahoittaja-joukon mahdollisuuksia osallistua yrityksen hallinnointiin ja sijoituksensa monitorointiin pidettiin mahdollisena, joskin haastavana toteuttaa käytännössä.

Informaation epäsymmetria

Joukkorahoituksessa korostuu informaation epäsymmetria, sillä edellä mainituista informaation hankinnan kustannuksista johtuen, ei joukkorahoittajien välttämättä kannata hankkia tarvittavaa informaatiota rahoituspäätöksen tueksi. Tämä on omiaan ruokkimaan epätasaisesti jakautunutta informaatiota ja siitä kumpuavia ongelmia (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989)

Joukkorahoitus poikkeaa muista startup-yrityksen rahoitusmuodoista mahdollisen sijoittajaviestinnän osalta: joukkorahoittajille ei välttämättä ole mahdollista kertoa samanlaisia tietoja kuin pienemmälle joukolle ammattimaisia sijoittajia. Näin ollen, mikäli yrityksen arvonmääritys, luottokelpoisuus tai tuotteen arvo perustuvat tällaiseen arkaluontoiseen informaatioon, voi joukkorahoituksen saaminen olla hankalaa – tai ainakin ylimääräisen vaivan takana.

Informaatioon liittyvät ongelmat koskettavat osittain kaikkia joukkorahoitusmuotoja ja korostuvat erityisesti lahjoitus-, laina- ja sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa, joissa rahoituskohteen arviointi voi olla haastavaa ja työlästä. Olettaa saattaa, että joukkorahoittajat osaavat paremmin arvioida palkkiomuotoisen joukkorahoituksen kautta hankittavia tuotteita – tosin mikäli rahoitusta haetaan tuotteen kehitykseen, tulisi joukkorahoittajien kyetä arvioimaan yrityksen kykyä pitää lupauksensa.

Joukkorahoituslustan rooli

Asiantuntijat näkivät joukkorahoituslustan vaikutusvallan joukkorahoittajien päätöksentekoon suhteellisen korkeana. Tämä sopii aikaisempiin teorioihin laumakäyttäytymisestä (Banerjee, 1992) ja rajoitetusta rationaalisuudesta (Simon, 1972). Kun

päätöksiä tehdään seuraillen muiden aikaisemmin tekemiä päätöksiä ja tyydytään ”tarpeeksi hyvään” vaihtoehtoon voi rahoitusalueeseen esiin nostamat sijoituskohteet saada helpommin rahoitusta kuin muut rahoituskohteet. Tämä joukon kollektiivista päätöksentekoa (Galton, 1907; Surowiecki, 2004) heikentävä ilmiö vaikuttaa yhtä lailla kaikkiin joukkorahoitusmuotoihin ja voi heikentää joukon tekemää taloudellisten resurssien allokointipäätöstä.

Kun joukon päätöksentekoa rahoitusalueella analysoidaan Surowieckin (2004) esittämien joukkojen viisauden reunaehtojen näkökulmasta, voidaan joukkojen viisauden toteutumisen jäävän joukkorahoituksessa hieman vaillinaiseksi. Surowiecki esittää joukon viisauden edellytyksiksi monimuotoisuuden, itsenäisyyden ja hajautuneisuuden, jotka nykymuotoisessa joukkorahoituksessa eivät pääse täysin toteutumaan sillä sijoittajat eivät toimi täysin itsenäisesti saadessaan toisiltaan signaaleja jo tehtyjen sijoitusten muodossa (Banerjee, 1992). Myöskin ei-taloudelliset motivaatiotekijät voivat yhdistää samankaltaisia joukkorahoittajia projektien taakse, jolloin joukon monimuotoisuus kärsii. Toisaalta, hajanainen, pelkästään verkon yhdistämä rahoittajajoukko on lähtökohtaisesti suhteellisen monimuotoinen, itsenäinen ja hajautunut

Joukkorahoitus ja muut rahoitusmuodot

Joukkorahoituksen luonnollinen asema yrityksen rahoituskaareissa on asiantuntijoiden mukaan siemenrahoituksessa (Berger & Udell, 1998). Tutkimushaastatteluiden perusteella voidaan esittää muiden rahoittajien suhtautuvan hieman epäilevästi joukkorahoitukseen. Nähtäväksi jää, kuinka joukkorahoitus nivoutuu yhteen muiden rahoitusmuotojen kanssa. Voi olla, että ammattimaisten sijoittajien nihkeä suhtautuminen joukkorahoitukseen johtuu sen uutuudesta ja tulevaisuudessa ammattimaiset sijoittajat löytävät luontevia yhteistyömahdollisuuksia joukkorahoitettujen yritysten kehittämiseksi. Toisaalta, voi olla että omistuksen hajanaisuudesta kumpuavat ongelmat ovat joillekin sijoittajaryhmille ylitysepääsemättömiä. Nämä ongelmat koskevat lähinnä sijoitusmuotoista joukkorahoitusta – muissa joukkorahoitusmuodoissa omistuspohjaan ei tule muutoksia ja se pysyykin keskitetympänä.

Joukkorahoituksen pelisäännöt

Joukkorahoitus poikkeaa tällä hetkellä muista rahoitusmuodoista sääntelyn osalta. Joukkorahoitusta ei vielä liiemmin säädellä tai valota – sääntely perustuu olemassa olevaan

lainsäädäntöön, jota ei ole laadittu joukkorahoitusta silmälläpitäen. Tutkimushaastattelujen perusteella voidaan esittää suuren osan toimijoista kaipaavan alalle lisää sääntelyä - mieluiten itsesääntelyn muodossa. Kehittynyt sääntely nähdään joukkorahoitusmarkkinoiden uskottavuuden ja siten houkuttelevuuden kannalta tärkeänä. Nämä tutkimustulokset ovat samansuuntaisia valtionvarainministeriön tekemän tutkimuksen kanssa (VVM, 2014).

