



**TURUN
YLIOPISTO**
Kauppakorkeakoulu

Omistajien pysyvyys listautumisanneissa

Aineistona Suomi, Ruotsi ja Tanska vuosina 2011–2017

Laskentatoimen ja rahoituksen
pro gradu -tutkielma

Laatija:
Janne Nieminen

Ohjaaja:
KTM Matti Niinikoski

28.11.2021

Turku

Turun yliopiston laatu järjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Pro gradu -tutkielma

Oppiaine: Laskentatoimi ja rahoitus

Tekijä: Janne Nieminen

Otsikko: Omistajien pysyvyys listautumisanneissa

Ohjaaja: KTM Matti Niinikoski

Sivumäärä: 88 sivua + liitteet 5 sivua

Päivämäärä: 28.11.2021

Listautuminen ja pörssiyhtiöksi tuleminen on yhtiön elinkaareissa yksi merkittävimmistä tapahtumista. Pörssiyhtiöksi tuleminen luo sekä positiivisia että negatiivisia vaikutuksia sekä yhtiölle että sen vanhoille omistajille.

Listautumisen yhteydessä sijoittajille tarjotaan merkittäväksi yhtiön osakkeita. Listautumisannin osakkeet voivat olla joko uusia antiosakkeita tai vanhojen omistajien myymiä myyntiosakkeita. Listaamattomilla yhtiöillä ei ole markkinan luomaa tehokasta markkina-arvoa, joten yhtiön ja sen omistajien tulee tehdä yhtiölle arvonmääritys, jonka perusteella yhtiön osakkeita myydään listautumisannissa.

Tutkielmassa tarkastellaan vanhan omistajan pysyvyyden vaikutusta listautuneen yhtiön antamaan osaketuottoon pörssilistalla. Tarkastelu tehdään vertailemalla anti- ja myyntiosakkeiden määrää listautumisannissa ja listautuneiden yhtiöiden osaketuottoja lyhyellä ja pitkällä aikavälillä. Lisäksi tutkitaan listautuneen yhtiön pääomasijoittajataustaisuuden vaikutusta osaketuottoon.

Tutkimusaineistona on 100 listautumista Suomesta, Ruotsista ja Tanskasta vuosina 2011–2017. Tutkimusaineisto sisältää kaikki uusien yhtiöiden listautumiset päälistoille sekä Suomen First North -listautumiset. Listautumiset olivat keskimäärin 7,62 prosenttia alihinnoiteltuja ja kolmen vuoden päästä listautumisesta yhtiöt olivat tuottaneet keskimäärin 52,50 prosenttia.

Tarkasteltaessa osaketuottojen jakautumista anti- ja myyntiosakkeiden kesken havaittiin myyntiosakkeiden listautumisten antaneen keskimäärin parempaa osaketuottoa kuin antiosakkeiden useilla eri ajanjaksoilla. Tuottojen suhteellisia jakautumisia tarkasteltaessa ei voitu huomata antiosakkeiden listautumisten yltävän parempaan osaketuottoon. Korrelaatiokertoimet anti- tai myyntiosakkeiden esiintyvyyden ja osaketuottojen välillä olivat hyvin heikkoja. Myyntiosakkeet listautumisannissa korreloivat kuitenkin positiivisesti osaketuottojen kanssa, kun taas antiosakkeet listautumisannissa korreloivat negatiivisesti osaketuottojen kanssa.

Täysin myynti- ja antiosakkeiden toteutetuissa listautumisanneissa havaittiin myyntiosakkeiden listautumisten osaketuoton mediaanin olevan selvästi korkeampi kuin antiosakkeiden. Kolmen vuoden ajanjaksolla myyntiosakkeiden listautumisten mediaanit olivat 46,06 ja 42,96 prosenttia, kun antiosakkeiden mediaanit 28,78 ja 18,20 prosenttia alihinnoittelu mukaan ja pois lukien.

Pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden listautumisissa myytiin lähes kolme kertaa enemmän osakkeita kuin ei-pääomasijoittajataustaisissa listautumisissa. Myös Pearsonin korrelaatiokertoimen 0,430 mukaan pääomasijoittajataustaisuuden ja myyntiosakkeiden ilmenemiselle listautumisannissa on positiivinen riippuvuussuhde.

Pääomasijoittajataustaiset listautumiset antoivat keskimäärin ensimmäisen kaupankäyntipäivänä kaksi prosenttiyksikköä paremman tuoton. Pidempiä aikavälejä tarkasteltaessa pääomasijoittajataustaiset yhtiöt tuottivat heikommin kuin ei-pääomasijoittajataustaiset yhtiöt. Alihinnoittelu poistettuna pääomasijoittajataustaisten keskimääräinen osaketuotto oli 33,57 prosenttia kolmen vuoden päästä listautumisesta, kun ei-pääomasijoittajataustaiset yhtiöt ylsivät parempaan 49,10 prosentin keskimääräiseen osaketuottoon samalla aikavälillä.

Avainsanat: listautumisanti, omistajien pysyvyys, osakemyynti, pääomasijoittaminen

SISÄLLYSLUETTELO

1	JOHDANTO	7
1.1	Taustaa	7
1.2	Tutkielman tavoite ja rajaukset	10
1.3	Tutkielman rakenne	11
2	LISTAUTUMINEN	13
2.1	Ajankohdan valinta	13
2.2	Alihinnoittelu	16
2.2.1	Antihinnan määrittäminen	16
2.2.2	Lyhyen aikavälin alihinnoittelu	18
2.2.3	Pitkän aikavälin kurssikehitys	21
2.2.4	Hinnan vakauttaminen	23
2.3	Voittajan kirous	25
2.4	Listattavat osakkeet	27
2.4.1	Antiosake	28
2.4.2	Myyntiosake	29
3	LISTAUTUMISEN VAIKUTUKSET	31
3.1	Yhtiön näkökulma	32
3.1.1	Tunnettavuus	32
3.1.2	Pääoman saatavuus	34
3.1.3	Julkisesti noteeratut osakkeet	36
3.1.4	Listaamisen kustannukset	38
3.2	Omistajien näkökulma	40
3.2.1	Liputusvelvollisuus	40
3.2.2	Verotus	41
3.2.3	Omistuksen laimentuminen	43
3.2.4	Omistajapohja	44
3.3	Signalointi	50
4	TUTKIMUS	55
4.1	Aineistonkeruu	55
4.2	Aineisto	57
4.3	Tutkimus	66

4.3.1	Tutkimusmenetelmä	66
4.3.2	Osaketuotot	67
4.3.3	Osakemyynnit	70
4.3.4	Pääomasijoittajataustaisuus listautuvassa yhtiössä	73
5	JOHTOPÄÄTÖKSET	79
	LÄHTEET	84
	LIITTEET	89
	Liite 1. Tutkimusaineiston yhtiöt	89
	Liite 2. SPSS-tulosteet	90

KUVIOLUETTELO

Kuvio 1. Listautumiset Tukholman, Helsingin ja Kööpenhaminan pörssiin vuosina 2000–2020 (Pörssisäätiö)	14
Kuvio 2. Aineiston yhtiöiden jakautuminen pörsseittäin	58
Kuvio 3. Aineiston listautumiset vuosittain	58
Kuvio 4. Listautuneiden yhtiöiden yhteenlaskettu markkina-arvo vuosittain (miljoonaa euroa)	59
Kuvio 5. Listautumisantien euromääräinen koko (miljoonaa euroa)	60
Kuvio 6. Aineiston yhtiöt markkinakokoluokittain	61
Kuvio 7. Aineiston yhtiöt toimialoittain	63
Kuvio 8. Myynti- ja antiosakkeiden jakauma aineistossa	63
Kuvio 9. Antiosakkeiden määrä suhteessa uuteen osakekantaan	65
Kuvio 10. Tuottojen jakautuminen myyntiosakkeiden ja antiosakkeiden kesken	70

TAULUKKOLUETTELO

Taulukko 1. Listautumisten alihinnoittelu maailmalla (Ritter 2021)	19
Taulukko 2. Listautuneiden yhtiöiden osaketuotto	68
Taulukko 3. Osaketuoton jakautuminen myynti- ja antiosakkeiden kesken	71
Taulukko 4. Pearsonin korrelaatiokerroin myynti- ja antiosakkeiden ja pitkänaikävälillä osaketuottojen välillä	72
Taulukko 5. Täysin anti- ja myyntiosakkein suoritettavat listautumisannit	73
Taulukko 6. Pääomasijoittajataustaisten listautuneiden yhtiöiden osaketuotto	74
Taulukko 7. Pääomasijoittajataustaisten listautumisten T-testi	75
Taulukko 8. Pääomasijoittajataustaisten listautumisten myyntiosakkeiden määrä suhteessa osakekantaan	76
Taulukko 9. Pearsonin korrelaatiokerroin pääomasijoittajataustaisten listautumisten ja myyntiosakkeiden välillä	76
Taulukko 10. Pääomasijoittajataustaisten listautumisten myyntiosakkeiden määrä suhteessa osakeantiin	77
Taulukko 11. Osaketuottojen jakautuminen eri osakelajien kesken pääomasijoittajataustaisissa ja ei-pääomasijoittajataustaisissa yhtiöissä	78

1 JOHDANTO

1.1 Taustaa

Kasvavalle yritykselle tulee jossain kohtaa ajankohtaiseksi pohtia mahdollista pörssilistautumista. Yrityksen listaaminen pörssiin on aina yrityksen historian yksi merkittävimmistä tapahtumista. Jo vuosikymmeniä pörssissä olleet yhtiöt listaavat tapahtuman historiansa aikajanelle sitä esiteltäessä. Pörssissä isoin muutos on yrityksen osakkeiden siirtyminen julkisen kaupankäynnin kohteeksi, jolloin kuka tahansa piensijoittaja voi halutessaan ostaa siivun yrityksestä ja tulla sen yhdeksi omistajista. Pörssin julkisen kaupankäynnin seurauksena yritykselle muodostuu markkina-arvo sen osakkeiden kysynnän ja tarjonnan perusteella, jota sijoittajat ja instituutiot ylläpitävät jatkuva-aikaisesti. Listautuneiden yritysten yleisimpiä syitä pörssilistaamiselle ovat olleet paremman tunnettavuuden tavoittelu, pääoman kerääminen tulevaisuutta varten sekä omien osakkeiden käyttäminen maksuvälineenä yrityskaupoissa ja henkilöstön palkitsemisessa. Lisäksi listautumisanti antaa vanhoille omistajille mahdollisuuden realisoida omia panostuksiaan yritykseen. (Catalan ym. 1989, 81–94; Lounasmeri ym. 2016, 6–7.)

Osakemarkkina ja siten myös listautumismarkkina oli poikkeuksellisen kuuma IT-kuplan aikana vuosituhanen vaihteessa. IT-kuplan aikana tappiollisistakin yhtiöistä oltiin valmiita maksamaan moninkertaisesti liikevaihtoon nähden. Huuma oli viimeistään karannut käsistä, kun sijoittajat jonottivat fyysisesti kaduilla pankkeihin, jotta pääsisivät uuden listautuvan pörssiyhtiön omistajiksi. Markkinan puhaltaman kuplan puhjettua osakekurssit romahtivat ja osa näistä juuri listautuneista yhtiöistä ajautui nopeasti konkurssiin. Markkinoiden viimeisin listautumishuippu koettiin vuonna 2007 juuri ennen finanssikriisin puhkeamista. Toisin sanoen finanssikriisi katkaisi kiihtyvän listautumisen. Voidaankin siis olettaa listautumistahdin ja innokkuuden noudattelevan yleistä markkinakehitystä. Tällaiset kuumentuvat markkinat houkuttelevat listaamattomien yritysten omistajia tuomaan yrityksensä pörssiin lähellä markkinan huippuvaihetta, jolloin yrityksen markkina-arvo saadaan mahdollisimman korkeaksi listautumisen yhteydessä. (Ljungqvist ym. 2006, 1672; Kim & Weisbach 2005, 21–22.)

Nykyinen osakemarkkinan kehitys on jatkunut positiivisena jo poikkeuksellisen pitkään markkinoiden toivuttua vuonna 2007 alkaneesta finanssikriisistä, ja yhtiöiden listautumisinto on kiihtynyt samansuuntaisesti. Mitä korkeammalle markkinat yleensä kipuavat,

sitä suuremman kysynnän listautumisannit saavuttavat sijoittajien keskuudessa. Sijoittajilla on vahva luotto yleiseen markkinatilanteeseen, ja he ovat valmiita lähtemään lähes minkä tahansa yhtiön omistajaksi, kun lähes kaikkien pörssiyhtiöiden osakekurssit kehittyvät positiivisesti antaen parhaan tuotto-odotuksen eri markkinainstrumenteista. Sijoitettava raha hakeutuu normaalia enemmän osakemarkkinoille. Lisäksi tällaisten markkinoiden aikana ilmaantuu ns. pikavoittojen tavoittelijoita, jotka myyvät annissa saadut osakkeet heti ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä hyödyntäen listautumisannin alihinnoittelua.

Listautumisannissa sijoittajat pääsevät ostamaan eli merkitsemään pörssiin uutena yhtiönä tulevan yrityksen osakkeita. Merkitsijöille voidaan tarjota joko täysin uusia osakkeita tai vanhojen omistajien osakkeita. Sijoittajan kannalta ei ole käytännössä mitään merkitystä kumpaa osakelajia hän merkitsee, mutta merkintään käytettyjen varojen kohdentumiseen se kuitenkin vaikuttaa eli käytännössä kenen omistama osake ostetaan. Uusien osakkeiden merkinnöistä saatavat varat päätyvät yrityksen kassaan ja ovat näin yrityksen käytettävissä esimerkiksi yritysostoihin tai investointeihin. Saatuja varoja voidaan siis hyödyntää yrityksen kasvuun. Yleisiä varojen käyttökohteita ovat yritysostot sekä vanhojen vieraiden pääomien takaisinmaksu. Tällaisia yrityksen tarjoamia uusia osakkeita kutsutaan antiosakkeiksi. (Niskanen 2013, 25–26; Lounasmeri ym. 2016, 14.)

Listautumisen yhteydessä myös vanhat omistajat voivat myydä vaivattomasti omia osakkeitaan. Tällöin kuitenkin merkitsijöiden maksamat varat päätyvät vanhoille omistajille eivätkä ole yrityksen käytettävissä. Merkitsevän sijoittajan maksama maksu osakkeista päättyy siis yrityksen kasvun takaamisen ja vauhdittamisen sijasta omistajien taskuun. Listautumisannin yhteydessä myytäviä osakkeita kutsutaan myyntiosakkeiksi. (Lounasmeri ym. 2016, 14.)

Vanhojen omistajien osakemyyntiä voidaan kuitenkin pitää perusteltuna. Pitkään yrityksen omistajina olleet henkilöt tai jopa yrityksen alkuperäiset perustajat voivat realisoida pitkäaikaisia panostuksiaan sekä hajauttaa omia sijoituksiaan ja siten vähentää omien sijoitusten riskiä. Lisäksi osakkeiden myynti listautumisen yhteydessä on helpompaa kuin myynti julkisessa kaupankäynnissä, varsinkin jos on kyse pienestä yrityksestä. Pörssissä ison osake-erän myynti epälikvidillä osakkeella voi olla erittäin haastavaa tai jopa mahdotonta. Listautumisen yhteydessä kysyntä on myös taattua ja

osakkeita pystyy myymään isoja eriä muuttamatta yhtiön markkina-arvoa, kuten listayhtiön osakkeita myymällä tapahtuisi.

Sijoittajien keskuudessa suuret osakemyynnit listautumisen yhteydessä tulkitaan kuitenkin usein negatiiviseksi signaaliksi. Sijoittajat voivat ajatella omistajien käyttävän hyväkseen korkeita arvostustasoja tuodessaan yritystä pörssiin. Omistajat eivät välttämättä itsekään usko nykyisen yrityksen markkina-arvon kasvavan tulevaisuudessa vaan löytävät rahoilleen parempia sijoituskohteita toisaalta. Lisäksi merkittävien osakkeenomistajien uskotaan tietävän markkinoita enemmän yrityksen asioista, kuten esimerkiksi sen nykyisestä tilasta, toiminnasta, kilpailu-uhista sekä tulevaisuuden haasteista. Mikäli osakkeenomistaja uskoisi kurssin kehittyvän suotuisasti pörssissä, ei hän suostuisi myymään osakkeitaan nykyisellä hinnalla. Lelandin ja Pylon (1977, 172) mukaan alkuperäiset osakkeenomistajat voivatkin viestittää sijoittajille yrityksen laadusta pitämällä omistuksensa.

Listamattomien yritysten merkittävimpien osakkeenomistajien taustat ja motiivit kuitenkin vaihtelevat. Yrityksen suurimpina omistajina saattaa olla esimerkiksi yrityksen alkuperäisiä perustajia, yksityisiä sijoittajia tai pääomasijoittajia. Näistä varsinkin pääomasijoittajan omistuksen motiivit eriävät muista. Pääomasijoittajat sijoittavat yrityksiin vain määrääjäksi ja tavoittelevat tältä aikaväliltä sijoituksen arvonnousua myymällä yritys ostettua hintaa kalliimmalla eteenpäin. Pääomasijoittajilla onkin yleensä valmiiksi mietitty exit-strategia - miten ja milloin he aikovat luopua omistuksistaan. Osakemarkkinoiden korkeat arvostustasot houkuttelevatkin pääomasijoittajia tuomaan yrityksensä pörssiin ja samalla realisoimaan sijoituksensa. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2006, 36–37; Lounasmeri ym. 2016, 14.)