7.2 JOUKKORAHOITUKSEN VAIKUTUS TALOUDELLISEEN TOMINTAAN

Kuvailevana esitutkimuksena tämän tutkimuksen suurin anti on joukkorahoitusilmiön esittelyssä ja erittelyssä sekä eri toimijoiden suhtautumisen kuvailemisessa. Pitkälle menevien teoreettisten johtopäätösten tekeminen tämän tutkimuksen kuvailevasta aineistosta on haastavaa ja yleisiä lainalaisuuksia on varmuudella mahdotonta vielä esittää. Tutkimusongelma kaipaakin kipeästi tarkempaa ja pidemmälle menevää tutkimusta. Haastatteluaineistosta voidaan kuitenkin nostaa esille niitä näkökulmia, joista asiantuntijat ovat suurelta osin yhtä mieltä ja pohtia niiden vaikutusta startup-yritysten rahoitusmarkkinoihin.

Kaikkien asiantuntijoiden mielestä joukkorahoittajia motivoi taloudellisen tuoton tai hankittavan tuotteen lisäksi ei-taloudelliset tekijät. Seuraavassa onkin esitettyä alustavia päätelmiä näiden ei-taloudellisten motivaatiotekijöiden vaikutuksesta startup-yritysten rahoitukseen.

Asiantuntijoiden haastatteluissa nousi startup-yritysten rahoitusmarkkinoilla vallitseva perustavaa laatua oleva ongelma, joka ei ole helposti ratkaistavissa: yrittäjän ja ulkopuolisen rahoittajan näkemykset yrityksen – tai sen liikkeelle laskeman arvopaperin – arvosta eivät aina kohtaa. Yrittäjällä tulee olla vankka usko omaan projektiinsa ja sen onnistumiseen - hänellä on usein kaikki pelissä omassa yrityksessään – ja näin ollen yrittäjän valuaatio omasta yrityksestään tai sen liikkeelle laskemien arvopapereiden arvo heijastelee tätä uskoa.

Ulkopuoliset rahoittajat puolestaan tiedostavat uusiin yrityksiin liittyvät riskit ja näin ollen he laskevatkin sijoituskohteiden odotusarvon alhaisella kertoimella sen potentiaalisesta arvosta. Näistä eri lähtökohdista – yrittäjä uskoo vankkumattomasti omaan liike-ideaansa ja rahoittajat

tiedostavat vain harvojen yritysten tuottavan voittoa – tehtävät valuaatiot ovat syntyjään epätasapainossa yrittäjän ja rahoittajan välillä.

Joukkorahoitus voi osaltaan tasata tätä epätasapainoa tarjoamalla yrittäjälle väylän hankkia parempi valuaatio yrityksestään tai mahdollisuus rahoittaa toiminta tuotteen ennakkomyynnillä. Tuotepohjaisessa joukkorahoituksessa yritys ja sijoittajat voivat ohittaa koko valuaation ja tuottovaatimuksen problematiikan rahoittamalla toimintansa tuotteiden ennakkomyynnin avulla. Sijoitusmuotoisessa ja lainamuotoisessa joukkorahoituksessa puolestaan joukkorahoittajat voivat arvostaa yrityksen tai sen lainapapereiden arvon lähemmäksi yrittäjän näkemystä. Joukkorahoittajien ensisijaisena motivaationahan ei välttämättä ole taloudelliset seikat, joten sijoitus- ja lainamuotoisessa joukkorahoituksessa heidän tuottovaatimuksensa voi olla tavanomaisia rahoittajia maltillisempi ja riskinsieto korkeampi.

Tätä joukkorahoittajien poikkeavaa sijoituskohteiden arviointia voidaan havainnollistaa yksinkertaisella matemaattisella esityksellä sijoitusmuotoisesta joukkorahoituksesta, jossa yrityksen arvo arvioidaan Gordonin vakaan kasvun mallilla (Gordon, 1959). Alun perin malli on tosin rakennettu yrityksen arvon laskemiseen sen maksamien osinkojen perusteella, mutta olettaen Millerin ja Modiglianin (1958) hypoteesin osinkojen vaikutuksesta yrityksen arvoon, voidaan osinkojen sijasta käyttää yrityksen tuottoja. Gordonin mallin mukaisesti yrityksen arvo voidaan laskea seuraavalla kaavalla, jossa PV kuvastaa yrityksen nykyarvoa, E_1 seuraavan vuoden tuottoja, r tuottovaatimusta ja g vuotuista kasvua:

$$PV = \frac{E_1}{r-g} \quad (13)$$

Kaavassa sijoituskohteen nykyarvo saadaan jakamalla tulevaisuuden voitot sijoituksen tuottovaatimuksella, josta on vähennetty sen vuotuinen kasvu. Sijoittajien tuottovaatimuksessa r tulee näkyä sijoituskohteen riskisyys, joka startup-yritysten kohdalla on huomattava.

Yrittäjät uskovat omaan yritykseensä ja mieltävät juuri oman yrityksensä onnistumismahdollisuudet korkeiksi sivuuttaen usein sen tosiseikan, että suuri osa yrityksistä ei tuota omistajille voittoa. Perinteisessä arvomääritysmallissa tätä voitaisiin esittää tekijänä a , jonka sijoittaja vähentävät tavanomaisten sijoittajien tuottovaatimuksesta, jolloin arvonmääritysmalli muuttuu seuraavanlaiseksi:

$$(Yrittäjä)PV = \frac{E_1}{r-g-a} \quad (14)$$

Tälle yrittäjien korkeammalle valuaatiolle antaa tukea esimerkiksi Oker-Blomin kuvaus bisnesenkeleiden kohtaamista arvonnäärityksistä:

Sellainenkin haaste siinä on, että mikä se valuaatio on? Sillähän lasketaan kuinka paljon sijoituksesta voi teoriassa saada takaisin. Bisnesenkelit osaavat käydä tämän neuvottelun ja he osaavat laskea ja arvioida sitä yritystä. Ja heiltäkin pyydetään poskettomia hintoja, se on enemmän sääntö kuin poikkeus. Ne jotka meillekin tänne tulevat, ovat kaikki miljoonan arvoisia ideoita ilman minkäänlaista liikevaihtoa... (Oker-Blom, FiBAN, 2014)

Tämä yrityksen riskin sivuuttamien arvonnäärityksessä nostaa yrittäjän valuaation yrityksestään tavanomaista sijoittajaa korkeammalle tasolle. Näin ollen rahoituksen löytyminen liike-idealle saattaa olla haastavaa:

$$(Yrittäjä)PV = \frac{E_1}{r-g-a} > (Sijoittaja)PV = \frac{E_1}{r-g} \quad (15)$$

Joukkorahoittajat eivät sijoita yrityksiin pelkästään taloudellisista lähtökohdista, sillä heillä on muitakin motivaatiotekijöitä sijoituspäätöksensä taustalla. Nämä muut, ei-taloudelliset, motivaatiotekijät alentavat heidän tuottovaadettaan ja lisäävät heidän riskinsietoaan. Arvonnäärityksessä tämä voitaisiin esittää tekijällä b , jonka joukkorahoittaja vähentää sijoituskohteen tuottovaateesta.

$$(Joukkorahoittaja)PV = \frac{E_1}{r-g-b} \quad (16)$$

Tämä joukkorahoittajien arvonnääritys on ei-taloudellisten motivaatiotekijöiden takia perinteisiä sijoittajia korkeampi.

$$(Joukkorahoittaja)PV = \frac{E_1}{r-g-b} > (Sijoittaja)PV = \frac{E_1}{r-g} \quad (17)$$

Mikäli joukkorahoittajien kokemat ei-taloudellisten motivaatiotekijöiden vaikutus arvonmääritykseen on lähellä yrittäjän riskinsivuuttamisesta syntyvää vaikutusta yrittäjän arvonmääritykseen, voi yritys saada onnistuneesti rahoitusta liikeidealleen:

$$(Joukkorahoittaja)PV = \frac{E_1}{r-g-b} = (Yrittäjä)PV = \frac{E_1}{r-g-a} \quad , jos a = b \quad (18)$$

Tämä joukkorahoittajien ei-taloudellisista motivaatiotekijöistä johtuva korkeampi valuaatio voi alentaa heidän mahdollisia voittojaan, vaikka rahoitettu yritys menestyisikin. Ei-taloudellisilla tekijöillä voi olla näin myös vaikutusta koko talouden resurssien allokaation tehokkuuteen. Tässä valossa ei ole ihme, että haastatellut asiantuntijat eivät uskoneet joukkorahoituksen tehostavan taloudellisten resurssien allokaatiota.

Toisaalta, johtuen juuri joukkorahoittajien ei-taloudellisista motivaatiotekijöistä ja joukkorahoituksen luonteesta taloudellisista lähtökohdista tehtävää sijoittamista moniulotteisempänä taloudellisena toimintana, voi se tuoda rahoitusmarkkinoille uutta pääomaa, jota ei sinne muuten sijoitettaisi. Tämä pääoman tarjonnan lisääntyminen rahoitusmarkkinoilla alentaa pääoman tuottovaadetta tehden useammista liikeideoista kannattavia. Toisaalta, kukaan ei voi väistää startup-yritysten rahoituksen taustalla vaikuttavaa raakaa matematiikkaa: suuri osa aloittavista yrityksistä kaatuu ja mikäli taloudellisia resursseja kohdennetaan kaatuviin yrityksiin, tuhotaan varallisuutta ja hyvinvointia – ei luoda sitä

8. YHTEENVETO

Keskustelua yksityisten rahoitusmarkkinoiden tehostamisesta on Suomessa käyty jo pitkään (Lahti, 2008). Kansainvälinen kehitys, jossa pääomasijoitusyhtiöiden sijoitusfokus on siirtynyt pois alkuvaiheen rahoituksesta kohti vakiintuneempia yrityksiä sekä erilaisia yritysostoja (Mason & Harrison, 2003; Sohl, 2003; Avdeitchikova, 2009) on rantautunut myös Suomeen (Maula et al., 2007). Sijoitusfokuksen siirtyminen on kasvattanut pääomasijoitusrahastojen keskimääräisiä sijoitussummia niin suuriksi, etteivät ne enää vastaa toimintaansa aloittavien startup-yritysten siemenvaiheen rahoitustarpeita (Wong et al. 2009, Avdeitchikova, 2009).

Rahoituskuilua täyttämään on epämuodollisille rahoitusmarkkinoille syntynyt yhteiskunnallisen, kulttuurisen ja teknologisen kehityksen myötä uusi rahoitusmuoto joukkorahoitus, jossa yritys kääntyy suuren yleisön puoleen rahoitustarpeensa tyydyttämiseksi tietoverkkoja hyväksi käyttäen. Sen sijaan, että yritys pyrkisi saamaan suuria sijoituksia muutamalta erikoistuneelta sijoittajalta, pyrkii joukkorahoitusta hyödyntävä yritys keräämään tarvitsemansa rahoituksen suurella määrällä tavallisten kuluttajien antamia pieniä sijoituksia (Belleflamme et al., 2013).

Tässä joukkorahoitusta käsittelevässä kvalitatiivisessa esitutkimuksessa on perehdytty tähän talouden uuteen toimintamuotoon, joukkorahoitukseen. Tutkimuksen tarkoituksena oli kuvata millainen rahoitusmuoto joukkorahoitus on, millaisia erityispiirteitä siinä on sekä millaisia vaikutuksia näillä erityispiirteillä on startup-yrityksen rahoituksessa. Samalla tutkimus kartoitti suomalaisten startup-yritysten rahoituskentän toimijoiden näkemyksiä joukkorahoituksesta.