Suomalainen pörssiyhtiö Rovio Oyj suoritti yhden Suomen suurimmista osakemyynneistä 2010-luvulla listautumisannin yhteydessä syyskuussa 2017. Rovion vanhat omistajat myivät noin 400 miljoonalla eurolla osakkeita uusille sijoittajille, mikä vastasi 44 prosenttia koko yrityksen osakkeista. Puoli vuotta myöhemmin vuoden 2017 tilinpäätöspäivän päätteeksi osake noteerattiin 4,54 eurossa eli yli 60 prosenttia listautumishintaa alempana. Osake oli jo viikkoa aiemmin tulosvaroituksen yhteydessä laskenut yhden päivän aikana 50,3 prosenttia, mikä on Suomen pörssihistorian yksi suurimmista yksittäisistä päivälaskuista.

1.2 Tutkielman tavoite ja rajaukset

Listautuminen on laajasti tutkittu rahoituksen ilmiö. Listautumisten eniten tutkittu osa-alue on niiden systemaattinen alihinnoittelu. Tutkimukset osoittavat yhteneväisesti, että listautumisantien ensimmäisen päivän tuotot ovat keskimääräisesti huomattavan positiivisia. Listautumisen jälkeisistä pitkän aikavälin tuotoista tutkimukset eivät kuitenkaan ole yhtä mieltä. Osa tutkimuksista on osoittanut pitkän aikavälin tuottojen hävinneen indeksikehitykselle tai antaneet jopa negatiivisen tuoton. Jotkin tutkimukset ovat kuitenkin osoittaneet pitkän aikavälin tuottojen voittaneen indeksin.

Tutkielman tavoitteena on tutkia vanhojen omistajien liikkeitä omistuksissaan listautumisanneissa ja niiden vaikutusta osakekurssin kehitykseen pörssissä. Tutkimuksen tavoitteena on tarkastella, *onko omistajien pysyvyydellä ja vanhojen omistajien myynnillä listautumisannissa vaikutusta yhtiön osaketuottoon pörssissä*. Suuret osakemyynnit listautumisen yhteydessä tulkitaan markkinoilla usein negatiivisesti ja omistajien myyntiä jopa arvostellaan rahastamisena. Tavoite on löytää yhtäläisyyksiä omistajien osakemyyntien ja alhaisemman osaketuoton välillä tai vastaavasti omistajien pysyvyyden ja paremman osaketuoton välillä.

Lisäksi tarkastellaan yhtiön pääomasijoittajataustaisuuden vaikutusta yhtiöiden osaketuottoon eli *ovatko pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden osakekurssit tuottaneet heikommin pörssissä*. Pääomasijoittajaomistajan sijoitus yhtiöön on aina määräaikainen ja päämääränä on aina yhtiöstä irtautuminen suhteellisen lyhyenkin omistusajan jälkeen. Näin luonnollisesti omistajana ollut pääomasijoittaja haluaa maksimoida oman myyntihintansa, sillä pääomasijoittajan saama tuotto perustuu yhtiöstä saatavaan myyntihintaan. Toisaalta pääomasijoittajataustaiset yhtiöt ovat usein hyvin hoidettuja yhtiöitä ja hyvässä tulokunnossa.

Koska alihinnoittelu on suurta ja systemaattisesti listautumisanneissa havaittavaa, tullaan osaketuottoja tarkastelemaan myös ensimmäisen pörssipäivän päätöskurssista eteenpäin, jolloin alihinnoittelu on suurimmaksi osaksi poistunut. Ensimmäisen kaupankäyntipäivän tuotot ovat niin suuria, että ne muodostavat huomattavan osan osaketuotosta vielä kolmen vuoden ajanjakson osaketuottoja tarkasteltaessa.

Tutkimusaineisto koostuu Pohjoismaisista listautumisista Suomessa, Ruotsissa ja Tanskassa. Mukaan luetaan Helsingin, Tukholman ja Kööpenhaminan pääpörssin eli

Nasdaq OMX:n listautumiset. Lisäksi Suomesta mukaan otetaan pienten yhtiöiden First North -listautumiset. First North on osa Nasdaq OMX:ää ja sen tarkoitus on toimia pienten yhtiöiden ponnahduslautana kohti pörssin päälistaa. Listavaihdokset First North -listalta päälistalle on rajattu tutkimusaineiston ulkopuolelle. Myös listavaihdokset pörssistä toiseen, yhtiöiden jakautumiset ja muut listautumiset, joita ei voida pitää uusien pörssi-yhtiöiden listautumisena, on rajattu tutkimuksen ulkopuolelle.

Aineisto kattaa listautumiset vuosilta 2011–2017, jonka aikana osakemarkkina on ollut yleisesti kohtuullisen tasaisesti kasvava ja aineiston vuodet täten toisiaan vastaavanlaisia yleiseltä markkinatilanteelta. Aineistoon on kelpuutettu vain ns. aidot uusien yhtiöiden listautumisannit, jolloin aineiston kooksi näiltä vuosilta muodostuu yhteensä 100 listautumista.

Tutkimuksen aineisto on kerätty listautuneiden yhtiöiden listalleottoesitteistä, listautumista edeltäneiden vuosien tilinpäätöksistä sekä listautumisvuosien tilinpäätöksistä ja listautumisiin liittyneistä pörssitiedotteista. Tiedot yhtiöiden pääomasijoittajataustaisuuksista on saatu kahdelta eri pohjoismaalaiselta pääomasijoittajayhdistykseltä. Tiedot osakekurseista ovat puolestaan haettu Thompson Reutersin Datastream -tietokannasta. Tutkimusosuus puolestaan on toteutettu IBM SPSS Statistics ja Microsoft Excel ohjelmistoilla ja niiden tarjoamilla menetelmillä.

1.3 Tutkielman rakenne

Tutkielman toisessa luvussa käydään lyhyesti läpi tutkielman kannalta olennaisimpia asioita listautumisantiin liittyen, kuten listautumisen ajoittamista ja alihinnoittelua. Toisessa luvussa tehdään selväksi myös antiosakkeiden ja myyntiosakkeiden eroavaisuudet, joka on tutkielman kannalta olennainen ero.

Tutkielman kolmannessa luvussa käydään läpi listautumisen aiheuttamia vaikutuksia sekä yhtiön että omistajien näkökulmasta. Yhtiön näkökulmasta käsitellään lyhyesti yleisimpiä syitä listautumiselle, joita listautuneet yhtiöt ovat kertoneet julkisuudessa, kun perustelevat listautumistaan. Omistajien näkökulmaa koskevissa kappaleissa tuodaan esille jo ennen listautumista mukana olleita omistajia ja heidän kokemiaan vaikutuksia yhtiön siirtyessä listaamattomasta listatuksi. Luvussa käsitellään myös omistajien taustojen, tavoitteiden ja motivaatioiden eriävyyksiä sekä niiden vaikutuksia heidän ratkaisuihinsa listautumisantia järjestettäessä. Neljännessä luvussa käydään läpi

tutkimuksen aineistoa sekä toteutetaan tutkimusosio, jota seuraa johtopäätökset tutkimustuloksista.

2 LISTAUTUMINEN

Yhtiön listaaminen pörssiin on kertaluontoinen ja ainutlaatuinen projekti. Ponnistus on yksi isoimmista askeleista yhtiön elinkaaren aikana. Pörssilistatulla yhtiöllä on listaamattomaan yhtiöön verrattuna paremmat mahdollisuudet kasvattaa sekä laajentaa liiketoimintaansa. Listaamisen jälkeen yhtiön omistajien määrä kasvaa huomattavasti ja yhtiön toiminta tulee olemaan entistä läpinäkyvämpää ja seurattumpaa yleisön silmissä. Espinassen mukaan (2011, 204–207) yhtiön onnistuneeseen listautumiseen tarvitaan mielenkiintoinen yhtiön tarina, hyvä markkinointi, vahva yhtiön johto, suotuista markkinatilanne, sopiva arvonmääritys sekä onnistunut jälkimarkkina pörssilistalla.

2.1 Ajankohdan valinta

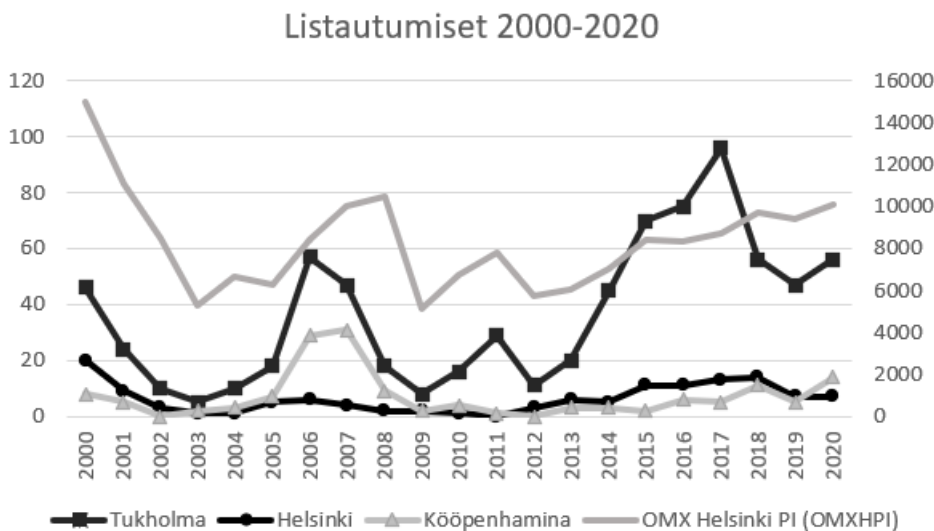
Yhtiön osakkeiden pörssilistaus tapahtuu kerran sen elinkaaren aikana, joten tapahtuma on yksi suurimmista askeleista yhtiön historiassa. Kertaluontoisuuden ja tärkeyden vuoksi listautumisen ajoittaminen onnistuneesti on tärkeää. Yksittäisen yhtiön kohdalla listautumisen ajankohtaa voidaan tarkastella Braun ja Fawcettin (2006, 109) mukaan elinkaari-teorian avulla. Elinkaariteorian mukaan yhtiön kasvaessa tiettyyn pisteeseen sille tulee edullisemmaksi hankkia rahoitusta listautumisen kautta sekä pörssin luomien mahdollisuuksien avulla. Listautuminen on siis kasvavan yhtiön elinkaareissa luonnollinen vaihe, jolloin se saa kasvulleen uuden nosteen.

Braun ja Fawcettin (2006, 13–15) mukaan myös yleinen markkinatilanne on vahva tekijä listautumisen onnistuneessa ajoittamisessa. Yleinen hyvä markkinatilanne takaa hyvät mahdollisuudet listautumisen onnistumiselle. Alla olevasta kuviosta 1 nähdään, että listautumiset ovat noudatelleet markkinoiden yleistä vaihetta nousu- ja laskusuhdanteiden välillä. Markkinoiden viimeaikaiset kriisit ovat ajoittuneet vuosituhannen vaihteelle sekä vuoden 2008 tuntumaan. Näinä heikkoina markkina-aikoina listautumiset ovat selvästi vähentyneet, mutta kriisien jälkeen listautumistahti on kiihtynyt. Listautumiset kulkevatkin usein sykleissä isoimman aallon ajoittuessa nousukauden loppuvaiheille.

Seuraavassa kuviossa 1 on kuvattu listautumiset Suomessa, Ruotsissa ja Tanskassa 2000-luvulla. Yleistä osakemarkkinan tilaa kuviossa kuvaa Helsingin pörssin yleisindeksi (OMX Helsinki PI). Manner-Pohjoismaista Norja on jätetty pois kuviosta, sillä kolme kuvion pörssiä kuuluvat Nasdaq Nordic -pörssiin, kun taas Oslon pörssi kuuluu Euronext -pörssiin alle. Vuosina 2000–2020 Suomessa, Ruotsissa ja Tanskassa uusia

yrittäjiä on listattu pörssiin yhteensä 1045 kappaletta eli keskiarvolta noin 50 yhtiön vuosittain. Ruotsissa yritysten listaaminen on ollut selkeästi suurinta, kun yhteensä 764 yhtiötä on tuotu pörssiin. Vuosikeskiarvoksi tulee 36 yhtiötä, joka muodostaa yli puolet kolmen Nasdaq Nordic -maan listautumisista.

Suomen ja Tanskan pörssissä listautumistahti on ollut keskenään samankaltaista. Yhteensä 131 uutta yhtiötä Suomessa ja 150 uutta yhtiötä Tanskassa on listattu pörssiin. Yhden vuoden keskiarvoksi saadaan tällä aikavälillä 6–7 listautumista. Listaamistahti on ollut siis selkeästi alhaisempaa kuin naapurimaassa Ruotsissa. Suomessa yhtiöiden listaaminen on ollut suhteellisen tasapaksua vuodesta toiseen, kun taas Tanskan ja varsinkin Ruotsin osalta nähdään selkeitä listautumispikkejä. Ruotsin pörssi on myös monilla muillakin mittareilla Pohjoismaiden suurin pörssi.



Kuvio 1. Listautumiset Tukholman, Helsingin ja Kööpenhaminan pörssiin vuosina 2000–2020 (Pörssisäätiö)

Kuten kuviosta 1 huomataan, listautumisten määrä Pohjoismaissa noudattelee hyvin pitkälti Helsingin pörssin yleisindeksin kehitystä. Kuvion ajanjaksolle ajoittuu kolme merkittävää nousutrendin katkaissutta laskusuhdannetta yleisindekseissä. Yleisindeksien laskuvuosina voidaan pitää vuoden 2000 IT-kuplan jälkeistä aikaa, vuoden 2008 finanssikriisin jälkeistä aikaa sekä vuoden 2011 pienempää osakemarkkinan notkahdusta. Nämä markkinan heikommat ajanjaksot erottuvat selkeästi myös Helsingin pörssin yleisindeksistä. Eritoten Ruotsin listautumistrendi noudattelee hyvin vahvasti yleistä markkinatilannetta. Ainoa selvä poikkeavuus ruotsalaisten yhtiöiden listautumisinnokkuudessa ja yleisessä markkinatilanteessa voidaan havaita vuosina

2018–2020, kun yleisindeksit ovat jatkaneet kohoamistaan, mutta Ruotsissa listautumiset ovat tippuneet edellisistä vuosista. Toki vuosi 2020 oli pandemian epävarmuutta tulevaisuudesta. Heikoissa markkinatilanteissa yhtiöt lykkäävät listautumistaan tulevaisuuteen maksimoidessaan listautumisesta saatavia hyötyjä, jolloin jo listautumiskypsät yhtiöt siirtävät listautumistaan. Tämä taas purkautuu useampina listautumisina, kun yleinen markkinatilanne on taas positiivinen listautumisille.

Tukholman pörssin listautumspiikit osuvatkin vuosille 2000, 2006, 2011 ja 2017, joita on seurannut myös yleinen notkahdus markkinoilla selkeän nousumarkkinan jälkeen viimeisintä listautumspiikkiä lukuun ottamatta. Listautumisten määrän vaihtelun noudatteleminen vallitsevan markkinatilanteen mukaan on luonnollista, sillä yhtiö halutaan viedä pörssiin arvostustasojen ollessa huipussaan ja kun osakemarkkinoiden kiinnostavuus on huipussaan yleisön keskuudessa. Brau ja Fawcett (2006, 400) käyttävät tällaisista markkinaolosuhteista nimitystä ”kuumat markkinat” (*hot market*). Vastaavasti kylmiksi markkinoiksi he mieltävät tilan, jolloin markkinat ovat epävakaita ja yhtiöt lykkäävät listautumisia tulevaisuuteen parempien arvostustasojen toivossa.

Kuumista markkinoista osuva esimerkki on vuosituhannen vaihteen IT-kupla. Ljungqvist ja Wilhelm (2003) tutkivat vuoden 1999 ja 2000 ajan listautumisannin jälkeisiä yhden päivän listattujen yhtiöiden osaketuottoja. He havaitsivat, että vuonna 1999 ensimmäisen pörssipäivän tuotot olivat olleet 73 prosenttia ja vuotta myöhemmin 58 prosenttia. Vastaavasti muutama vuosi ennen markkinan ylikuumenemista vuonna 1996 yhden päivän tuotot olivat olleet 17 prosenttia. Ljungqvistin ja Wilhelmien mukaan suuri ero selittyy sillä, että rationaaliset omistajat vievät yrityksensä pörssiin ja rahastavat kuumilta markkinoilta ylisuurilla arvostustasoilla.

Useissa tutkimuksissa kiihtyvää listautumistahtia kutsutaan myös listautumisaalloksi (*IPO wave*). Chemmanurin ja Hen (2011, 412) tutkimusten mukaan yhtiön listaaminen IPO-aallon huippuvaiheessa saattaa johtaa heikkoihin tunnuslukuihin listautumisen jälkeen. Käteisvarat on kuitenkin todennäköisesti saatu maksimoitua mikä osaltaan auttaa yhtiötä. Heidän mukaansa listautumisaallon alkuvaiheilla listautuminen antaa parhaat edellytykset pörssilistalla menestymiselle. Chemmanurin ja Henin (2011, 412) mukaan tällaisella ajankohdalla ovat usein listautuneet yhtiöt, jotka eivät ole tarvinneet pääomaa investointeihin, vaan ovat pikemminkin halunneet hyödyntää yhtiöstä maksettavan yliarvostuksen vallitsevan markkinatilanteen takia.

Listautumisen ajoittaminen markkina-arvon maksimoimiseksi on tutkimuksen kannalta mielenkiintoinen aihe. Listautumisella myyntihintaa maksimoivat yhtiön omistajat haluavat luonnollisesti ajoittaa yhtiön viemiseen pörssiin hetkeen, jolloin siitä maksetaan mahdollisimman korkeaa hintaa.

2.2 Alihinnoittelu

Listautumisantien alihinnoittelu on laajasti tutkittu aihe, sillä alihinnoittelua esiintyy listautumisanneissa lähes poikkeuksetta, ja listautumisten tarjoamat lyhyen aikavälin tuotot ovat prosentuaalisesti suhteellisen suuria. Alihinnoittelulla tarkoitetaan pääsääntöisesti osakkeen merkintähinnan ja ensimmäisen pörssipäivän päätöshinnan erotusta, jonka ollessa positiivinen listautumisannin sanotaan olleen alihinnoiteltu. Listautumisessa tarjottu hinta on siten alihintainen verrattuna markkinoilla toteutuneeseen kysynnän ja tarjonnan perusteella muodostettuun hintaan, mikäli ensimmäisen pörssipäivän sulkiessa osake noteerataan listautumishintaa korkeammalla. Positiiviset lyhyen aikavälin tuotot ovat tuoneet markkinoille ns. pikavoittojen tavoittelijoita, joiden päämäärä on hyötyä vain ensimmäisen pörssipäivän tuomasta arvonnoususta.

2.2.1 Antihinnan määrittäminen

Listaamattomien yhtiöiden hinnoittelu aiheuttaa haasteita, sillä yhtiön osakkeella ei ole tehokasta kysyntää ja tarjontaa, joka määrittäisi yhtiön markkina-arvon. Listaamattomien yhtiöiden markkina-arvo joudutaan määrittelemään useiden arvonmuodostus mittareiden sekä erilaisten arvioiden avulla. Yhtiön listautuessa pörssiin tulee ajankohtaiseksi määrittää yhtiölle markkina-arvo, jonka perusteella osakkeita lähdetään tarjoamaan markkinoille. Listauksessa markkina-arvon määrittämisestä vastaavat yhtiön itsensä lisäksi listautumisen pääjärjestäjä sekä mahdollisesti myös potentiaaliset institutionaaliset sijoittajat. Usein yhtiö ja pääjärjestäjä tekevät arvioita markkina-arvosta, joita institutionaaliset sijoittajat eli potentiaaliset yhtiön osakkeita merkitsevät tahot täsmentävät palautteen muodossa. Näin saadaan hahmoteltua mille tasolle markkina tulee määrittämään yhtiön markkina-arvon pörssissä. (Lounasmeri ym. 2016, 26.)

Arvonmääritysmalleja on monia, mutta listautumisten osalta keskeisimpänä tapana hahmotella markkina-arvoa voidaan pitää verrokkiyhtiöanalyysiä. Verrokkiyhtiöanalyysissä listautuvaa yhtiötä rinnastetaan ja vertaillaan jo listattujen yhtiöiden markkina-arvoihin.

Pörssiyhtiöiden vertailujen ja analyysien pohjalta johdetaan listautuvalle yhtiölle arvo, jonka arvioidaan olevan linjassa verrokkien markkina-arvoihin. Toinen tärkeä työkalu arvonmäärityksessä on tulevaisuuden odotettujen kassavirtojen diskonttaus listautumishetkeen. Näistä yleisimpänä voidaan pitää osinkoperusteista mallia, jossa yhtiön odotetut osingot diskontataan nykyhetkeen. (Nikkinen ym. 2002, 149; Lounasmeri ym. 2016, 26.) Huomioitavaa on, että monet arvonmääritysmallit perustuvat tulevaisuuden odotuksiin, joiden tulkinta on aina osin subjektiivinen näkemys.

Arvonmäärityksien pohjalta tulee päättää millä markkina-arvolla yhtiö halutaan viedä pörssiin. Antihinnan valintaan vaikuttaa markkina-arvon lisäksi sekä yhtiön että omistajien tarpeet ja halu ali- tai ylihinnotteluun. Ylihinnotteluun päätyvät yhtiöt, jotka maksimoivat annin tuomia tuloja. Liiallinen ylihinnottelu voi kuitenkin johtaa annin kysynnän niukkuuteen, joka pahimmillaan johtaa listautumisen epäonnistumiseen ja siten tarpeettomiin kustannuksiin sekä mahdollisesti huonoon maineeseen mediassa. Usein yhtiöt päätyvät tarjoamaan markkinoille yhtiön osakkeita edulliseen hintaan, jolloin kysyntäpuoli taataan ja yhtiö saadaan vietyä onnistuneesti pörssilistalle asti. Lisäksi yhtiö saa positiivista julkisuutta, kun yhtiön osake avaa pörssitaipaleensa plus-merkkisesti. (Lounasmeri ym. 2016, 5–6.)

Kun yhtiön markkina-arvo on määritelty, tulee vielä päättää yhden osakkeen nimellishinta. Osakkeen nimellishinnalla tarkoitetaan yhdestä osakkeesta maksettavaa hintaa. Periaatteessa osakkeen nimellishinnalla ei ole merkitystä rationaaliselle sijoittajalle, sillä on yhdentekevää, onko yhden osakkeen hinta kymmenen euron sijasta kaksikymmentä euroa, jos yhtiön osakkeiden lukumäärä on puolet pienempi edelliseen verrattuna. Näissä tapauksissa yhtiön markkina-arvo ja sijoittajan omistusosuus yhtiöstä ovat silti samat. Rationaalinen sijoittaja ei luonnollisesti anna nimellishinnalle painoarvoa sijoituspäätöstä tehdessä, mutta kokemattomalle piensijoittajille nimellishinnalla saattaa olla kuitenkin merkitystä. Osakkeen nimellishinnan valinnalla saattaa siten olla psykologisia vaikutuksia. (Espinasse 2011 10–11.)

Espinassen (2011, 11) mukaan nimellishinta onkin hyvä valita lähelle verrokkiyhtiöiden pörssihintoja, jolloin piensijoittajat eivät ajaudu tekemään virheellisiä päätelmiä yhtiöstä nimellishintaan perustaen. Liian alhainen tai korkea osakkeen hinta saattaa viedä piensijoittajan mielenkiinnon yrityksestä, vaikka nimellishinnalla ei ole teoriassa yhteyttä yrityksen arvoon. Nimellishinta kannattaa myös asettaa tarpeeksi korkealle, jotta yhtiö ei

kohtaa riskiä, jolloin se leimattaisiin ”senttiyhtiöksi” pörssissä. Toisaalta liian korkealle aseteltu hinta saattaa vaikeuttaa piensijoittajan sijoittamista, kun joutuu sijoittamaan yli tai alle halutun sijoitussumman.

Mikäli osakkeen nimellishinta nousee pörssissä turhan korkealle, voidaan suorittaa osakkeen splittaus, jolla hinta saadaan palautettua takaisin alemmalle tasolle. Yksi yleisimmistä splittausmuodoista on yksinkertaisesti osakemäärän kaksinkertaistaminen, jolloin jokainen osakkeenomistaja saa yhtä osaketta kohden yhden osakkeen lisää. Näin yhtiön osakkeiden määrä kaksinkertaistuu ja osakkeen nimellishinta puolittuu markkinoilla. Vaikka nimellishinnalla ei ole merkitystä osakkeen arvoon, ovat osakkeensa splitanneet yhtiöt useiden tutkimusten mukaan antaneet ylituottoa seuraavan kolmen vuoden aikana suhteessa muuhun markkinaan. (Lindström 2013.)

Ylituottoja voidaan selittää psykologisten vaikutusten lisäksi parantuvalla likviditeetillä. Korkealle karannut osakekurssi heikentää likviditeettiä mikä taas korreloi markkina-arvon kanssa (Ritter & Welch, 2002). Esimerkiksi maailman rikkaimmaksi tituleeratus Warren Buffetin sijoitusyhtiö Berkshire Hathaway ei ole ikinä splitannut A-sarjan osakettaan (Bloomberg 2017.) Tänä päivänä yhtiön A-osake maksaa noin 300 000 dollaria. Luonnollisesti pilvissä noteeratun osakkeen likviditeetti on todella alhainen. On myös hyvä muistaa, että splittaus tehdään aina nouseville osakekursseille, joten osakkeella voi olla nousutrendi käynnissä, kun splittaus tehdään, jolloin se saattaa jatkaa suotuisaa kurssikehitystä splitattiin osake tai ei.

2.2.2 Lyhyen aikavälin alihinnoittelu

Listautumisilmiöitä laajasti tutkinut Jay R. Ritter on koonnut vuodesta 1994 asti vuosittain päivittämäänsä koostetta listautumisten yhden päivän tuotoista maailmanlaajuisesti. Taulukossa 1 on vuonna 2021 ajantasaistetut yhden päivän tuotot valtioittain. Tutkielman taulukkoon on otettu mielenkiintoisia maita Ritterin tutkimusten kokoelmasta. Suurin osa viime vuosien tutkimuksista on britannialaisen investointipankin Dealogicin teettämiä.

Taulukko 1. Listautumisten alihinnoittelu maailmalla (Ritter 2021)

Maa	Lähde	Otos- koko	Aikaväli	Keskimääräinen tuotto
Australia	Lee, Taylor & Walter; Woo; Pham; Dealic	2,069	1967–2018	19,8%
Belgia	Rogiers, Manigart & Ooghe; Manigart & DuMortier; Dealogic	154	1984–2017	11,0%
Bulgaria	Nikolov	9	2004–2007	36,5%
Espanja	Ansotegui & Fabregat; Alvarez Otera; Dealogic	199	1986–2018	9,2%
Hollanti	Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs; Jenkinson, Ljungqvist, & Wilhelm; Ritter	212	1983–2017	13,3%
Hong Kong	McGuinness; Zhao & Wu; Ljungqvist & Yu; Fung, Gul, and Radhakrishnan; Dealogic	2,042	1980–2017	44,5%
Intia	Marisetty and Subrahmanyam; Dealogic Seth	3,202	1990–2020	84,0%
Irlanti	Dealogic	38	1991–2013	21,6%
Iso-Britannia	Dimson; Vismara; Levis; Doukas & Hoque	5,185	1959–2016	15,8%
Italia	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi; Vismara; Dealogic	413	1985–2018	13,1%
Itävalta	Aussenegg; Dealogic	106	1971–2018	6,2%
Japani	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer, & Ritter; Kaneko & Pettway; Kaneko; Dealogic	3,756	1970–2019	46,8%
Jordania	Al-Ali and Braik	53	1999–2008	149,0%
Kiina	Chen, Choi, & Jiang; Jia, Xie, Zhang, & Ritter; Qian; Jin; Dealogic	4,177	1990–2020	170,2%
Kreikka	Nounis, Kazantzis & Thomas; Thomadakis, Gounopoulos & Nounis	373	1976–2013	50,8%
Kypros	Gounopoulos, Nounis, and Stylianides; Chandriotis	73	1997–2012	20,3%
Nigeria	Ikoku; Achua; Dealogic	125	1989–2017	12,8%
Norja	Emilsen, Pedersen & Saettem; Liden; Dealogic; Fjesme	266	1984–2018	6,7%
Portugali	Almeida & Duque; Dealogic	33	1992–2017	11,5%
Puola	Jelic & Briston; Woloszyn; Sieradzki	350	1991–2019	11,7%
Ranska	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack; Chahine; Ritter; Vismara; Dealogic	934	1983–2017	9,7%
Ruotsi	Rydgqvist; Schuster; de Ridder	405	1980–2015	25,9%
Tanska	Jakobsen & Sorensen; Ritter	173	1984–2017	7,4%
Saksa	Ljungqvist; Rocholl; Vismara; Dealogic	840	1978–2020	21,8%
Saudi-Arabia	Al-Anazi, Forster, & Liu; Alqahtani	80	2003–2011	239,8%
Singapore	Lee, Taylor & Walter; Dawson; Dealogic	687	1973–2017	25,8%
Suomi	Keloharju; Dealogic	209	1971–2018	14,2%
Sveitsi	Kunz, Drobetz, Kammermann & Walchli; Dealogic	164	1983–2018	25,2%
Turkki	Kiyamaz; Durukan; Ince; Kucukkocaoglu; Elma; Dealogic	404	1990–2014	9,6%
Venäjä	Dealogic	64	1999–2013	3,3%
Yhdistyneet Arabiemiraatit	Alanzi & Al-Zoubi	24	2003–2010	270,1%
Yhdysvallat	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	13,409	1960–2020	17,2%

Taulukosta 1 nähdään, että suurissa Euroopan maissa alihinnoittelu on ollut keskimäärin 10–20 prosentin välimaastossa. Vastaavasti maailman johtavassa talousmaassa Yhdysvalloissa vuosina 1960–2020 yli 13 tuhannen listautumisen otannalla alihinnoittelu on ollut keskimäärin 17,2 prosenttia.

Pohjoismaissa listautumisantien ensimmäisen kaupankäyntipäivän tuotot ovat hyvin linjassa Euroopan muihin maihin verrattuna. Ruotsissa 1978–2020 listautumiset ovat olleet keskimäärin 25,9 prosenttia alihinnoiteltuja. Puolestaan Suomessa Keloharjun ja Dealogicin tutkimusten mukaan vuosina listautumiset vuonna 1971–2018 ovat antaneet 14,2 prosentin tuoton ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä. Pohjoismaista heikoimmat listautumisten pikatuotot on saatu Norjasta ja Tanskasta. Viimeisenä neljänä vuosikymmenenä listautumiset Tanskassa ovat antaneet 7,4 prosentin tuoton ja Norjassa 6,7 prosentin tuoton. Tuottoprosentit jäävät jälkeen muita maita vertailtaessa, mutta tuotot ovat kuitenkin varsin hyvät, kun kyse on lyhyen aikavälin sijoituksesta.

Taulukosta 1 voidaan havaita poikkeuksellisen suuria tuottoja Kiinan, Jordanian ja Saudi-Arabian kohdalla. Yhteistä näillä mailla on, että ne ovat tutkimuksen vuosina vaurastuneet prosentuaaliset huomattavasti enemmän, mitä jo vuosikymmeniä sitten kehittyneet maat. Esimerkiksi öljyvaltiot Jordania, Saudi-Arabia ja Yhdistyneet Arabiemiraatit ovat vetäneet viime vuosina paljon ulkomaalaista pääomaa maahan, kun valtiot ovat rakentaneet kaupungeistaan nousevia talouskeskuksia. Kiinan markkinat ovat pidempään jo kiinnostaneet ulkomaalaisia sijoittajia pääomineen. Uusia innovaatioita ja kasvuyrityksiä riittää, mutta länsimaalainen sijoittaja kohtaa lukuisia riskejä poliittisista valuuttariskeihin.

Suomessa listautumisia Keloharjun ja Dealogicin lisäksi ovat tutkineet Hahl, Vähämaa ja Äijö (2014, 19), jotka tutkivat Suomessa vuosina 1994–2006 listautuneiden yhtiöiden ensimmäisen kaupankäyntipäivän tuottoja. Tutkimuksen ajankohta on mielenkiintoinen, sillä tutkimuksen aikaväliin ajoittuu vuosituhannen vaihteen IT-kupla. Heidän aineiston yhtiöiden osakekurssit nousivat keskimäärin 15,6 prosenttia ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä. Keskimääräinen tuotto on hyvinkin linjassa taulukossa mainittuihin Keloharjun ja Dealogicin tutkimuksiin, eikä tuotto poikkea merkittävästi muista taulukon maista.

Ljungvist ja Wilhelm (2003) tutkivat IT-kuplan aikaisia listautumisia maailmanlaajuisesti. Heidän mukaansa vuosina 1999–2000 listautuneet yhtiöt nousivat keskimäärin 58–

73 prosenttia. Heidän havaintonsa poikkeavat jo hyvinkin paljon yleisestä vähän yli kymmenen prosentin päivätuotosta. Kuplien muodostumisen aikana yhtiöistä maksetaan isoja summia, kun markkinoilla kaikki kurssit tuntuvat nousevan ja uusia sijoittajia tulee rahoineen koko ajan markkinoille lisää. Listautumisissa rajoittunut tarjonta vain kasvattaa ylikysynnän luomaa hintapainetta.

Tärkein havainto listautumisten ensimmäisen kaupankäyntipäivän tuotoista esittävässä taulukossa 1 on, että kuinka systemaattista listautumisten alihinnoittelu on maailmanlaajuisesti. Jokaisessa tutkitussa valtiossa listautumiset ovat tarjonneet keskimäärin positiivisen tuoton heti ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä. Tuotto on ollut myös verrattain suurta yhdelle päivälle verrattuna osakemarkkinoiden noin seitsemän prosentin historialliseen vuotuisen tuottoon.

Alihinnoittelua selittäviä teorioita on lukuisia. Teorioita on niin yhtiön omasta valinnasta tarjota yhtiön osakkeita halvalla kuin sijoittajien luomasta ylikysyntätilanteesta. Alihinnoittelua selittäviin tekijöihin paneudutaan pitkin tutkielman kulkua eri kappaleissa.

2.2.3 Pitkän aikavälin kurssikehitys

Kuten havaittiin listautuneet yhtiöt ovat antaneet lyhyellä aikavälillä keskimäärin erittäin hyvän tuoton, joka on purkautunut jo heti ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä. Kuitenkin pidemmällä aikavälillä listautuneisiin yhtiöihin sijoittaminen ei ole ollut niin tasaisen tuottoisaa. Monet tutkimukset osoittavat, että listautuneen yhtiön osakekurssi pörssilistalla ei ole kehittynyt ensimmäisen kaupankäyntipäivän lupaamalla tavalla.