Tutkimusaineisto kerättiin kahdeksalla teemahaastattelulla startup-yritysten rahoituksen näköalapaikoilla toimivien asiantuntijoiden kanssa. Teemahaastatteluiden runkona käytettiin Lehnerin (2013) joukkorahoituksen dynamiikkaa kuvaavaa mallia, jota oli muokattu soveltumaan paremmin voittoa tavoitteleviin yrityksiin. Teoreettista taustaa haastatteluteemoille antoivat muun muassa agenttiteoria (Jensen & Meckling, 1976), utiliteettiteoria (Neumann & Morgenstern, 1953), teoria laumakäyttäytymisestä (Banerjee, 1992) sekä rajoitetun rationaalisuuden teoria (Simon, 1972).

Tutkimusaineisto luokiteltiin ja analysoitiin luokittain. Lisäksi tutkimusaineistosta koostettiin taulukkoon esiin yleisimmin nousseita näkökantoja, jotka sitten pisteytettiin Galtonin (1907) ja Surowieckin (2004) esittämällä kerkiarvoistamisen periaatteella asiantuntijajoukon mielipiteen selvittämiseksi.

Tutkimuksessa havaittiin joukkorahoituksen olevan yleistermi hyvin moninaiselle taloudelliselle toiminnalle aina lahjoituksista yrityksen omistus pohjaa muuttaviin sijoituksiin. Yhteistä eri joukkorahoitusmuodoille on kuitenkin suhteellisen vakiintunut rahoitusprosessi ja joukon toimintalogiikka, jossa rationaalinen päätöksenteko ja taloudellisen voiton maksimoiminen jäävät taka-alalle.

Tutkimuksessa nousi esiin myös, kuinka tavanomaiset sijoitussummat ovat joukkorahoituksessa suhteellisen pieniä, jolloin rahoituksen transaktiokustannukset saattavat nousta korkeiksi suhteessa annettavaan rahoitukseen. Korkeat transaktiokustannukset korostavat tiedon epäsymmetriaa (Akerlof, 1970) joukkorahoitetun startup-yrityksen ja sen rahoittajien välillä, mistä kumpuaa erilaisia agenttiongelmia (Jensen & Meckling, 1976) eri osapuolien välille. Agenttiongelmien ratkaisemisen havaittiin olevan joukkorahoitteisissa yrityksissä haastavaa rahoittajien vajavaisten kontrolli-oikeuksien takia. Ankkurisijoittajat nousivat esille mahdollisena ratkaisuna joukkorahoitteisten startup-yritysten agenttiongelmiin, mutta nähtäväksi jää, kuinka esimerkiksi bisnesenkelit tällaiseen rooliin hakeutuvat.

Tutkimuksessa ilmeni joukkorahoitukselle olevan haasteistaan huolimatta tarvetta. Joukkorahoitus voi innostaa uuden tyyppisiä sijoittajia rahoittamaan kasvuyrityksiä ja aktivoida passiivisia varallisuusmassoja yksityisille rahoitusmarkkinoille. Tämä lisääntynyt pääoma voi osaltaan helpottaa aikaisemmassa kirjallisuudessa esitettyä startup-yritysten pääomakuilua (Avdeitchikova, 2009; Wong et al., 2009). Tutkimuksessa havaittiin myös, kuinka ei-taloudellisten motivaatiotekijöiden ansiosta startup-yrittäjä voi saada joukkorahoituksella paremman arvostuksen yrityksensä lainapapereista tai osakkeista.

Joukkorahoitus tarjoaa tavallisille kuluttajille uuden väylän sijoittaa varallisuuttaan listaamattomiin kasvuyrityksiin, mikä demokratisoi taloudellisten resurssien allokaatiopäätöksiä. Tutkimuksessa nousi kuitenkin vahvasti esille, että joukkorahoittajat eivät sijoita samantyyppisillä preferensseillä kuin ammattimaiset sijoittajat, eikä heillä ole samanlaista tieto-taitoa, työkaluja tai kannusteita kuin ammattimaisilla sijoittajilla. Tämä vähentää joukkorahoittajien päätöksentekoprosessin rationaalisuutta ja siinä korostuvatkin

rajoitetun rationaalisuuden (Simon, 1972) ja laumakäyttäytymisen piirteet (Banerjee, 1992). Tehottomat allokaatiopäätökset voivat johtaa joukkorahoittajien tappioihin ja yhteiskunnan taloudellisen hyvinvoinnin vähenemiseen.

Tutkimuksessa nousi esille joukkorahoitusmarkkinoiden sääntelyn tarpeellisuus. Monet haastatellut asiantuntijat toivoivat joukkorahoitusmarkkinoille sääntelyä markkinoiden uskottavuuden ja toimivuuden lisäämiseksi. Tässä joukkorahoitustoimijoiden itsesääntely nähtiin toivottuna kehityksenä – se olisi nopeasti järjestettävissä ja kustannuksiltaan alhainen. Nämä tutkimustulokset joukkorahoituksen sääntelystä olivat samansuuntaisia kuin aikaisempi valtionvarainministeriön teettämä tutkimus (VVM, 2014).

Suomalaiset asiantuntijat näkivät joukkorahoituksen taloudellisen toiminnan luonnollisen kehitysasteena, joka on rantautunut Suomeen jäädäkseen. Vielä jää nähtäväksi millainen rooli joukkorahoituksella tulee olemaan yritysten koko elinkaaren rahoituskaareissa – suurin osa asiantuntijoista näki joukkorahoituksen soveltuvan vain siemenvaiheen rahoitukseen.