Jay R. Ritter (1991, 3–27) tutki vuosien 1975–1984 listautuneiden yhtiöiden osakkeiden tuottoa seuraavan kolmen vuoden ajalta. Hänen tutkimuksiansa mukaan listautuneiden yhtiöiden osakekurssit kehittyivät selvästi yleistä markkinaindeksiä heikommin. Ritterin tutkimuksissa listautumisten systemaattinen alihinnoittelu poistettiin laskemalla osakkeen pitkän aikavälin tuotto ensimmäisen pörssipäivän päätöskurssista eteenpäin. Listautuneet yhtiöt tuottivat keskimäärin 34,47 prosenttia, kun vertailuryhmänä toiminut markkinaindeksi antoi 61,86 prosentin tuoton samalla aikavälillä. Pitkän aikavälin tuotoissa havaittiin vaihtelua listautumisvuoden ja toimialan mukaan. Ritter selitti listautuneiden yhtiöiden pitkän aikavälin heikkoa tuottoa niihin listautumisen yhteydessä kohdistuneella laumakäyttäytymisellä, sijoittajien ylioptimismilla sekä virheellisillä arvioinneilla ja huonolla onnella.

Keloharju (1993) teki vastaavan tutkimuksen Suomen markkinoilla vuosina 1984–1989 listautuneille 80 yhtiölle. Listautuneet yhtiöt antoivat kolmen vuoden ajanjaksolla -26,4 prosentin tuoton, kun samassa ajassa vertailukohtana käytetty markkinaindeksi tuotti -1,6 prosenttia. Listautumisantien ensimmäisen kaupankäyntipäivän tuotto oli näillä yhtiöillä keskimäärin 8,7 prosenttia positiivinen. Erityisen heikosti Keloharjun tutkimuksessa tuottivat pienet yhtiöt kolmen ensimmäisen pörssivuoden aikana.

Hahl, Äijö ja Vähämaa (2014) puolestaan tekivät Keloharjun tutkimusta vastaavan tutkimuksen myöhemmin vuosina 1994–2006 Suomessa listautuneisiin 67 yhtiöön. Heidän aineistonsa yhtiöt antoivat hyvän 15,6 prosentin positiivisen tuoton listautumispäivänä. Seuraavan kolmen vuoden aikana listautuneet yhtiöt tuottivat kuitenkin jopa 30 prosenttia yleistä markkinaindeksiä heikommin. Tämänkin suomalaisen aineiston mukaan on ollut erittäin kannattavaa ottaa osaa listautumisanteihin, mutta yhtiöt ovat kannattaneet keskimäärin myydä heti ensimmäisen päivän aikana ja sijoittaa varat toisaalle sijoitusmarkkinoilla.

Hahl, Äijö ja Vähämaa (2014, 27) tutkivat samalla aineistolla myös eroavaisuuksia kasvu- ja arvo-osakkeiden välillä. He havaitsivat, että kasvuosakkeiden tuottaneen ensimmäisenä kaupan-käyntipäivänä arvo-osakkeita paremmin. Kuitenkin pitkällä aikavälillä arvo-osakkeet tuottivat kasvuosakkeita paremmin. Arvo-osakkeiden tuotto oli linjassa markkinaindeksien kanssa, mutta kasvuosakkeet tuottivat yleistä markkinaindeksiä heikommin. Kasvuosakkeiden heikko pidemmän aikavälin suoriutuminen selitti kokonaan listautuneiden yhtiöiden häviämisen markkinaindeksille. Eroavaisuutta kasvu- ja arvo-osakkeiden välillä voidaan selittää sijoittajien halukkuudella ottaa enemmän osaa kasvuosakkeiden listaamisiin.

Westerholm (2006) puolestaan tutki vuosien 1991–2002 listautumisia Pohjoismaissa. Westerholm käytti pitkänä aikavälinä viittä vuotta tavanomaisen kolmen vuoden sijaan. Hän havaitsi, että listautuvien yhtiöiden alisuoriutumista esiintyneen Suomessa ja Ruotsissa, kun taas Norjassa ja Tanskassa listautuneiden yhtiöiden osakekurssien kehitys oli yhteneväistä markkinaindeksien kanssa. Suomessa listautuneet yhtiöt antoivat ensimmäisen pörssipäivän alihinnoittelun tuomat tuotot poistettuna -12,6 prosentin tuoton seuraavan viiden vuoden aikana pörssissä. Hahlin ym. (2014) ja Westerholmin (2006) tutkimuksissa on taas huomioitavaa niiden aikavälin sisällyttävän IT-kuplan, jolloin listautumismarkkina oli poikkeuksellisen kuuma.

Kuten aiemmista tutkimuksista nähdään listautumisannit tuottavat hyvin systemaattisesti ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä hyvinkin positiivisen tuoton verrattaessa antihintaa ja ensimmäisen päivän päätöskurssia. Kuitenkin pidemmällä aikavälillä ensimmäisen päivän jälkeen tuotto ei ole ollut niin systemaattista ja positiivista. Usein listautuneet yhtiöt ovat antaneet jopa negatiivisen tuoton pidempää aikaväliä tarkasteltaessa.

2.2.4 Hinnan vakauttaminen

Listautumisannin pääjärjestäjä sitoutuu usein listautumisen jälkeiseen osakkeen hinnan vakauttamiseen pörssissä. Hinnan vakauttamisella (*price stabilization*) tarkoitetaan toimenpiteitä, jolla listautuvan yhtiön pörssikurssi saadaan pidettyä lähellä antihintaa, jos se meinaa pudota pörssissä. Listautumisannin pääjärjestäjä voi suorittaa tukiostoja, jolloin kysyntäpuolta saadaan tuettua ja siten hinnanlaskua rajoitettua. Hinnan noustessa rajusti pörssissä pääjärjestäjällä on myös optio-oikeus myydä osakkeita, jolloin myyntipuolta saadaan tuettua ja hinnan suuret liikkeet maltillisimmiksi. Vakauttamisen tavoitteena on välttää osakkeen suuri volatilitteetti julkisen kaupankäynnin alettua pörssissä. Hinnan vakauttamisen optio-oikeus on tavanomaisesti voimassa 30 päivän ajan listautumisesta. Yläraja option mukaan tehdyille osakeostoille ja -myynneille on 15 prosenttia listautumisessa tarjotusta osakemäärästä. (Espinasse 2011, 209–214.) Rajoitteet vaihtelevat Espinassen mukaan maittain, mutta esimerkiksi Suomessa ja Ruotsissa ovat käytössä juuri Espinassen mainitsemat rajat. Vakauttustoimet ovat myös sitä yleisimpiä, mitä suurempi listautumisannin koko on. (Saadah & Panjaitan 2016, 74.)

Ylikysyntäoptio (*over-allotment option*) oli tutkimuksen aineiston listautumisissa varsinkin Ruotsissa hyvin suosittu. Ylikysyntäoptioita toteutetaan, kun listautumisanti saavuttaa suuren suosion ja ylimerkinnän lisäksi kysyntää riittää myös pörssilistalla enemmän mitä markkinoilla on tarjota osakkeita ostettavaksi. Ylikysyntäoptiossa listautumisen pääjärjestäjä lainaa sovitun enimmäismäärän osakkeita yleensä yhtiön suurimmilta omistajilta tai vaihtoehtoisesti yhtiöltä, jos listautumisanti on ollut antiosakepainotteinen. Optio on voimassa 30 päivän ajan, jonka jälkeen pääjärjestäjä palauttaa toteuttamatta jääneen option osan takaisin osakkeiden alkuperäiselle omistajalle. Option mukaisesti suoritettujen myyntien tuloksesta sekä mahdollisesti muuttuneista omistusosuuksista julkistetaan pörssitiedotteella. Ylikysyntäoptioita toteutetaan tyypillisesti heti ensimmäisinä pörssipäivinä – viimeistään viikon sisällä listautumisesta. (Espinasse 2011, 210–212.)

Tutkimuksen aineiston listautumisissa vanhalta omistajalta lainaaminen on huomattavasti yleisempää. Näin vanha omistaja saa mahdollisesti myytyä enemmän osakkeita ja samalla turvattua listautumisen onnistumista. Mikäli alkuperäinen osakemyynti ja option myyntierä olisi tarjottu suoraan listautumisannin yhteydessä, olisi ollut vaarana listautumisen epäonnistuminen, jos kysyntä olisikin ollut oletettua heikompaa.

Hinnan vakauttaminen vaikuttaa suuresti osakkeen hintaan lyhyellä aikavälillä, sillä pääjärjestäjän optio-oikeus kattaa suuren määrän osakkeita. Ruud (1993) selittää listautumisanneissa esiintyvää alihinnoittelua tukiestojen avulla. Ruudin tutkimuksessa listautumisantien, joissa ei käytetty tukiestoja, ensimmäisen päivän tuotot olivat lähellä nollaa. Ruudin mukaan hinnan pudotessa markkinoilla alle antihinnan toteutetaan tukiestoja, jolloin negatiiviset ensimmäisen päivän tuotot laimenevat tai päättyvät lopulta positiivisiksi tuotoiksi, vaikka markkinan paine painaisi hinnan alle antihinnan. Tämä johtaa ensimmäisen päivän positiivisiin tuottoihin, kun luonnolliset negatiiviset tuotot poistuvat. Listautumisanteja ei yleensä tietoisesti alihinnoitella vaan ne yritetään arvostaa todellisen markkina-arvon mukaan. Ylihinnoiteltuja listautumisia ei kuitenkaan päästetä kohti todellista markkina-arvoa, vaan niiden yliarvostettua tasoa ylläpidetään. Näin saadaan listautumiset näyttämään yleisesti alihinnoitelluilta, kun ylihinnoittelu ei näy markkinahinnassa niin voimakkaasti kuin alihinnoittelu.

Vakautustoimet antavat sijoittajille turvaa ottaa osaa yhtiön listautumiseen. Chowdhryn ja Nandan (1996, 25–27) mukaan vakauttamistoimista hyötyvät eritoten ei-informoidut sijoittajat, jotka eivät osaa arvioida yhtiön todellisesta arvoa. Informoidut sijoittajat, jotka kykenevät tunnistamaan yhtiön todellisen arvon eivät ota osaa ylihinnoiteltuihin listautumisanteihin ja siten hyödy vakauttamistoimista. Chowdhryn ja Nandanin mukaan vakauttamistoimet ovat näin varsin kallis toimenpide pääjärjestäjälle pitää ei-informoidut sijoittajat markkinoilla ja turvata heidän sijoituksiaan.

Vakauttamistoimia tutkineilla tutkijoilla on monia eri näkökulmia vakauttamistoimiin sekä niiden vaikutukseen osakkeen hintaan ja pörssitaipaleen alkuvaiheen tuottoihin. Ljungqvist tiivistää kuitenkin hyvin vakauttamistoimista tehdyt tutkimukset. Hänen mukaansa tutkimukset eivät pysty selittämään missä määrin hinnan vakauttamistoimet selittävät alihinnoittelun ilmenemistä, mutta niiden käyttö vaikuttaa varmasti lyhyen aikavälin osaketuottoihin. (Ljungqvist 2007, 420.)

2.3 Voittajan kirous

Listautumisten yleinen alihinnoittelu on tuonut markkinoille ns. pikavoittojen tavoittelijoita, joiden tavoite on hyötyä vain ensimmäisen päivän arvonnoususta. Yleisestä alihinnoittelusta hyötyä tavoittelevat sijoittajat saattavat kohdata kuitenkin voittajan kirouksen (*winner's curse*), jonka kohtaamisen todennäköisyys kasvaa mitä useampaan listautumisantiin osallistuu. Voittajan kirous -teorian mukaan sijoittajat voidaan jaotella kahteen kategoriaan: sijoittajiin, jotka ymmärtävät ja tietävät yhtiön todellisen arvon sekä sijoittajiin, joilla tätä tietoa tai ymmärrystä ei ole. Kun yhtiö on hinnoiteltu listautumisannissa yli todellisen arvonsa, eivät siitä tietoiset sijoittajat tietenkään osallistu antiin. Antiin osallistuvat kuitenkin yhtiön todellisesta arvosta tietämättömät sijoittajat, jolloin he maksavat yhtiöstä ylihintaa. Pitkällä aikavälillä yhtiön todellisesta arvosta tietämättömät sijoittavat kohtaavat voittajan kirouksen, jolloin heidän sijoituksistaan listautumisanteihin tulee tappiollista, vaikka keskimäärin anteihin sijoittaminen antaa positiivisen tuoton. (Rock 1986, 187.)

Listautumisanteja tutkivat tutkimukset jättävät usein huomiotta ylimerkintätilanteet ja niistä johtuvat osakkeiden allokaation. Näin sokeasti anteihin osallistuminen saadaan näyttämään kannattavalta toimintatavalta harjoittaa sijoittamista. Ylimerkinnällä ja osakkeiden allokaatiolla tarkoitetaan tilannetta, jolloin listautumisantiin varataan esimerkiksi miljoona uutta osaketta. Antiin osallistuu 10 000 sijoittajaa, jotka haluavat keskimäärin merkitä 500 yhtiön osaketta. Täten markkinoilla halutaan merkitä viisi miljoona osaketta, mutta tarjontapuolelta löytyy vain miljoona osaketta. Ylimerkintä on näin viisinkertainen ja osakkeita pystytään antamaan sijoittajille vähemmän kuin he alun perin halusivat. Listautumisessa jokainen merkitsevä sijoittaja tulee samaan osakkeita, jolloin heidän luonnollisesti heidän saamasta osakkeiden määrästä joudutaan tinkimään, kun sijoittajien määrästä ei tingitä.

Yleinen käytäntö ylimerkintätilanteessa on, että merkitsijöille annetaan kiinteä määrä osakkeita sekä ylimenevältä osalta kaikille sama prosentti merkitystä. Mitä moninkertaisempi ylimerkintä on, sitä enemmän joudutaan leikkaamaan ja sitä vähemmän alun perin enemmän merkinnyt sijoittaja tulee osakkeita saamaan suhteessa vähän osakkeita merkinneeseen sijoittajaan. Ylimerkinnästä ja osakkeiden allokaatiosta johtuen listautumisanteihin sokeasti sijoittamisesta tuleekin kannattamattomampaa, mitä suuremmalla summalla sijoittaja on liikkeellä.

Keloharju (1993, 252–272) on tutkinut voittajan kirousta Suomen osakemarkkinoilla vuosina 1984–1989. Tällä aikavälillä listautumisanteihin sijoittaminen antoi keskimäärin 8,7 prosentin tuoton ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä. Keloharju tutki myös tuottoja eri sijoitussummilla ottaen huomioon myös osakkeiden allokaatiot mahdollisissa ylimerkintätilanteissa. Sijoitussummat olivat 5 000–500 000 silloisen Suomen markan välillä. Viiden tuhannen markan sijoitus antoi keskimäärin 5,1 prosenttia ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä. Puolestaan puolen miljoonan markan sijoituksen antoi negatiivisen -4,9 prosentin tuoton. Ero selittyy voittajan kirouksella, jolloin sokeasti anteihin sijoittava sijoittaja sai ylihinnoiteltuja osakkeita täysimääräisesti, mutta parhaista ja eniten alihinnoitelluista yhtiöistä sijoittajan salkkuun päätyi vain murto-osia halutusta summasta. Sijoittaja siis käytännössä sai kannattamattomimmista osakkeista täysimääräisesti, jolloin tappio maksimoituu. Parhaimpien osakkeiden kohdalla sijoitettua summaa leikataan isollakin kädellä, jolloin saatu rahamääräinen voitto jää pieneksi, vaikka prosentuaalinen tuotto suhteessa avaushintaan olisikin huppea.

Yksi Suomen viime vuosien suurimmista merkintöjen leikkaamisista jouduttiin tekemään lakipalveluita tarjoavan Fondian listautumisessa. Vuonna 2017 First North -markkinapaikalle listautunut Fondia keräsi jo ennakkoon paljon huomiota sijoittajien keskuudessa ja anti ylimerkittiinkin 10,8-kertaisesti. Tarjottavia osakkeita oli vain 651 000 kappaletta, kun sijoitusmarkkinan kysyntä oli yli 7 miljoonaa osaketta. Yhteensä antiin osallistui noin 5 200 osakesijoittajaa, mikä on noin 30 miljoonan euron markkina-arvoiselle yhtiölle suuri määrä uusia sijoittajia. (Fondia 2017.)

Suuresta ylikysyntätilanteesta huolimatta useat sijoittajat joutuivat pettymään suurten merkintöjen leikkausten vuoksi. Osakkeita allokoitiin periaatteella, jossa jokaiselle tarjottiin 25 osaketta, sekä 4,57 prosenttia merkintäsitoumuksen ylittävältä osalta. Näin esimerkiksi 9 998,55 euron eli 1 307 osakkeen merkintäsitoumuksen tehnyt sijoittaja sai vain kaikille allokoitujen 25 osakkeen lisäksi 55 osaketta. Halutun 10 000 euron sijoituksen lopulliseksi määräksi jäi siis vain 640 euroa ja loppusumma palautui pankkitilille käteisenä. (Fondia 2017.)

Fondian osake avasi pörssitaipaleensa prosentuaalisesti komeasti 11 euron hinnalla eli 43,8 prosentin nousulla heti avauspäivänä. Kuitenkin allokaatio huomioiden yllä mainittu kymmenen tuhannen euron sijoittaja hyötyi tästä avausnoususta vain 280 euron verran eli

2,8 prosenttia suhteessa alkuperäiseen sijoituspanostukseen. Fondian listautumisanti on hyvä esimerkki voittajan kirouksesta, kun listautumisanti on suosittu ja antaa prosentuaalisesti ison tuoton, voi euromääräinen hyöty jäädä kuitenkin pieneksi.

Vastaavasti kaksi vuotta aiemmin listautuneeseen tilitoimistopalveluita tarjoavaan Talonomiin sijoittaminen ei tuottanut yhtä hyvin. Talenomien listautumisanti keräsi sijoittajien keskuudessa tarpeeksi suuren huomion, jotta yhtiö saatiin vietyä onnistuneesti pörssiin. Kuitenkaan ylimerkintätilanteeseen sijoittajien kysyntä ei johtanut, vaan kaikki sijoittajat saivat haluamansa määrän osakkeita. Vastaava 10 000 euron merkintäsitoumus saatiin siis toteutettua täysimääräisesti ja sijoittaja sai koko rahalla osakkeita salkkuunsa. (Talenom 2015.)

Talenomin osake päätti ensimmäisen pörssipäivänsä 6,78 euroon. Osakkeen merkintähinta oli 7,36 euroa, joten laskua tapahtui 7,9 prosenttia. Kymmenen tuhannen euron sijoituksen tehnyt sijoittaja otti siis tappioita 689 euron edestä heti ensimmäisenä päivänä. Näistä kahdesta listautumisesta huomataan kuinka suuri vaikutus listautumisen ylimerkinnällä ja merkintöjen leikkauksella on euromääräisiin tuottoihin listautumisten pikavoittoja tarkasteltaessa.

Voittajan kirous on tutkielman näkökulmasta mielenkiintoinen aihe, sillä teoria perustuu olettamukseen, että listautumisanneissa parhaan tuoton listautumisanneista kerää todellisen arvon tiedostavat tahot. Tietämättömät sen sijaan tulevat maksamaan tietämättömyydestään suurta ylihintaa ajoitellen, joka syö heidän tuottoonsa.

2.4 Listattavat osakkeet

Listautumisannissa tarjottavat osakkeet voivat olla joko täysin uusia osuuksia yrityksistä tai vanhojen omistajien aiemmin omistamia osuuksia yrityksestä. Listautumisen yhteydessä osakkeita ostavan sijoittajan kannalta on yhdentekevää, merkitseekö hän uusia vai vanhoja osakkeita. Täysin uusista osakkeista käytetään yleisesti nimitystä antiosakkeet ja vanhoista jo olemassa olevista osakkeista nimitystä myyntiosakkeet.

Yhtiöiden osakkeet ovat yleensä keskenään yhtä arvokkaita. Osakkeet toimivat yksi osake, yksi ääni - periaatteella, jolloin sijoittajan omistama osakkeiden määrä määrittää hänen äänivaltansa määrän yhtiökokouksessa sekä oikeutensa jaettavan osingon määrään. Yhtiöllä voi kuitenkin olla eri osakesarjoja, joiden oikeudet poikkeavat toisistaan. Osakesarjat voivat erota toisistaan äänivallan perusteella. Esimerkiksi yhdellä A-sarjan

osakkeella voi olla yhtiökokouksessa vain yksi ääni, kun taas samaan aikaan yhdellä B-sarjan osakkeella voi olla esimerkiksi kymmenen ääntä. Ero osakesarjojen välille voidaan luoda esimerkiksi tilanteessa, jossa osa yhtiöstä halutaan myydä, mutta vanhat omistajat eivät kuitenkaan halua luopua äänivallastaan. Osakesarjat voivat oikeuttaa myös eri osingon määriin. Tietty osakesarja voi omata huomattavasti pienemmät oikeudet osingonmaksuun. (Niskanen 2013, 15–25.)

Paganon ym. (1998, 41) mukaan sijoittajat ja varsinkin piensijoittajat ovat usein kiinnostuneempia osinko-oikeudesta kuin äänivallasta yhtiössä. Kaikkia osapuolia miellyttävä ratkaisu voikin olla tarjota listautumisessa osakkeita, joilla on suhteessa enemmän osinko-oikeutta kuin äänioikeutta. Näin vastataan sijoittajien kysyntään osinko-oikeudellisista osakkeista, mutta vanhat omistajat säilyttävät silti riittävän suuren äänivallan yhtiössä.

Eri osakesarjojen käyttö on viime vuosikymmenten aikana vähentynyt huomattavasti. Helsingin pörssissä eri osakesarjoja käyttävät vielä esimerkiksi Kesko, Orion ja Stockmann. Suomessa osakesarjojen erot perustuvat yleensä äänivallan määrään. Suurempaan äänimäärään oikeuttava osake omaa yleensä heikomman likviditeetin ja noteerataan erillä hinnalla kuin yleisempi osakesarja.

Tutkielman kannalta olennainen ero on se, että listautumisannissa voidaan tarjota joko antiosakkeita tai myyntiosakkeita. Yksittäisen sijoittajan kannalta ei sinänsä ole mitään merkitystä kumpaa osakelajia hän on ostanut. Osakkeet ovat keskenään täysin yhdenvertaiset, mutta myyvä taho on eri.

2.4.1 Antiosake

Listautumisannissa antiosakkeiksi kutsutaan yhtiön omistamia osakkeita tai täysin uusia osakkeita. Annin transaktiossa yhtiö tarjoaa sijoittajille osakkeitaan, joista se saa rahavastikkeen. Sijoittajan maksama rahavastike merkitään yhtiön taseeseen omaan pääomaan. Yhtiön tarjoamista osakkeista tulevat rahat päätyvät näin yhtiön käytettäväksi. Näitä kerättyjä varoja käytetään usein taseen vahvistamiseen, vanhojen velkojen takaisinmaksuun tai tulevien investointien rahoittamiseen. Listautuvien yhtiöiden tulee aina esitellä näiden kerättyjen varojen ajatellut käyttötarkoitukset. (Lounasmeri ym. 2016, 14.) Markkinat suhtautuvat yleensä positiivisesti, jos varoja tullaan käyttämään tulevaisuuden investointeihin, kun taas vanhojen velkojen takaisinmaksu voidaan nähdä negatiivisena

signaalina. Uusien varojen aikaansaama taseen vahvistus kasvattaa oman pääoman määrää, joka parantaa tunnuslukuja ja alentaa velkaantumistasetta. Nämä taas voidaan nähdä tulevien rahoitusten saannin helpottumisena ja auttavan heikkojen suhdanteiden yli. (Catalan ym. 1989, 81–94.)

Vanhojen omistajien kannalta antiosakkeiden tarjoaminen on heille taloudellisesti kannattamaton ratkaisu. Heidän suhteellinen omistusosuutensa voi pienentyä hyvinkin paljon, johon palataan myöhemmin omistuksen laimentumista koskevassa kappaleessa. Vanhoilla omistajilla on kuitenkin myös mahdollisuus myydä omia osakkeitaan listautumisen yhteydessä

2.4.2 Myyntiosake

Listautumisannissa vanhojen omistajien myymiä osakkeita kutsutaan myyntiosakkeiksi. Kuten todettu, annissa osakkeita merkitsevän yksittäisen sijoittajan kannalta ei ole väliä ostaako hän osakkeensa yhtiöltä vai vanhoilta omistajilta. Kumpainkin osake on yhtä arvokas tulevaisuudessa. Ero anti- ja myyntiosakkeen välillä tulee siitä mihin transaktiossa siirretty rahavastike päättyy. Kun antiosakkeiden osalta rahavastike päättyi yhtiön taseen omaan pääomaan, myyntiosakkeista maksettava raha päättyy vanhalle omistajalle, joka myy hänen osakkeitansa listautumisannin yhteydessä. Näin tuore osakkeenomistaja on ostanut yhtiön osakkeita toiselta taholta kuten jälkimarkkinoilla ilman että yhtiö hyötyy siitä mitenkään taloudellisesti. Listautumisessa kerätyt varat eivät näin päädy yhtiön käyttöön ja eivät päädy rahoittamaan esimerkiksi tulevaisuuden kasvuhankkeita. (Lounasmeri ym. 2016, 14; Niskanen 2013, 25–26.)

Listautumisessa tarjottavien osakkeiden laatu saattaa vaikuttaa myyjän veroseuraamukseen. Suomessa listautumisannin suorittaminen pelkästään osakemyyntinä katsotaan varainsiirtoveron alaiseksi osakemyynniksi. Poikkeussäännöksen nojalla listautumisannissa tapahtuva osakemyynti katsotaan varainsiirtoverovapaaksi, mikäli listautuminen suoritetaan yhdistelemällä antiosakkeita ja myyntiosakkeita. Myöskään tarjottaessa pelkkiä antiosakkeita ei varainsiirtoveroa peritä, sillä osakkeiden katsotaan olevan uusien osakkeiden antamista. (Lounasmeri ym. 2016, 14.)

Usein listautumiset toteutetaankin tarjoamalla markkinoille sekä myynti- että antiosakkeita. Näiden suhteet vaihtelevat laidasta laitaan listautumisten välillä ja ovat aina yhtiö- ja omistajakohtaisia päätöksiä. Sijoitusmarkkinoilla tulkitaan usein

negatiivisesti listautumisannit, jotka sisältävät paljon myyntiosakkeita, sillä miksi vanha omistaja haluaisi myydä omia osakkeitaan ja näistä tuleva raha päätyy myyvien omistajille eikä yhtiön käyttöön. Osakkeiden myyntiä voidaan kuitenkin pitää perusteltuna, sillä listautumisanti voi olla yhtiön alkuperäiselle perustajalle ymmärrettävissä oleva hetki realisoida omia pitkäaikaisia panostuksiaan yhtiöön. Näihin omistajien intresseihin palataan vielä tarkemmin myöhemmissä luvuissa.

3 LISTAUTUMISEN VAIKUTUKSET

Listautuminen on iso päätös yrityksen taipaleella. Pörssiyhtiöksi tuleminen aiheuttaa monia muutoksia niin yritykselle kuin osakkeenomistajille. Se luo sekä positiivisia että myös negatiivisia vaikutuksia näille tahoille. Lyhyellä aikavälillä listautuminen saattaa rasittaa yhtiötä sekä omistajia, mutta pidemmällä aikavälillä listaamisen positiiviset vaikutukset realisoituvat useimmissa tapauksissa moninkertaisesti. Listaamisen positiivisten vaikutusten realisoituminen on aina yhtiökohtaista, mutta kasvavalla yhtiöllä negatiiviset vaikutukset kuittaautuvat hyvinkin nopeasti, ellei jopa saman tien.

Listautumisia voidaan perustella yrityksen ja omistajien saavuttamien etujen lisäksi myös positiivisilla yhteiskunnallisilla vaikutuksilla. Listautuminen vauhdittaa yritysten kasvua, mikä taas luo uusia työpaikkoja yhteiskuntaan. Nasdaqin (2013, 4) tutkimusten mukaan vuosina 2006–2012 Ruotsin First North -markkinapaikalle listautuneiden yritysten työpaikkojen lukumäärä on kasvanut merkittävästi listautumisen jälkeen. Keskimäärin työpaikkoja on avautunut lisää 36,5 prosentin vuositahtilla. Ero on huomattava verrokkiyhtiöihin yksityisellä sektorilla, joiden kasvuvauhti on ollut vain noin 1,5 prosenttia vuodessa. Tutkimuksen yhtiöt ovat tutkitulla periodilla luoneet yli 20 000 uutta työpaikkaa Ruotsiin. Yhdysvalloissa tehdyt tutkimukset puolestaan osoittavat, että listautuneiden yhtiöiden työpaikoista 92 prosenttia on luotu listautumisen jälkeen (IPO Task Force 2011, 5).

Listautuvien yhtiöiden perustelut listautumiselle ovat hyvin samankaltaisia yhtiöiden välillä. Yleisimpinä syinä nousevat esiin tunnettavuuden paraneminen, pääoman hankkiminen ja omien osakkeiden luomat mahdollisuudet. (Lounasmeri 2016, 5.) Jo aiemminkin tutkielmassa mainittu Rovio Oyj perusteli pörssilistautumistaan seuraavasti tiedotteessaan:

Suunnitellun listautumisannin tavoitteena on edistää Rovion kasvustrategian toteuttamista sekä lisätä strategista joustavuutta. Listautuminen mahdollistaisi myös Yhtiön pääsyn pääomamarkkinoille ja sen omistuspohjan laajenemisen. Lisäksi suunniteltu listautumisanti hyödyttäisi Roviota toiminnallisesti, parantaisi Rovion brändin tunnettuutta ja siten vahvistaisi Rovion kilpailukykyä. Suunniteltu listautuminen mahdollistaisi Roviolle myös sen osakkeiden tehokkaamman käytön vastikkeena mahdollisissa yritysostoissa sekä henkilöstön palkitsemisessa. (Rovio 2017.)

Rovion listautumisen tavoitteet ovat samat mitä yhtiöt mainitsevat lähes poikkeuksetta samaisessa yhden kappaleen tiivistelmässä, jossa perustellaan listautumispäätöstä. Esiin

nousevat rahoitusmahdollisuudet, tunnettavuus ja omien julkisten osakkeiden luomat mahdollisuudet. Seuraavassa kappaleessa käydään läpi listautumisen luomia positiivisia ja negatiivisia vaikutuksia sekä yhtiön että omistajien näkökulmasta.

3.1 Yhtiön näkökulma

Yhtiön näkökulmasta listaus luo merkittävän määrän uusia velvollisuuksia. Pörssiyhtiöillä on tarkasti säännellyt tiedonantovelvollisuudet, jonka mukaan kaikilla sijoittajilla tulee olla yhtäläinen mahdollisuus informaatioon yhtiön tilasta. Laajemman tiedonantovelvollisuuden lisäksi tiedonannosta tulee säännöllisempää, jolloin yhtiön on raportoitava tuloksestaan kvartaaleittain sekä annettava tiedot säännellyin ehdoin. Ennen listautumista yhtiön ei tarvinnut kohdentaa yleisölle käytännössä mitään tiedottamista tilastaan. Pörssiyhtiönä yleisöä täytyy kuitenkin pitää ajan tasalla yhtiön tilasta - tasaisin ja tihein väliajoin. (Lounasmeri ym. 2016 9.)

3.1.1 Tunnettavuus

Yhtiön tunnettavuuden parantaminen nousee lähes poikkeuksetta listautuvien yhtiöiden yhdeksi listautumisen syyksi. Useasti tunnettavuus on ensimmäisenä mainittu syy, kun listautuvat yhtiöt perustelevat listautumistaan. Pörssilistauksen myötä yhtiön tunnettavuus paranee, mikä auttaa yhtiötä monella eri osa-alueella. (Lounasmeri ym. 2016, 5.) Yleisesti tunnettavuudella on helppo aloittaa perustelut, sillä sen vaikutus vaikeasti mitattavissa ja useasti se nähdään vain positiivisena vaikutuksena. Jo pelkkä yhtiön listautuminen saa aikaan medianäkyvyyttä ja jokainen perusteluita lukeva sijoittaja pystyy allekirjoittamaan tunnettavuuden kasvun. Listautumisen medianäkyvyyttä voidaan parantaa alihinnoittelun avulla. Pörssitaipaleensa näyttävällä positiivisella avauksella aloittanut yhtiö pääsee uutisotsikoissa hyvin esille positiivisessa valossa. Korkeamäki ja Koskinen (2009, 10) mainitsevat mediahuomion olevan listautumisen jälkeen myös huomattavasti suurempaa pörssissä noteerattujen yhtiöiden osalta kuin listaamattomien. Talousmediassa yhtiön nostetaan otsikoihin, kun jotain yhtiön osakekurssiin merkittävästi korreloivaa tapahtuu.

Pörssilistautumisen luova tunnettavuus edesauttaa menestymistä myös uusilla markkinoilla ja markkina-alueilla. Markkinoiminen ja uusille markkinoille asettuminen helpottuu varsinkin kuluttajatuotteita valmistavien pörssiyhtiöiden osalta. Pörssissä listatun yhtiön on esimerkiksi listaamatonta yhtiötä helpompi saada oma tuotteensa

kaupan hyllylle. (Lounasmeri ym. 2016, 5.) Pörssiyhtiö omaa myös paremmat asemat sopimusneuvotteluissa esimerkiksi asiakkaiden ja toimittajien kanssa. Pörssiyhtiön läpinäkyvyys ja jatkuva tiedonantovelvollisuus lisäävät luotettavuutta erilaisissa neuvottelutilanteissa. Myös kansainvälisiä kasvuhankkeita ja yrityskauppoja on helpompi toteuttaa, kun yhtiöllä on pörssiyhtiön maine. (Rydqvist & Högholm 1995, 287.) Rydqvistin ja Högholmin (1995, 314) tutkimusten mukaan Ruotsissa vuosina 1970–1991 listautuneilla yhtiöillä nimenomaan tunnettavuus oli yleisin yksittäinen syy listautumiselle.

Yhtiön tunnettavuuden kasvu parantaa yhtiön asemia myös työmarkkinoilla. Pitkällä aikavälillä tunnettuun pörssiyhtiöön ajautuu parempaa työvoimaa kuin mitä listaamattomaan yhtiöön olisi päätyntä. Laadukkaampi työvoima taas edesauttaa yhtiön menestystä tulevaisuudessa. (Lounasmeri ym. 2014, 6–7.). Rekrytointien lisäksi yhtiön palveluksessa jo olevat työntekijät voivat olla luottavaisempia yhtiön tulevaisuudesta. Yhtiön positiivinen tunnettavuus voi myös kannustaa ja sitouttaa henkilöstä pysymään työntekijöinä yhtiössä. Työntekijä voi myös itse sijoittaa helposti yhtiöön, joka taas edesauttaa työntuottavuutta, kun motivaatiotekijät paranevat. (Röell 1996, 1080.)