Oman aikakautemme ehkäpä suurimpana yhteiskunnallisena muutoksena maailma on verkottunut suureksi globaaliksi tietoyhteiskunnaksi ja joukkorahoitus on tämän kehityksen myötä syntynyt rahoitusmuoto. Tutkimuksessa nousi esiin haasteita, joita rahoitusmuotoon ja sen toimintaan liittyy. Tulosten perusteella voidaankin kannustaa joukkorahoituksen parissa toimivia keskittymään esitettyjen haasteiden - kuten transaktiokustannusten, informaation epäsymmetrian ja agenttiongelmien - ratkaisemiseen uudellaisilla rahoitusinnovaatiolla sekä muokkaamalla joukkorahoituksen toimintaympäristöä suotuisemmaksi - luomaan joukkorahoitus 2.0.

LÄHDELUETTELO:

Agrawal, A., Catalini, C. & Golfarb, A. (2011) The Geography of Crowdfunding. NET Institute Working Paper No. 10-08. Saatavilla: <http://ssrn.com/abstract=1692661> tai <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1692661>

Ahlers, G., Cumming, D. Günther, C. & Schweizer, D. (2012) Signaling in Equity Crowdfunding. Working paper. Saatavilla: <http://ssrn.com/abstract=2161587> tai <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2161587>

Akerlof, G. (1970) The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84, (3), 488-500.

Alasuutari, P. (1999) *Laadullinen tutkimus*. Vastapaino, Tampere.

Ardichvili, A., Cardozo, R., Tune, K. & Reinach, J. (2002) The role of angel investors in the assembly of non-financial resources of new ventures: conceptual framework and empirical evidence. *Journal of Enterprising Culture*. 10, (1), 39-65.

Avdeitchikova, S. (2009) False expectations: Reconsidering the role of informal venture capital in closing the regional equity gap. *Entrepreneurship & Regional Development*. 21, (2), 99-130.

Banerjee, A. (1992) A simple model of herd behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 107, (3), 797-817.

Baumol, W. (1959) *Business Behavior, Value and Growth*. Macmillan, New York.

Becker, G. (1975) *Human Capital*. Chicago University Press, Chicago.

Beer, D. & Burrows, R. (2007) Sociology and, of and in Web 2.0: Some Initial Considerations *Sociological Research Online* 12, (5), 17 Saatavilla: doi:10.5153/sro.1560

Belleflamme, P., Lambert, P. & Schwienbacher, A. (2013) Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, odottaa julkaisua. Saatavilla: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1578175>

Bernoulli, D. (1783) Specimen theoriae novae de mensura sortis. Commentarii Academiae Scientiarum Imperialis Petropolitanae, 5, 175-192. Julkaistu uudelleen: Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk. *Econometrica*, 22, (1), 23-36.

Brabham, D. (2013) *Crowdsourcing*. MIT Press, Massachusetts.

Bradford, S. (2012a) Crowdfunding and the federal securities laws. *Columbia Business Law Review*, 2012, (1). Saatavilla: <http://ssrn.com/abstract=1916184>

Bradford, S. (2012b) The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled. *Securities Regulation Law Journal*, 40, (3).

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2006) *Corporate Finance*. McGraw-Hill, New York.

- Berger, A. & Udell, G. (1995) Relationship lending and Lines of Credit in Small Firm Finance. *The Journal of Business*. 68, (3), 351-381
- Berger, A., & Udell, G. (1998) The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance* 22, 613-673.
- Burch, G., Ghose, A. & Wattal, S. (2013) An Empirical Examination of the antecedes and Consequences of Contribution Patterns in Crowd-Funded Markets. *Information Systems Research*, odottaa julkaisua. Saatavilla: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1928168>
- Bygrave, W. & Timmons, J. (1992) *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston.
- Carey, M., Prowse, S., Rea, J. & Udell, G. (1993) *The economics of private placements: a new look. Financial Markets, Institutions and Instruments*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington. Saatavilla: <http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/1990-99/ss166.pdf>
- Cassar, G. (2004) The financing of business start-ups. *Journal of Business Venturing*, 19, 261-283.
- Coleman, J. (1988) Social capital in the creation of human capital. *The American Journal of Sociology*. 94, 95-120
- Cressy, R & Olofsson, C. (1997) European SME Financing: An Overview. *Small Business Economics*, 9, 86-96.
- De Buysere, K., Gadja, O., Kleverlaan, R. & Marom, D. (2012) *A Framework for European Crowdfunding*, Amsterdam. Saatavilla: <http://www.crowdfundingframework.eu/>
- Dorff, M. (2013) The Siren Call of Equity Crowdfunding. *Southwestern University School of law Working paper*. Saatavilla: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2325634>
- Eisenhardt, K. (1989) Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14, (1), 57-74.
- Eskola, J. & Vastamäki, J. (2001) Teemahaastattelu: opit ja opetukset. *Ikkunoita tutkimusmetodeihin*. PS-Kustannus, Jyväskylä.
- Fenn, G., Liang, W. & Prowse, S. (1997) The private equity market: an overview. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 6, 1-106.
- FVCA (2014) Suomen pääomasijoitusyhdistys ry, www.fvca.fi (1.4.2014)
- Galton, F. (1907) Vox Populi. *Nature* 75, 450-51
- Giudici, G., Nava, R., Rossi-Lamastra, C. & Verecondo, C. (2012) Crowdfunding: The New Frontier for Financing Entrepreneurship? Saatavilla: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2157429>