Korkeamäki ja Koskinen (2009, 11) huomauttavat, että julkisuudella on kuitenkin myös huonot puolet. Hyvin menestyvä yhtiö nauttii positiivisesta mediahuomiosta ja sen tuomista positiivisista vaikutuksista, mutta vastaavasti huonosti menestyvä yhtiö esiintyy mediassa huonossa valossa. Huono maine mediassa taas aikaansaa negatiivisia vaikutuksia, kuten yhtiöön ajautuu heikompaa työvoimaa tai tuotteilla on entisestään heikompi menekki markkinoilla. Pörssiyhtiön läpinäkyvyys poissulkee myös asioiden piilottelun, jolloin negatiiviset asiat nousevat herkemmin esiin yleisölle.

Markkinoilla tunnettuna pörssiyhtiönä yhtiön toimintaa alkavat seuraamaan jatkuva-aikaisesti useat eri tahot kuten osakeanalyytikot ja -välittäjät sekä isommat institutionaaliset sijoittajat ja piensijoittajat. He luovat muille julkisia analyysejä yhtiön nykyisestä tilasta, tulevaisuuden odotuksista ja riskeistä. Analyysit yhtiöstä ovat kaikkien käytettävissä markkinoilla, josta yhtiö voi hyötyä, mutta tieto on myös kilpailijoiden käytettävissä, jolloin yhtiöstä on enemmän julkista tietoa kuin listaamattomana olisi. Markkinoiden tarkemmasta seuraamisesta voidaan kuitenkin nähdä olevan yhtiölle paljon hyötyä. Hyvin toimivassa suhteessa osakeanalyytikoiden kanssa, yhtiö voi saada arvokkaita riippumattomia näkemyksiä yhtiöistä sekä kuulla miltä asiat näyttävät

ulkopuolisen silmin. Analyytikoilla voi olla arvokkaita näkemyksiä esimerkiksi yhtiön lähtiessä uusille markkinoille, jolloin analyytikot voivat jakaa kokemuksiaan muiden yhtiöiden aiemmista vastaavista toimista. (Lounasmeri ym. 2016, 6, 34–35.) Osakeanalyytikkojen tekemät arviot voivat myös motivoida yhtiötä suoriutumaan paremmin. Braun ja Fawcettin (2006, 407) tekemissä tutkimuksissa noin kolmasosa listautuneista yhtiöistä koki hyötyneensä analyytikkojen kiinnostuksen heräämisestä listautumisen jälkeen.

3.1.2 Pääoman saatavuus

Toinen yleinen peruste yhtiön listaamiselle on pääoman saatavuuden helpottuminen ja sen kustannusten aleneminen. Pääoman parempi saatavuus helpottaa yhtiötä monin eri tavoin. Yhtiö voi esimerkiksi muovata pääomarakennettaan helpommin kohti itselleen optimimaalisinta tai rahoittaa tehokkaammin kasvuhankkeitaan.

Yhtiölle rahoituksen hankkiminen osakeannin kautta on vierasta pääomaa kannattavampaa, sillä annilla kerättyjä varoja ei tarvitse maksaa samalla tavalla takaisin kuten vieras pääoma tulee maksaa. Yhtiölle omaa pääomaa tarjoavat sijoittajat haluavat kuitenkin tuottoa sijoitukselleen, eivätkä vain anteliaasti anna yhtiölle pääomaa. Sijoitukset omaan pääomaan tuottavat sijoittajalle arvoa osakkeen kurssikehityksen sekä osinkojen kautta. Käytännössä sijoituksella yhtiön omaan pääomaan tarkoitetaan osakkeen ostoa osakeannissa ja on siten kertaluontoinen rahansiirto yhtiölle. Jälkimarkkinoilla osakkeen ostossa vain yhtiön omistajan nimi vaihtuu eikä uutta omaa pääomaa yhtiöön ajaudu. Osingonmaksusta osakkeenomistajat pääsevät itse päättämään vuosittain yhtiökokouksessa. (Pilbeam 2010, 227; Niskanen 2013, 25.)

Pääomaa on mahdollista palauttaa sijoittajille osingonmaksun lisäksi pääomanpalautuksena, mikäli yhtiökokous niin päättää. Pääomanpalautus on rinnastettavissa rakenteeltaan osinkoon. Ero pääomanpalautuksella ja osingonjaolla on käytännössä vain mistä taseen erästä omistajille jaettava summa otetaan pois. Osinko maksetaan aina kertyneiden voittovarojen rahastosta, kun taas pääomanpalautus voidaan ottaa muista taseen pääomista. Pääomanpalautus on kuitenkin harvinainen tapa jakaa varoja ulos yhtiöstä. Syyt pääomanpalautukselle voivat olla tunnuslukujen muokkaaminen, varojen investointimahdollisuuksien puute tai likvidien jakokelpoisten voittovarojen puute, jolloin varojenjakoa voidaan kuitenkin suorittaa muista pääomien eristä. Nykypäivänä

verotuksessa osinkojen ja pääomanpalautusten suhteen ei ole enää eroa. (Pörssisäätiö 2011.)

Lisäksi uuden osakeannin järjestäminen on huomattavasti tehokkaampaa pörssilistalla olevalle yhtiölle kuin listaamattomalle yhtiölle. Listatulla yhtiöllä on jo valmiiksi laajempi omistajapohja osallistumassa mahdolliseen uuteen osakeantiin, jos sellaiselle tulee tarve. Listattu yhtiö on myös sijoittajien keskuudessa paljon tunnetumpi ja seurattumpi, jolloin yhtiön järjestämä osakeanti saavuttaa suuremman kysynnän ja huomion. Likvidimmän antiosakkeen merkitseminen on sijoittajalle myös aina mielekkäämpää. (Pilbeam 2010, 227; Niskanen 2013, 25.)

Welchin (1989, 445–449) tutkimusten mukaan yritysten omistajat haluavat optimoida listautumisannissa tarjottavien osakkeiden määrää ja hintaa myöhempiä osakeanteja varten. Listautumisen jälkeiset osakeannit hinnoitellaan yleensä korkeammalle kuin listautumisannit. Welchin mukaan hinnoitteluero selittyy lähinnä epäsymmetrisen informaation vähentymisestä. Hänen mukaansa myös myöhempien osakeantien korkeampi hinnoittelu kompensoi listautumisannissa tarjottua alihinnoittelua. Welch teki myös havainnon, jonka mukaan listautumisantinsa alihinnoitelleet yhtiöt tekevät todennäköisemmin uuden ja yleensä suuremman osakeannin myöhemmin listayhtiönä. Uuden osakeannin järjestäminen on myös nopeampaa mitä listautumisantinsa alihinnoitteleemattomilla yhtiöillä.

Oman pääoman lisäksi myös vieraan pääoman saaminen on helpompaa ja halvempaa listattuna yrityksenä. Listattujen yhtiöiden säännöllinen ja viipymätön tiedonantovelvollisuus taloudellisesta tilastaan sekä markkinoiden tarkka yhtiöiden seuranta antaa vieraan pääoman sijoittajalle paremman luottamuksen yhtiön tilasta ja sen paikkaansa pitävyydestä. Lisäksi monet analyytikot tuottavat julkista informaatiota ja analyysijä yhtiön tulevaisuuden näkymistä sekä riskeistä. Näin listattu yhtiö omaa rahoitusneuvotteluissa paremmat asemat, kun vieraan pääoman tarjoaja voi olla vakuuttunut yhtiön tilasta ja taata vierasta pääomaa näin matalammilla ehdoilla. (Catalan ym. 1989, 81–94.)

Paganon ym. (1998, 54) tutkimusten mukaan vieraan pääoman hinta laski listautuneilla yhtiöillä 0,3–0,55 prosenttia jo ensimmäisten kolmen vuoden aikana. Heidän mukaansa lainan hintaa laski juuri parempi luottamus yhtiöön, jonka toiminta on läpinäkyvämpää paremman tiedonantovelvollisuuden johdosta.

Vieras pääoma on erityisen tärkeä rahoituksen lähde varsinkin kasvaville ja laajeneville yhtiölle. Vieraan pääoman saannin helpottuminen ja halventuminen edesauttavat yhtiötä kasvutaipaleellaan. Varsinkin epäorgaanisesti eli yritysostoin kasvava yhtiö vaatii paljon pääomaa hankkeissaan. Celikyurtin ym. (2010) mukaan tutkimusten mukaan yritysostot ovat olleet merkittävä selittävä tekijä listautuneiden yhtiöiden kasvussa listautumisen jälkeen. Listautuneiden yhtiöiden yritysostojen määrä on myös kasvanut huomattavasti ja yritysostoissa on usein hyödynnetty listautumisessa saatuja varoja. Yritysostoaktiivisuuden kasvua on selittänyt lisääntyneen oman pääoman lisäksi halvempi ja parempi vieraan pääoman saatavuus.

Brav (2009) tuo tutkimuksissaan esiin, että listaamattomat yhtiöt turvautuvat todennäköisemmin vieraaseen pääomaan kuin omaan pääomaan investointien rahoitusmuotona. Havainto johtuu Bravin mukaan siitä, että listaamattomilla yhtiöillä vieraan pääoman hankkiminen on suhteellisesti halvempaa kuin oman pääoman hankkiminen. Toisin sanoen vieraan pääoman hankkiminen on listaamattomana vaikeampaa, mutta oman pääoman hankkiminen on vielä vaikeampaa. Bravin mukaan myös kasvavat yritykset hankkivat rahoituksen todennäköisemmin vieraana pääomana. Paganon ym. (1998) mukaan vieraan ja oman pääoman kustannusten laskeminen sekä laajemman rahoitus pohjan luonti onkin yksi yleisimmistä syistä listautumisille.

3.1.3 Julkisesti noteeratut osakkeet

Kuten aiemmin todettiin, listaamattoman yrityksen arvonmääritys on vaikeaa. Yhtiön markkina-arvo joudutaan johtamaan arvonmääritysmallien pohjalta ja siten se on subjektiivinen arvio yhtiön arvosta. Yhtiön arvo joudutaan myös aina arvioimaan uudelleen sitä tarvittaessa, sillä yhtiölle ole määriteltävissä juoksevaa markkina-arvoa.

Pörssissä listatulla yhtiöllä ei kuitenkaan ole arvonmääritysongelmaa, sillä likvidit osakemarkkinat muodostavat yhtiölle ajantasaisen markkinahinnan. Vallitseva markkinahinta on lukuisten sijoittajien määrittelemä näkemys yhtiöstä kysynnän ja tarjonnan perusteella. Listayhtiön markkina-arvo saadaan laskettua helposti kertomalla yhtiön osakkeiden lukumäärä yhden osakkeen markkinahinnalla. (Pilbeam 2010, 227.)

Julkisesti noteerattujen osakkeiden yksi suurimmista eduista on mahdollisuus käyttää niitä maksuvälineenä yrityskaupoissa. Yrityskaupassa voidaan tarjota siis käteisen rahan sijasta omia osakkeita maksuvälineenä. Näin säästetään käteisvarojen käyttöä tulevaan

esimerkiksi investointeihin. Yrityskaupan toisen osapuolen on luonnollisesti huomattavasti helpompaa hyväksyä maksuna julkisesti noteeratut osakkeet, kun sijoitusmarkkinat määrittävät niiden arvon koko ajan pörssissä ja osakkeet ovat likvidejä. Helposti pörssissä vaihdettavissa oleva osake on likviditeetiltään lähes käteisen rahan tasoinen. (Lounasmeri ym. 2016, 5.)

Pörssinoteerattuja osakkeita voidaan käyttää myös entistä tehokkaammin hyödyksi yhtiön palkitsemisjärjestelmässä. Listaamattomissa yhtiöissä voidaan myös yhtä lailla käyttää yhtiön osakkeita palkitsemismuotona, mutta käytännössä toteutus voi olla vaikeaa. Likvidiyden lisäksi listaamattomien yhtiöiden omistus voi olla hyvin keskittynyttä. Ylimääräisiä osakkeita ei välttämättä ole tarjolla ja yhtiöllä ei saata olla edes hallussaan omia osakkeita. Listaamattomien osakkeiden käyttö palkitsemisjärjestelyissä voi olla näin vaikeaa eikä edes vastaanottajalle mielekästä palkitsemismuoto. Pörssissä noteerattujen osakkeiden myynti sen sijaan on helppoa ja tehokasta, kun jo yhden osakkeen voi myydä aina pörssin aukioloaikoina. Yhtiön osakkeilla on näin mahdollista palkita henkilöstä pienilläkin osakemäärillä. (Lounasmeri ym. 2016, 5–7.) Henkilöstön omistaessa työnantajansa osakkeita saadaan heitä sitoutumaan ja motivoitumaan paremmin työhönsä, kun yhtiön suoriutumista voi seurata lähes reaaliaikaisesti markkinan määrittäessä yhtiön markkina-arvoa.

Osakkeen kurssikehitystä voidaan myös käyttää yhtiön toiminnan ja johdon onnistuneisuuden mittarina. Osakkeen hinta määräytyy objektiivisten sijoittajien näkemyksenä markkinoilla, jotka arvottavat yhtiön suoriutumista ja tulevaisuuden näkymiä. Osakekurssia johdon onnistumisen mittarina ja palkitsemisvälineenä käyttämällä voidaan vähentää riskiä päämies-agenttiongelmasta, joka saattaa syntyä johdon tavoitellessa omia etujaan, jotka voivat olla ristiriidassa osakkeenomistajien etujen kanssa. (Jensen & Meckling, 1979.)

Osakeyhtiöillä on mahdollisuus omistaa omia osakkeitaan. Suomessa julkinen osakeyhtiö voi hankkia 10 prosenttia omista liikkeellä olevista osakkeistaan. Yksityisellä osakeyhtiöllä säännös on huomattavasti löyhempi, sillä vain vähintään yhden osakkeen on oltava ulkona liikkeellä. (OYL 15:11.) Omien osakkeiden hankinta on kuitenkin julkisesti noteeratuilla osakkeilla huomattavasti tehokkaampaa. Käytännössä pörssiyhtiöt saavat näin uudenlaisen väylän voittovarojen jakoon. Yhtiö voi olla tilanteessa, jossa sillä on hyvä markkina-asema eikä liiketoiminnalla ole puitteita kasvaa, mutta yhtiön

liiketoiminta tuottaa silti hyvää kassavirtaa. Tällöin yhtiön kassa paisuu vailla kannattavia investointikohteita. Varoja ei ole perusteltua pitää yhtiön kassassa, joten ne kannattaa jakaa omistajille. Mikäli yhtiön osingonjakopolitiikasta halutaan pitää kiinni ilman vuosittaista vaihtelua, voidaan varoja jakaa omia osakkeita hankkimalla markkinoilta. Omien osakkeiden osto-ohjelmasta päättää yhtiökokous, kuten osingonjaostakin. Yhtiökokous määrittää osto-ohjelmassa enimmäismäärän osakkeiden ostolle tietyllä aikavälillä. Yhtiö pystyy näin optimoimaan varojen ulosjakoa tavanomaista osingonmaksua helpommin, sillä osto-ohjelmaa voidaan toteuttaa pitkin vuotta. Palkitsemisjärjestelyitä ja yritysostoja silmällä pitäen lisäksi hankittuja omia osakkeita voidaan myös mitätöidä, jolloin osakkeenomistajien suhteellinen omistusosuus yrityksessä nousee, kun osakkeiden määrä pienenee. (Vermaelen 1981, 175–180.) Omien osakkeiden osto voi olla verotuksellisesti kannattavampi varojen ulosjakotapa, kun osinkoverolta säästytään. Julkisesti noteerattujen osakkeiden luomat mahdollisuudet ovatkin yksi yleisimmistä syistä pörssilistaukselle.

3.1.4 Listaamisen kustannukset

Pörssilistaaminen aiheuttaa yhtiölle huomattavan kertaluontoisen kustannuserän, joka maksetaan yhtiön kukkarosta. Kustannukset ovat hieman riippuvaisia osakeannin koosta, sillä pääsääntöisesti mitä pienempi annin koko on, sitä suurempi kustannusten suhteellinen osuus on annissa kerätyistä varoista. (Pagano ym. 1998.) Shermanin (2005, 204–205) tutkimusten mukaan listautumisen kustannukset ovat keskimäärin noin 10 prosenttia annissa kerätyistä varoista.

Listautumisen kustannukset koostuvat pääosin maksuista listautumisen pääjärjestäjälle, neuvonantajille ja valvoville viranomaisille. Lisäksi yksittäisiä kustannuksia syntyy erilaisten raporttien ja esitteiden laatimisesta sekä listautumisannin markkinoinnista. (Sherman 2005, 204–206.) Raporteista laajin ja eniten sekä rahallisia että ajallisia panostuksia vaativa on listautumishanketta edeltävän selvityksen due diligencen laatiminen. due diligence on laaja selvitys taloudellisesta ja oikeudellisesta tilasta ja riskitekijöistä sekä siten yhtiön listautumisedellytyksistä. Selvityksen laatiminen on pitkä projekti, jonka valmistuminen kestää useita kuukausia. (Espinasse 2011, 71–73.) Listautuvat yhtiöt ovat lähes aina ensikertalaisia listautumisprojektissaan, joten yhtiöille tarjotaan apua kokeneemmilta tahoilta. Suomessa listautumisprojektissa sekä myös due

diligencen tuottamisessa avustavat listautumisannin pääjärjestäjä sekä hyväksytyt neuvonantajat. (Lounasmeri ym. 2016, 21; Espinasse 2011, 71–73.)