- Glaeser, E. & Schleifer, A. (2001) Not-for-Profit Entrepreneurs. *Journal of Public Economics* 81, 99-115.
- Glensen, C. & Peshkin, A. (1992). *Becoming qualitative researcher - an introduction*. Longman, London.
- Gordon, M. & Shapiro, E. (1956) Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. *Management Science*, 3, (1), 102-110.
- Gregory, B., Rutherford, M., Oswald, S. & Gardiner, L. (2005) An Empirical Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing. *Journal of Small Business Management*. 43, (4), 382-392
- Griffin, Z (2012) Fleecing the American Masses. *Case Western Reserve Journal of Law, Technology & the Internet*, odottaa julkaisua. Saatavilla: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2030001>
- Hakala, J. (2001) Menetelmällisiä koetuksia. *Ikkunoita tutkimusmetodeihin*. PS-Kustannus, Jyväskylä.
- Hart, O. (1995) *Firms, Contract and financial structure*. Oxford univeristy Press, Oxford.
- Hazen, T. (2012) Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure. *North Carolina Law Review*, odottaa julkaisua. Saatavilla: <http://ssrn.com/abstract=1954040>
- Heminway, J. (2012) What is a security in the crowdfunding era? *Ohio Sate Entrepreneurial Business Law Journal* 335; University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 204. Saatavilla: <http://ssrn.com/abstract=2210162>
- Hintikka, K. (2008) Joukkoäly internetissä. Esitys. Saatavilla: <http://www.tietoasiantuntijat.fi/fi/cfmldocs/index.cfm?ID=1221>
- Himberg, L., Laakso, J., Peltola, R., Näätänen, R., & Vidjeskog, J. (1999) *Psykologia 2: Kehittyvä ihminen*. WSOY.
- Hirsijärvi, S. & Hurme, H. (2000) *Tutkimushaastattelu – teemahaastattelun teoria ja käytäntö*. Helsinki University Press, Helsinki.
- Howe, J. (2006) The Rise of Crowdsourcing. *Wired*. (14), 2006.
- Howe, J. (2008) *Crowdsourcing: Why the Power of the Crowd is Driving the Future of Business*. Crown Publishing Group, Yhdysvallat
- Hughes, A. (1997) Finance for SMEs: A UK Perspective. *Small Business Economics*, 9, 151-166.
- Härkönen, J. (2013) Joukkorahoituksen hyödyntäminen suomalaisen tuotteen markkinoille saattamisessa. Opinnäytetyö. Saatavilla: <http://www.doria.fi/handle/10024/90333>

Hyytinen, A. & Pajarinen, M (2002) *Small Business Finance in Finland – A Descriptive Study*. Keskustelunaiheita – Discussion papers. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos. Saatavilla: <http://www.etla.fi/wp-content/uploads/2012/09/dp812.pdf>

Ikäheimo, S., Lounasmeri, S. & Walden, R. (2005) *Yrityksen laskentatoimi*. WS Bookwell Oy, Juva.

Jenkins, H., Clinton, K., Purushotma, R., Robinson, A. & Weigel, M. (2006) *Confronting the Challenges of Participatory Culture: Media Education for the 21st Century*. The MIT Press, Massachusetts.

Jensen, M. (1983) Organization theory and methodology. *The Accounting Review*. 58, (2), 319-339

Jensen, M. & Meckling, W. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, (4), 305-360

Karni, E. & Schmeidler, D. (1989) Fixed preferences and changing tastes. *The American Economic Review*. 80, (2), 262-267

Kappel, T. (2009) Ex Ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the U.S. *Loyola of Los Angeles Entertainment Law Review*. Saatavilla: <http://digitalcommons.lmu.edu/elr/vol29/iss3/3>

Kickstarter (2014) www.kickstarter.com (1.4.2014)

Kinnunen, J., Laitinen, E., Laitinen, T., Leppiniemi, J. & Puttonen, V. (2003) *Mitä on yrityksen taloushallinto*. Ky-Palvelu Oy, Keuruu.

Kleeman, F., Voss, G., & Riedler, K. (2008) Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work Through Crowdsourcing. *Science Technology & Innovation Studies* 4, (5), 26.

Kogut, B. & Zander, U. (1992) Knowledge of the Firm, Combinative Capabilities, and the Replication of Technology. *Organization Science*. 3, (3), 383-397.

Korkman, S. (2012) *Talous ja utopia*. Docendo Oy, Jyväskylä.

Lahti, T. (2008) Angel investing in Finland - an analysis based on agency theory and the incomplete contracting theory. Publications of the Hanken School of Economics. Edita Prima, Helsinki.

Lainema, M. (2011) *Enkeleitä, onko heitä?* Denali Oy, Tallinna.

Lehner, O. (2013) Crowdfunding social ventures; a model and research agenda. Odottaa julkaisua. *Routledge Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*. Saatavilla: DOI:10.1080/13691066.2013.782624

Ley, A. & Weaven, S. (2011) Exploring agency dynamics of crowdfunding in startup capital financing. *Academy of Entrepreneurship Journal*. Volume 17, No. 1.

- Mankiw, N. (2004) *Principles of economics 3rd International Student edition*. Thomson South Western, Yhdysvallat.
- Mason, C. & Harrison, R. (2003) Closing the regional equity gap? A critique of the department of trade and industry's regional venture capital funds initiative. *Regional Studies* 37, (8), 855-68.
- Maula, M., Murray, G. & Jääskeläinen, M. (2007) Public financing of young innovative companies in Finland. *Kauppa- ja teollisuusministerion julkaisuja 3/2007*. MTI Publications, Helsinki. Verkkojulkaisu, ISSN:1459-9376.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958) The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48, 261-97
- Mollick, E. (2013a) The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study. *Journal of Business Venturing*. Saatavilla: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>
- Mollick, E. (2013b) Swept Away by the Crowd? Crowdfunding, Venture Capital, and the Selection of Entrepreneurs. Working paper. Saatavilla <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2239204>
- Myers, S. & Majluf, N. (1984) Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Neumann, J. & Morgenstern, O. (1953) *Theory of Games and Economic Behavior*. Princeton University Press, Yhdysvallat.
- OECD (2013) Entrepreneurship at a Glance. OECD Publishing. Saatavilla: http://dx.doi.org/10.1787/entrepreneur_aag-2013-en
- O'Reilly, T. & Battelle, J. (2004) Opening welcome: state of the internet industry. October 5, 2004. Saatavilla: http://conferences.oreillynet.com/cs/web2con/view/e_sess/5854
- Osnabrugge, M. (2000) A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency-based analysis. *Venture Capital*, 2, (2), 91-109.
- Paasivirta, A. & Valtonen, P. (2004) *Aloittavien innovaatioyritysten siemenrahoituksen ja palvelujärjestelmän uudistamisstrategia (AISP-strategia)*. Kauppa- ja teollisuusministeriön julkaisuja. Verkkojulkaisu, ISSN:1459-9376.
- Page, S. (2007) Making the Difference: Applying a Logic of Diversity. *Academy of Management Perspectives*. 21, (4), 6-20.
- Pekkarinen, J & Sutela, P. (2004) *Avain kansantaloustieteeseen*. WSOY, Juva.
- Penrose, E. (1959) *The Theory of the Growth of the Firm*. John Wiley, New York.
- Pope, N. (2011) Crowdfunding microstartups: it's time for securities and exchange commission to approve small offering exemption. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*. 13, (4), 101-129.
- Rabin, M. (2000) Risk aversion an expected-utility theorem: a calibration theorem. *Econometrica*. 68 (5).

- Ramos, G., Daamen, W. & Hoogendoorn, S. (2014) A State-of-the-art review: developments in utility theory, prospect theory and regret theory to investigate travellers' behaviour in situations involving travel time uncertainty. *Transport reviews: A transnational transdisciplinary Journal*. 34, (1), 46-67. Saatavilla: <http://dx.doi.org/10.1080/01441647.2013.856356>
- SBDC (2014) Startup Business Failure Rate by Industry. Small Business Development Center, Bradley University, University of Tennessee Research. Saatavilla: <http://www.statisticbrain.com/startup-failure-by-industry/>
- Scharfstein, D & Stein, J. (1990) Herd Behavior and Investment. *American Economic Review*, 80, 465-79
- Schwienbacher, A. & Larralde, B. (2010) An Empirical Analysis of Crowdfunding. Working paper. Saatavilla: <http://www.crowdsourcing.org/document/an-empirical-analysis-of-crowdfunding-/2458>
- Schwienbacher, A. & Larralde, B. (2012) Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. Odottaa julkaisua kirjassa: *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*. Oxford University Press. Saatavilla: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1699183>
- Simon, H. (1972) *Theories of bounded rationality. Decision and Organization*. North-Holland Publishing Company. Saatavilla: http://innovbfa.viabloga.com/files/Herbert_Simon___theories_of_bounded_rationality___1972.pdf
- Spence, R. (1973) Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*. 87, (3), 355-374.
- Stenholm, P., Kovalainen, A., Heinonen, J. & Pukkinen, T. (2013) *GEM Finland 2012 Report*. Turun yliopiston kauppakorkeakoulu, sarja A tutkimusraportteja A 1/2013. Uniprint, Turku.
- Steyvers, M., Lee, M., Miller, B. & Hemmer, P. (2009) The Wisdom of Crowds in the Recollection of Order Information. NIPS. Saatavilla: http://psiexp.ss.uci.edu/research/papers/RankAggregation_Distribute.pdf
- Stiglitz, J. (1975) The theory of screening, education and the distribution of income. *American Economic Review*. 65, (3), 283-300.
- Stramer, C. (2000) Developments in non-expected utility theory: the hunt for a descriptive theory of choice under risk. *Journal of Economic Literature*, 38, (2), 332-382.
- Sohl, J. (2003) The private equity market in the USA: Lessons from volatility. *Venture Capital* 5, (1), 29-46.
- Surowiecki, J. (2004) *The Wisdom of Crowds – why the Many Are Smarter Than the Few*. Random House, Yhdysvallat.
- Koponen E-L. & Räisänen, H. (2013) Minne ja miten uudet työpaikat syntyvät? *TEM-analyysejä* 51/2013. Verkkojulkaisu, ISSN: 1797-5271.
- Palmiter, A. (2012) Pricing Disclosure: Crowdfunding's Curious Conundrum. *Ohio State Entrepreneur Business Law Journal* 374-427. Saatavilla: <http://ssrn.com/abstract=2241833>

- PwC (2003) *Yhtiön listautuminen Suomessa*. Verkkojulkaisu, saatavilla: http://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/pwc_listautuminen.pdf
- Robb, A. & Robinson, D. (2009) The Capital Structure Decisions of New Firms. Working paper. Saatavilla: <http://ssrn.com/abstract=1345895>
- Von Krogh, G. Rossi-Lamastra, C. & Haefliger, S. (2012) Phenomenon-based Research in Management and Organization Science: Towards a Strategy. *Long Range Planning*. 45, (4), 277-298
- VVM (2012) *Pääomamarkkinat ja kasvu*. Valtionvarainministeriön julkaisuja 10/2012. Juvenes Print, Tampere.
- VVM (2014) Raportti joukkorahoituskyselystä. Valtiovarainministeriön julkaisuja, rahoitusmarkkinat. Saatavilla: https://www.vm.fi/vm/fi/04_julkaisut_ja_asiakirjat/01_julkaisut/07_rahitusmarkkinat/20140313_Raport/Raportti_joukkorahoituskyselystae.pdf
- Ward, C. & Ramachandran, V. (2010) Crowdfunding the Next Hit: Microfunding Online Experience Goods. Workin paper. Saatavilla: <http://people.cs.umass.edu/~wallach/workshops/nips2010css/papers/ward.pdf>
- Wetzel, W. (1983) Angels and Informal Risk Capital, *Sloan Management Review*, 24, (4), 22-34
- Wojciechowski, A. (2009) Models of Charity Donations and Project Funding in Social Networks. Lecture Notes in Computer Science 5872, 454-463.
- Wong, A., Bhatia M. & Freeman, Z. (2009) Angel finance: the other venture capital. *Strategic Change* 18, 221-230
- Yi, S., Steyvers, M., Lee, M. & Dry, M. (2012) The Wisdom of the Crowd in Combinatorial Problems. *Cognitive Science*. 1, (19). Saatavilla: DOI: 10.1111/j.1551-6709.2011.01223.x