Listautumisen rahallisten kustannusten lisäksi listaus vie yritysjohdon keskittymisen hetkellisesti listaamisen toteutukseen ja onnistumiseen liiketoimintojen sijasta. Yrityksen tärkeimmissä johtotehtävissä olevat henkilöt kiertävät usein myös fyysisesti markkinoimassa listausta niin instituutionallisille kuin yksityisillekin sijoittajille. (Sherman 2005, 204–205.) Suomessa viime vuosina listautuneet yhtiöt ovat usein kertoneet seuraavana vuonna vuosikertomuksessaan listautumisen olleen työläs prosessi ja vaikuttaneen osaltaan listaamisvuoden tulokseen.

Listautumisen kustannusten osalta tulee taas mielenkiintoiseksi yksityiskohdaksi, se että onko annissa tarjottu paljon myyntiosakkeita vai antiosakkeita. Mikäli listautumisessa tarjotaan antiosakkeita tulevat kerätyt varat yhtiön käyttöön, jolloin kerättyjä varoja jää yhtiön kassaan nettomääräisesti noin 90 prosenttia sijoittajilta tulleesta rahasta. Jos taas listautumisessa tarjotaan vanhojen omistajien myyntiosakkeita päätyvät kerätyt varat omistajille, mutta listautumisen kustannukset päätyvät silti yhtiön maksettavaksi.

Listalle viennin kustannusten lisäksi pelkkä listalla olo aiheuttaa yhtiölle uusia kustannuksia, joita listaamattomana se ei kokenut. Listattuja yhtiöitä säännellään listaamattomia yhtiöitä tiukemmin. Yhtiöillä on säännöllinen, jatkuva ja välitön tiedonantovelvollisuus. Suomessa pörssi-yhtiöissä vallitsee yhdenvertaisuusperiaate, jonka mukaan jokaisella osakkeenomistajalla jokainen osakkeenomistaja on oikeutettu samaan yhtiötä koskeva merkittävä informaatio samanaikaisesti ja yhtä laajasti. Säännöllisellä tiedonantovelvollisuudella tarkoitetaan ennalta määrättyä raportointitahtia. Markkinoille raportoidaan yhtiön tulos ja taseen muutokset neljännesvuosittain sekä vuosittain raportointi käsittää laajan toimintakatsauksen vuosikertomuksineen. First North -listan yhtiöt selviävät kvartaaliraportoinnin sijasta puolivuositaisella raportoinnilla. Jatkuvalle ja välittömälle tiedonantovelvollisuudella taas tarkoitetaan sitä, että yhtiöllä on velvollisuus ilmoittaa markkinoille viipymättä sitä koskevat tapahtumat, kuten esimerkiksi merkittävät sopimukset, tilaukset ja oikeudenkäynnit. Raportoinneilla ja tiedotteilla on myös tarkasti säädellyt muotoseikat, mitä raporttien tulee sisältää. Säädellyt muotoseikat helpottavat sijoittajien ulosannin omaksumista ja välttävät asioiden virheellisiä tai vajavaisia tulkintoja. Laajentunut raportointi aiheuttaa tietysti hallinnollisia kustannuksia ja vie yritysjohdonkin aikaa. (APML 6§; Lounasmeri ym.

2014 6–7.) Lisäksi pörssiyritysten tulee maksaa vuosittainen pörssimaksu, jonka suuruus määräytyy liikkeelle laskettujen osakkeiden määrästä. (Nasdaq Inc. 2016, 13.)

3.2 Omistajien näkökulma

Yrityksen listaaminen pörssiin muuttaa myös omistajan asemaa merkittävästi. Listautumisen yhteydessä yritykseen tulee aiempaa laajempi omistajapohja, jolloin yhtiössä yhden tahon kontrollivalta yleensä pienenee. Vanhan omistajan omistusosuus yrityksestä pienenee lähes aina yrityksen listautuessa, riippumatta siitä tarjotaanko listautumisen yhteydessä anti- vai myyntiosakkeita. Vanhan omistajan tulisi sijoittaa yritykseen uutta pääomaa, mikäli haluaisi säilyttää saman omistusosuuden yrityksestä listautumisen jälkeen. Toki listautuminen pörssiin voidaan suorittaa tarjoamatta osakkeita lainkaan sijoittajille, mutta tämä on hyvin harvinainen valinta ja edellyttää jo valmiiksi isoa yhtiötä ja laajaa omistusosuutta. Osakkeiden tarjoaminen ei kuitenkaan ole edellytys listautumiselle pörssiin.

3.2.1 Liputusvelvollisuus

Pörssilistatun yhtiön toiminta ja siten myös sen omistajien toiminta on paljon säädellympää ja läpinäkyvämpää kuin listaamattoman yhtiön. Listattujen yhtiöiden suurien osakkeenomistajia koskee liputusvelvollisuus, jolla seurataan heidän omistusosuuttaan ja äänivaltaansa yhtiössä. Liputusvelvollisuudella tarkoitetaan osakkeenomistajan velvollisuutta ilmoittaa omistuksensa suuruudesta, kun se ylittää tai alittaa tietyn rajan. (Finanssivalvonta 2020; APML 9 §.)

Voimassa olevan arvopaperimarkkinalain (APML 9 §) mukaan lipustusrajat ovat 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 2/3 ja 90 prosenttia yhtiön äänimäärästä tai osakkeiden lukumäärästä. Rajoista kriittisimpiä ovat luonnollisesti suurimmat prosenttirajat. Yli puolet yhtiön osakkeista oikeuttaa enemmistö päätökseen yhtiökokouksessa. Kaksi kolmasosa yhtiön osakkeista on myös hyvin merkittävä raja. Rajaa kutsutaan osakeyhtiölaissa määräänemmistöksi. Yhtiökokouksessa vaaditaan määräänemmistöä esimerkiksi päätökseen yhtiöjärjestyksen muuttamisesta, suunnatusta osakeannista, yhtiön sulautumisesta tai jakautumisesta, tai asettamisesta vapaaehtoiseen selvitystilaan. 90 prosentin rajan ylittyessä suurin osakkeenomistaja on taas lain nojalla oikeutettu lunastamaan kaikki loput alle kymmenen prosenttia yhtiön osakkeista, mikäli näin haluaa. Raja ylittyy usein julkisen ostotarjouksen seurauksena, jolloin ostava taho voi lunastaa

lopun osakkeet aiemmin yhtiön hyväksymällä lunastushinnalla. (Finanssivalvonta 2020; APML 9 §.)

Liputusilmoitus on osakkeenomistajan vastuulla ja se tulee tehdä listayhtiölle ja Finanssivalvonnalle. Suomessa huomioitavaa on, että liputusvelvollisuus ei koske yhtiöitä, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, esimerkiksi First North -listalla. Yleisesti liputusvelvollisuudella pyritään turvaamaan sijoittajien mahdollisuus saada tasapuolisesti tietoa listayhtiön omistus- ja äänivaltarakenteesta ja niiden muutoksista. Näillä tiedoilla voi olla olennainen vaikutus listayhtiön osakkeen arvoon. (Finanssivalvonta 2020.) Liputusvelvollisuus on yksi lisääntyneistä regulaatioista, joita suurimmat osakkeenomistajat kohtaavat siirryttäessä listaamattomasta yhtiöstä julkisesti listattuun yhtiöön.

Liputusvelvollisuus asettaa velvoitteita omistajalle, muttei rajoita kuitenkaan kaupankäyntiä. Listayhtiön suuri omistaja kohtaa kuitenkin myös kaupankäynnin rajoituksia. Listautuvia yhtiöitä koskee free float -vaatimus, jonka mukaan pörssiyhtiön osakkeista tulee olla vähintään 25 prosenttia vapaasti julkisen kaupankäynnin kohteena. Vaade saattaa olla vaikuttava tekijä listautumisannin rakennetta mietittäessä, sillä vanhoja omistajia koskee listautumisen jälkeen ns. lock up -periodi, jonka aikana he eivät saa myydä osakkeitaan vapaasti. Free float -vaatimuksen takia annissa voidaan joutua korottamaan anti- tai myyntiosakkeiden määrää haluttua suuremmaksi, jotta ehdot täyttyvät. Vanhojen omistajien listautumisen jälkeinen myyntirajoitus kestää tyypillisesti kolmesta kuukaudesta vuoteen. Rajoituksen tavoitteena on rohkaista sijoittajia, ettei markkinalle tule suuria osakemyyntejä heti listautumisen jälkeen, jotka painavat osakkeen hintaa alas. (Lounasmeri ym. 2016, 14; Espinasse 2011, 192–193.) Yhtiön sisäpiiriin luettavia henkilöitä koskee myös 30 päivän kaupankäyntirajoitus ennen osakkeen hintaan merkittävästi vaikuttavia tapahtumia kuten tilinpäätöstä (Nasdaq Helsinki Oy 2021, 21–25).

3.2.2 Verotus

Omistajan verotus muuttuu, kun yhtiö listautuu. Verotus on myös aina riippuvainen valtion lainsäädännöstä, joten tässä perehdytään vain Suomen tilanteeseen. Listaamattomien osakkeiden myynnistä peritään varainsiirtoveroa, kun taas pörssikauppa osakkeilla on varainsiirtovapaata. Kuten aiemmin mainittiin, mikäli listaamisessa tarjotaan vain vanhojen omistajien osakkeita, katsotaan listautumisen olevan osakemyyntiä, joka on

varainsiirtoveronalaista. Mutta jos listauksessa tarjotaan myös antiosakkeita, on vanhojen omistajien suorittama myynti pörssikaupan ohella varainsiirtoverovapaata. (Lounasmeri ym. 2016, 14–48.)

Osinkoverotus poikkeaa myös listaamattomien ja listayhtiöiden välillä, ja on merkittävässä asemassa omistajien pohtiessa yhtiön listaamista. Pörssiyhtiöiden osalta osinkojen verotus on nykyisin selkeää. Pörssiyhtiöiltä saadut osingot luetaan osakemyyntien ohella pääomatuloveronalaisiksi. Tuloverolain (TVL 124 §) mukaan alle 30 000 euron pääomatulot verotetaan 30 prosentin veroasteella ja yli 30 000 euron menevästä osasta verotusaste nousee 34 prosenttiin. Yksityishenkilön saamasta pörssiyhtiön jakamasta osingosta 85 prosenttia on veronalaista tuloa ja 15 prosenttia on verovapaata. Näin lopulliseksi veroasteeksi muodostuu 25,5–28,9 prosenttia riippuen ylittykö 30 000 euron raja. (Verohallinto 2020).

Listaamattomien yhtiöiden osalta osinkoveroaste on riippuvainen yhtiön nettovarallisuudesta. Osakkeelle lasketaan matemaattinen arvo jakamalla yhtiön nettovarallisuus osakkeiden lukumäärällä. Mikäli jaettava osinko on alle 8 prosenttia osakkeen matemaattisesta arvosta, on osingosta 25 prosenttia veronalaista pääomatuloa ja 75 prosenttia verotonta tuloa 150 000 euroon asti. Yli tämän summan menevältä osalta 85 prosenttia on veronalaista tuloa ja enää 15 prosenttia on verovapaata. (TVL 33 §.)

Jos jaettava osinko on yli 8 prosenttia osakkeen matemaattisesta arvosta, ylimenevää osaa verotetaan toisin. Ylimenevästä osasta tulee 75 prosenttisesti ansiotuloveron alaista tuloa ja 25 prosenttia säilyy verovapaana. (TVL 33 §.) Ansiotuloveroasteen suuruus riippuu aina henkilöstä, joten jollekin vero-optimoinnista tulee hyvinkin omistajakohtaista.

Käytännössä ison nettovarallisuuden omaavien yhtiöiden on edullisempaa olla listaamaton osinkoverotuksen kannalta. Osinkoverotus listaamattomien ja listayhtiöiden välillä sisältää vielä lisää poikkeuksia, joiden kannattavuus on myös omistajakohtaista. Esimerkiksi yli 10 prosentin omistusosuuden omaava omistaja voi siirtää osingot yhtiöstä toiseen maksamatta veroa välissä. Näin omistaja voi siirtää pörssiosingot listaamattomaan yhtiöönsä, jonka kautta voi maksaa osingot edelleen itselleen listaamattoman yhtiön verosäännöksin. Osinkovero voi poiketa myös eri yhtiömuotojen välillä, mikä on aina tapauskohtaista. (Lounasmeri ym. 2016, 48.)

3.2.3 Omistuksen laimentuminen

Yhtiön listautuessa pörssiin yhtiö saa suuren joukon uusia omistajia. Usein listautuvalla yhtiöllä omistus voi olla jakautunutta hyvinkin pienen joukon kesken, joten uusien omistajien mukaantulo vaikuttaa suuresti sekä yhtiöön että yksittäisiin vanhoihin omistajiin. Omistajien lukumääräinen kasvu aiheuttaa sekä positiivisia että myös osin negatiivisia vaikutuksia.

Omistajien lukumääräinen kasvu vähentää yhtiön riskisyyttä, sillä omistusosuudet jakautuvat useamman sijoittajan kesken. Omistus pohjan laajeneminen ja yhtiön riskisyyden pienentyminen takaa myös yhtiölle alhaisemmat rahoituskustannukset tulevaisuudessa. (Leuz ym. 2008, 184–185.) Vanhojen omistajien kannalta omistus pohjan laajeneminen aiheuttaa erittäin epäsuotuisan seurauksen - omistuksen laimentumisen. Yhtiön tarjotessa annin yhteydessä markkinoille merkittäväksi uusia osakkeita pienenee entisten omistajien omistusosuus yrityksestä. Tätä voidaan havainnollistaa yksinkertaisella esimerkillä.

Esimerkki Yhtiö Oy:n omistus on jaettu sataan osakkeeseen. Sijoittaja A omistaa yhtiöstä 20 osaketta eli hänen omistusosuutensa yhtiöstä on 20 prosenttia. Esimerkki Yhtiö Oy listautuu pörssiin ja tarjoaa markkinoille 20 uutta antiosaketta. Mikäli sijoittaja A ei osallistu osakeantiin, hänen suhteellinen omistusosuutensa yhtiöstä pienenee 20 prosentista 16,67 prosenttiin. Omistuksen laimentuminen tarkoittaa luonnollisesti myös hänen äänivaltansa pienentymistä sekä oikeuttaan tulevaisuudessa jaettavaan osinkoon. Omistuksen laimentumisen mahdollisuus on läsnä listautumisanneissa niin kuin myös ennen tai jälkeen listautumisen suoritetuissa osakeanneissa.

Kasvavassa yhtiössä omistuksen laimentuminen voidaan nähdä kuitenkin vain hetkellisenä negatiivisena vaikutuksena, sillä listautuminen voi kiihdyttää yhtiön kasvua huomattavasti mikä taas takaa nopean positiivisen kurssikehityksen sekä paremman osingonmaksukyvyyn tulevaisuudessa. Lisäksi laajentunut omistajapohja edesauttaa osakkeen likviditeettiä. Osakkeen parempi likviditeetti taas jo yksistään parantaa yrityksen markkina-arvoa. (Brau & Stanley 2006.) Jos esimerkin tapauksessa Yhtiö Oy:n markkina-arvo kasvaa moninkertaiseksi seuraavien vuosien aikana, on Sijoittaja A:n euromääräinen omistus ja osinko-osuus suurempi kuin, jos listautumista ei olisi suoritettu.

Kun osakkeen hyvä likviditeetti lisää markkina-arvoa, vastaavasti heikko likviditeetti saattaa laskea sitä. Heikko likviditeetti on yleensä osakkeenvaihdon laskusta johtuvaa. Heikkoon likviditeettiin saattaa ajautua yhtiö, jonka liiketoiminta heikkenee pitkällä aikavälillä, eikä yhtiö ole enää sijoittajien keskuudessa mielenkiintoinen tai omistus on hyvin keskittynyttä. Pahimmassa tapauksessa yhtiö voi ajautua tilanteeseen, jossa yhtiö on vain muutaman tahon omistuksessa ja markkinoilla päivittäiskaupankäynnissä kiertävä osakkeiden osuus on hyvinkin pieni osa osakkeiden kokonaismäärästä. (Lounasmeri ym. 2014, 11.) Tällaisessa tapauksessa yhtiö päätyy pohtimaan, onko listalla olo enää kannattavaa ja ovatko listalla olon kustannukset hyötyjä suuremmat.

Ritterin (1998, 10) mukaan yksi listautumisantien alihinnoittelua selittävä teoria on omistajuuden hajauttamisen teoria (*ownership dispersion theory*). Teorian mukaan yhtiön vanhat omistajat ovat halukkaita alihinnoittelemaan yhtiön listautumisen yhteydessä, jotta yhtiön omistus saadaan jakautumaan yhä useampaan osaan. Omistuksen jakautuminen useampaan osaan taas johtaa likvidimpiin jälkimarkkinoihin, johon yritetään päästä tarjoamalla halvempia osakkeita listautumisannissa. Teorian mukaan vanhat omistajat pystyvät näin myös vaikuttamaan äänivaltansa säilymiseen yhtiössä. Omistuksen jakautuessa useampiin pienempiin osiin, vanhojen omistajien suhteellinen äänivalta verrattuna uusiin omistajiin säilyy vahvempana. Alihinnoittelulla voidaan siis myös muovata omistajapohjaa haluttuun suuntaan.