LIITE 1: Tutkimushaastattelun runko

JOUKKORAHOITUS STARTUP-YRITYKSEN RAHOITUKSESSA (työnimi)

Teemahaastattelurunko. Haastateltavat saavat omin sanoin kertoa annetuista aiheista haastattelijan johdatellessa keskustelua kattamaan kaikki haastatteluteemat.

Taustakysymyksiä:

- Kuka olet ja mitä teet?
- Miten liityt startup-yritysten rahoitukseen?
- Miten joukkorahoitus koskettaa sinua?

Teemat:

- **Startup-yritysten rahoitusympäristö: onko joukkorahoitukselle tarvetta?**
- **Joukon motivaatio ja toiminta**
- **Joukkorahoitetun yrityksen omistus ja kontrolli**
- **Informaation rooli joukkorahoituksessa**
- **Joukkorahoitusalan rooli rahoituksen välittäjänä**
- **Joukkorahoitus ja muut rahoitusmuodot**
- **Sääntely ja valvonta**
- **Joukkorahoituksen tulevaisuus**

LIITE 2: Asiantuntijoiden yleisimmin esiin nostamat näkökulmat ja niiden kannatus

Nro	Teema	Näkökulma	ActiveA	FiBAN	Investor	Tekes	FIVA	C&S	Männistö	Yhteensä	Keskiarvo
1	Rahoitusympäristö	Startup-ympäristö on kehittynyt positiivisesti	1	1	-1	1	0	1	0	3	0,43
1	Rahoitusympäristö	Toteutuskelpoisia ideoita jää rahoittamatta	1	1	1	1	1	1	1	7	1,00
1	Rahoitusympäristö	Joukkorahoituksella voidaan parantaa yritysten kasvurahoitusta	1	1	1	1	1	1	1	7	1,00
1	Rahoitusympäristö	Joukkorahoitusta saa nopeasti	1	0	1	1	0	0	0	3	0,43
1	Rahoitusympäristö	Startupit ovat riskisijoitus	1	1	1	1	1	1	1	7	1,00
2	Joukon toiminta	Joukkorahoittajilla muitakin motivaatioita kuin tuotto tai tuote	1	1	1	1	1	1	1	7	1,00
2	Joukon toiminta	Joukkorahoituksen kautta talouden resurssien allokaatiopäätös on	-1	-1	1	-1	-1	1	0	-2	-0,29
2	Joukon toiminta	Joukkorahoittajat eivät osaa tehdä tarkkaa valuaatiota startup-yrity	1	1	1	1	1	1	1	7	1,00
2	Joukon toiminta	Joukon päätöksenteko seuraa laumakäyttäytymistä	1	1	1	1	1	1	0	6	0,86
2	Joukon toiminta	Joukkorahoituksen kautta yrittäjä saa korkeamman valuaation	1	1	1	0	0	1	0	4	0,57
2	Joukon toiminta	Sijoitussummat ovat pieniä	1	1	1	1	1	1	0	6	0,86
2	Joukon toiminta	Joukkorahoitus tarjoaa ei-taloudellisia hyötyjä yritykselle	1	-1	1	-1	0	1	1	2	0,29
3	Omistus ja kontrolli	Joukkorahoittajilla tulee olla sanavaltaa yrityksessä	1	1	1	-1	1	0	1	4	0,57
3	Omistus ja kontrolli	Ankkurisijoittaja on ratkaisu agentti-ongelmaan	1	1	1	1	1	1	1	7	1,00
4	Informaatio	Liiketalousuudet luovat ongelmia joukkorahoitukseen	1	1	1	0	0	-1	0	2	0,29
5	Alustan rooli	Valvonta tulisi keskittää alustaan	1	1	1	0	1	0	1	5	0,71
5	Alustan rooli	Joukkorahoitusalueella on vaikutus mitä projektia rahoitetaan	1	0	1	0	0	1	0	3	0,43
5	Alustan rooli	Pirstallinen joukkorahoitusmarkkina on hyvä asia	1	0	0	1	0	0	0	2	0,29
5	Alustan rooli	Rahoitusalueena toimimisen tulisi olla luvanvaraista	1	0	0	1	0	0	0	3	0,43
6	Muut rahoitusmuodot	Joukkorahoitus toimii hyvin muiden startup-yritysten rahoitusmuo	1	-1	1	0	0	-1	1	1	0,14
7	Pelissännöt	Itsesääntely olisi hyvä tapa sääntelyn järjestämiseksi	1	-1	1	1	1	1	1	5	0,71
7	Pelissännöt	Toimialan sääntelyä tulisi kehittää	1	1	1	0	0	1	1	5	0,71
7	Pelissännöt	Joukkorahoittajia ei tule säädellä tai heidän valinnanvapauttaan ei t	1	1	1	1	1	0	1	6	0,86
8	Tulevaisuus	Joukkorahoitus on tullut jäädäkseen	1	1	1	1	1	1	1	7	1,00
8	Tulevaisuus	Leviää muuhunkin kuin siemenrahoitukseen	1	-1	1	-1	0	1	0	1	0,14
8	Tulevaisuus	Huonot caset voi pilata kehityksen	0	0	-1	1	1	1	0	2	0,29