3.2.4 Omistajapohja

Yhtiöiden omistajapohjat ennen listautumista voivat olla taustoiltaan hyvinkin erilaisia. Yhtiön suurimmat omistajat saattavat muodostua esimerkiksi yhtiön alkuperäisistä perustajista, jotka ovat olleet yhtiön suurimpia omistajia sen elinkaaren ensimmäisestä päivästä saakka. Tällaisista yhtiöistä voidaan nostaa esimerkkinä vuonna 2014 listautunut Verkkokauppa.com Oyj. Verkkokauppa.comin perustaja Samuli Seppälä on edelleenkin nykyisen pörssiyhtiön suurin omistaja omistaen noin 40 prosentin osuuden yhtiöstä. Verkkokauppa.comin listautumisannin yhteydessä myytiin noin viidesosa yhtiön osakekannasta ja kaksi kolmasosaa annissa tarjotuista osakkeista oli myyntiosakkeita. Myös yhtiön aikoinaan perustanut Seppälä oli merkittävien myyjien joukossa. (Verkkokauppa.com 2015.)

Puolestaan sukuomisteisista yhtiöistä Kone Oyj lienee Suomen yksi tunnetuimmista. Herlinin suku on ollut yhtiön ylivoimaisesti suurin omistaja yhtiön alkua ajoista lähtien.

Kummankaan yhtiön kohdalla ei ole lähtökohtaisesti kovin odotettavaa, että yhtiön alkuajoista lähtien suurimpina omistajina olleet henkilöt luopuisivat yhtiöstä myymällä koko osakeomistuksensa jossain vaiheessa. Tällaisten yhtiöiden kohdalla sijoittaja voi olla vakuuttunut omistajien tähtäävän pitkällä aikavälillä edelleen yhtiön parhaaseen.

Yhtiön merkittävinä omistajina voi olla myös aiemmilta rahoituskierrokselta tulleita yksityisiä piensijoittajia, isompia pääomasijoittajia tai instituutionaalisia sijoittajia. Luonnollisesti tällaisten omistajien kohdalla tunneside yhtiöön on häilyvämpi ja sijoitus on enemmän omien tuottojen optimointiin tähtäävää. Kaiken kaikkiaan omistajien taustat ja päämäärät vaihtelevat. Jokaisen listautuvan yhtiön taustat sekä omistajapohjat ovat ainutlaatuisia omine päämäärineen ja motivaatiotekijöineen.

Pörssiyhtiöksi tullessa yhtiön omistajapohja laajenee ja moninaistuu huomattavasti aiempaan verrattuna. Stoughtonin ja Zechnerin (1998) mukaan listautumisannin alihinnoittelulla voidaan vaikuttaa tulevaan omistajapohjaan ja muovata sitä kohti halutunlaista. Heidän mukaansa aikaansaamalla listautumisannille ylikysyntätilanne, saadaan yhtiön omistajiksi isoja instituutionaalisia sijoittajia. Instituutionaaliset sijoittajat ovat Stoughtonin ja Zechnerin tutkimusten mukaan piensijoittajia parempi omistaja yhtiölle, sillä suurempi ja kokeneempi sijoittaja auttaa yhtiötä toimimaan tehokkaammin ja kasvattamaan siten omistajanarvoa. Omistajanarvon kasvusta hyötyvät luonnollisesti myös yhtiön pienomistajatkin. Samaa suuren kokeneen sijoittajan tuomaa lisäarvoa yhtiölle nähdään myös pääomasijoitusyhtiön omistaessa yhtiöstä ison osan. Listautumisantia voidaan myös ennakkoon markkinoida halutuille instituutionaalisille omistajille, jotka luonnollisesti on helpompi saada mukaan yhtiön omistajiksi mitä halvempi listautumishinta on.

Listalla ollessa yhtiön lisäksi myös omistajat hyötyvät julkisesti noteeratuista osakkeista. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevat osakkeet ovat hyvin likvideitä ja sijoitusten realisointi onnistuu nopeasti ja vaivattomasti. Jos omistaja tarvitsee henkilökohtaisiin hankintoihin pääomaa taikka haluaa vain muuttaa omaa sijoitusportfolionsa painoja, onnistuu järjestely helposti. (Espinasse 2011, 1–4.) Tietysti mikäli puhutaan huomattavan suuresta osake-erän myynnistä, saattavat markkinoiden rajat tulla vastaan. Markkinoiden kysyntä ei välttämättä tyydytä omistajan myyntipaineita, vaan myymisen joutuu hoitamaan pidemmällä aikavälillä. Tosin samat ongelmat olisivat läsnä myös vaikka yhtiö olisi listaamaton. Tästä syystä omistajan kannalta osakkeiden myyminen listautumisen

yhteydessä voi olla kannattavampaa ja helpompaa, jos myyntiä on tarkoitus lähiaikoina toteuttaa.

Ennen listautumista osakkeiden ostajan löytäminen voi olla pitkä ja työläs projekti – joskus jopa mahdoton. Käytetyn ajan lisäksi myyvä osapuoli joutuu myös tinkimään myyntihinnasta, varsinkin jos osakkeet on pakko saada myytyä tietyllä aikamääreellä. Osakkeiden myymisen lisäksi myös omistuksen lisääminen on huomattavasti helpompaa jälkimarkkinoilla. Likviditeetin luoman helppouden lisäksi myös laajempi omistus pohja helpottaa lisäostojen suorittamista. Ennen listausta yhtiöllä saattoi olla vain muutamia omistajia, eivätkä nämä välttämättä olleet halukkaita irtautumaan omistuksistaan. Pörssissä myyntilaitaa löytyy kuitenkin lähes aina. (Lounasmeri ym. 2016, 6–7.) Listautumisen päämääränä voidaan siis myös omistajan kannalta tulevien osakemyyntien tai ostojen helpottumista.

3.2.5 Pääomasijoittaja merkittävänä omistajana

Tutkielman kannalta mielenkiintoinen yhtiön omistaja on pääomasijoittaja, jonka omistuksen päämääränä on myydä omistuksensa yhtiössä joko listautumisen yhteydessä tai tulevana lähivuosina. Lounasmeren ym. (2016, 14) mukaan määräaikaista riskisijoituksia yksityisiin yhtiöihin tekeville pääomasijoittajille listautumisen mahdollistama isompi osakemyynti luo helpon tilaisuuden vähentää omistusta ja luoda lopuille sijoituksille likviditeetin myöhemmin suoritettavaa lopullista irtautumista varten. Pääomasijoittajalle sijoitus yhtiöön on aina määrämittainen, eikä tarkoitus ole jäädä yhtiöön pidemmäksi aikaa, joten irtautumista listautumisen yhteydessä voidaan pitää luonnollisena eikä välttämättä negatiivisena signaalina yhtiön tilasta ja tulevaisuuden näkymistä. Toisaalta pääomasijoittajien toiminta nojaa sijoitusten tuloksellisuuteen, joten voidaan olettaa, ettei pääomasijoittaja anna turhaa alennusta omistussuosuksistaan. Toiminnan tarkoitus on kuitenkin maksimoida osto- ja myyntihinnan erotus.

Pääomasijoittamista voidaan harjoittaa eri kohdeyrityksen elinkaaren vaiheissa. Englanninkielisessä rahoituskirjallisuudessa pääomasijoittamisen termi jaetaan tyypillisesti kahteen luokkaan riippuen siitä missä vaiheessa elinkaarta kohdeyhtiö on. Pieniin, hiljattain perustettuihin yhtiöihin pääomasijoittamista kutsutaan termillä *venture capital*. Tällöin pääomasijoittaja ei tavanomaisesti ole yhtiön suurimpia omistajia, vaan pääomasijoittaja on yleensä pienemmillä osuuksilla mukana yhtiössä. Kohdeyhtiön pääomistus on jollain muulla taholla. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2006, 6.)

Private equity tai *buyout* -termeillä tarkoitetaan pääomasijoittamista myöhemmän vaiheen yhtiöihin, jotka ovat jo suurehkoja yhtiöitä. Pääomasijoittajan panostukset ovat myös näissä sijoituksissa edellistä luokkaa suuremmat. Sijoitukset tulevat usein rahastojen ja pääomasijoitusyhtiöiden kautta eikä niinkään yksittäisten sijoittajien toimesta vaan takana on suurempi joukko sijoittajia. Näiden suurempien pääomasijoitusten irtautumistapana on usein myös pörssilistautuminen. *Private equity* -termiä voidaan pitää myös yläkäsitteenä, jonka alapuolelle *venture capital* lukeutuu. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2006, 6; Lounasmeri ym, 2016, 14.)

Näiden kahden lisäksi pääomasijoittamista voidaan harjoittaa vielä pienemmin sijoittamalla start up-yrityksiin tai jopa vasta ideatasolla olevaan yritykseen. Näitä sijoittajia kutsutaan bisnesenkeleiksi ja sijoitusmuotoa siemenrahoitukseksi. Sijoitukset ovat luonnollisesti korkeariskisiä ja summat ovat vain murto-osia edellä mainituista luokista. Suomenkielisessä rahoituskirjallisuudessa käytetään kuitenkin pitkälti pääomasijoittajan yleisnimitystä kaikista eri yhtiön kasvuvaiheisiin sijoittavista. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2006, 6–7.)

Pääomasijoittaja tarjoaa yhtiölle helpon vaihtoehdon rahoitukselle, kun rahoitusta on vaikea saada pankista tai muista rahoituslähteistä. Kohdeyhtiöihin liittyy siten usein paljon epävarmuutta, joten tuotto-odotukset ovat pääomasijoittajalla korkeahkot. Toimivassa pääomasijoittajan ja yhtiön suhteessa pääomasijoittaja tarjoaa asiantuntijuuttaan, yhteyksiään ja kokemustaan yhtiölle, joka auttaa yhtiötä kasvu-urallaan ja siten yhtiöön saadaan lisäarvoa. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2006, 7–10.) Gregoriou ym. (2006, 10–14) mukaan Euroopassa pääomasijoitusten määrä kasvoi huomattavasti sitten 90-luvun alun vaikeamman talousvaiheen jälkeen. Euroopan kasvu seurasi Yhdysvaltojen edellä näyttämää kehitystä.

Pääomasijoittajat ovat tyypillisesti mukana yhtiössä noin 3–7 vuotta. Heillä on jo yhtiöön tulesa exit-strategia, eikä tarkoitus ole jäädä yhtiöön vuosikymmeniksi. Tavoitteena on kasvattaa yrityksen arvoa ja nostaa se seuraavalle tasolle elinkaarensa. Pääomasijoittaja ei usein vaadi osinkotuottoa sijoitusvaiheessa, vaan tarkoitus on realisoida koko tuotto vasta irtautumisvaiheessa. Sijoittajan tuotto tulee siis myynti- ja ostohinnan erotuksesta. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2006, 36–37.)

Pääomasijoittajat ry (2018) on tutkinut viime vuosikymmenen pääomasijoittajien irtautumiskanavia Suomessa. Heidän tutkimusten mukaan vuodesta 2013 eteenpäin

pörssilistaus on ollut suosittu irtautumiskanava pääomasijoittajille. Tutkimusten mukaan teolliset yrityskaupat ovat olleet viimeisen kymmenen vuoden aikana suosituin irtautumismuoto. Myös myynti toiselle pääomasijoittajalle (*secondary buyout*) on ollut hyvinkin yleinen irtautumistapa. Pääomasijoittajan toteuttaessa exit-strategiaansa tulee ostava taho löytää itse eikä ole mahdollisuutta vaivattomaan myyntikanavaan kuten pörssiosakkeilla olisi. Pörssilistaus antaa tällöin helpon ratkaisun irtautumiselle. Usein pörssilistauksen yhteydessä pääomasijoittaja ei myy suoraan kaikkia omistuksiaan yhtiössä, vaan irtautuu osin hiljalleen pörssissä osakkeita myyden. Jäämällä osaomistajaksi yhtiöön yhtiö sekä uudet osakkeen omistajat hyötyvät pääomasijoittajien tavoitteesta kasvattaa yhtiötä edelleen lähivuosina ja vastaavasti pääomasijoittaja pääsee hyötymään pörssilistauksen luomista mahdollisuuksista ja aikaan saamasta kasvusta.

Cumming ja MacIntosh (2003 513–516) jaottelee pääomasijoittajan irtautumisvaihtoehdot viiteen eri vaihtoehtoon. Kolme ensimmäistä vaihtoehtoa Cummingin ja MacIntoshin listauksessa ovat yhtiön osuuksien myynti jollekin yksittäiselle taholle. Ostajaosapuolena voi olla tällöin toinen pääomasijoitusyhtiö, omistettavan yhtiön johto ja sen muut omistajat tai yksityinen kolmas osapuoli. Neljäntenä vaihtoehtona irtautumiselle on yrityksen listaaminen pörssiin. Viidenneksi mahdolliseksi vaihtoehdoksi yhtiöstä irtautumiseen Cumming ja MacIntosh listaa sijoituksen alaskirjauksen, jolloin luonnollisesti myyntituotot sijoituksesta jäävät saamatta. Gregoriou ym. (2007, 144) mainitsee pääomasijoittajan yhtiöistä irtautumisen olevan yleisesti loogista, kun sijoituksen kustannukset ylittävät hyödyt. Kustannuksina voidaan pitää myös vaihtoehtoiskustannuksia, jos potentiaalisesti tuottavampia sijoituskohteita olisi muualla markkinoilla tarjolla (Gregoriou ym. 2007, 144.)

Brav ja Gompers (1997) tutkivat pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden listautumisten alihinnoittelua. Heidän aineistonsa kattoi vuosien 1975–1992 listautumiset Yhdysvalloissa. He huomasivat listautumisten olleen yleisesti hieman vähemmän alihinnoiteltuja kuin muiden yhtiöiden listautumisannit. Pääomasijoittaja yhtiön takana antaa listautumisasiin osallistuvalla sijoittajalle positiivisen kuvan yhtiön tilasta ja sijoittaja voi Bravin ja Gomperisin mukaan olla luottavainen yhtiön olevan hyvin hoidettu. Vastaavasti Leen ja Wahalin (2004) tutkimuksissa pääomasijoittajaomisteiset yhtiöt olivat enemmän alihinnoiteltuja kuin vertailuryhmänä olleet ei-pääomasijoittajaomisteiset yhtiöt. Heidän mukaansa pääomasijoittajan hallinnoimat yhtiöt listautuivat muita yhtiöitä enemmän

markkinatilanteesta riippumatta. Pääomasijoittajat näkivät näissä tapauksissa omistustensa realisoinnin suotuisampaa markkinatilaa tärkeämpänä.

Pääomasijoittaja on tyypillisesti vahvasti mukana yhtiön kehittämisessä. Yhtiö luonnollisesti myös hyötyy pääomasijoittajan päämäärästä kehittää ja tehostaa yhtiön toimintaa. Pääomasijoittajan tuoma asiantuntijuus ja kokemus eri aloilta voidaan nähdä parantavan esimerkiksi innovointia. Kokenut ja monissa yhtiöissä mukana ollut pääomasijoittaja voi pitää hallussaan arvokkaita suhteita ja yhteyksiä, jotka auttavat yhtiötä edistymään kasvu-urallaan. Yksityinen suurempi pääomasijoittaja onkin hyvä rahoitusvaihtoehto varsinkin pienille kasvuyhtiöille. Yhtiön lisäksi myös yhteiskunta hyötyy pääomasijoittajien tuomasta lisäarvosta yhtiöön. (Teten ym 2013 7–19.) Yhteiskunnan kannalta pääomasijoittajan aikaansaama yhtiön kasvu lisää työllisyyttä, vientiä ja varallisuutta sekä siten yhteiskunnan hyvinvointia (Gregoriou ym. 2007, 20–21).

Brav ja Gompers (1997, 1818) tekivät tutkimuksissaan myös havainnon, jonka mukaan pääomisteistaustaiset yhtiöt ylsivät pitkällä aikavälillä huomattavasti parempaan pääoman tuottavuuteen muihin omistajapohjiin verrattuna. Heidän mukaansa pääomasijoitustaustainen yhtiö oli myös usealla muulla eri mittarilla mitattuna vertailuryhmää tehokkaampi yhtiö. Vastaavaa paremmin tai heikommin suoriutumista listattujen ja listaamattomien yhtiöiden välillä he eivät tutkimuksissaan löytäneet. Pääomasijoittajataustaiset yhtiöt olivat kauttaaltaan heidän mukaansa paremmin johdettuja ja laadukkaampia yhtiöitä, mikä takasi niiden paremman suoriutumisen. Gregorioun ym. (2007, 21) löydökset tukevat Bravin ja Gompersin havaintoja, sillä heidän mukaansa eurooppalaiset pääomasijoittajataustaiset yhtiöt ylsivät huomattavasti parempaan myynninkasvuun. Lisäksi pääomasijoittajataustisten yhtiöiden toimesta tutkimuksiin sekä tuotekehitykseen käytetyt varat kasvoivat, vienti lisääntyi ja työpaikkojen määrä kasvoi pääomasijoittajataustattomiin yhtiöihin verrattuna, mitkä voidaan nähdä yhteiskunnan kannalta hyvin positiivisina vaikutuksina.

Informaatiopalveluiden markkinajohtaja Asiakastieto Group Oyj listautui keväällä 2015 Helsingin pörssin päälistalle. Yhtiön ainut osakkeenomistaja ennen listautumista oli pääomasijoitusyhtiö AKT Holdings Oy. AKT Holdings myi listautumisen yhteydessä 11 500 000 osaketta eli noin kolme neljäsosaa AKT Holdingsin osakkeista ja siten koko yhtiön osakkeista. Uusia osakkeita annissa laskettiin liikkeelle alle prosentti yhtiön koko

osakekannasta ja ne kohdistettiin suoraan henkilöstöantiin. Näin listautumisen yhteydessä pääomasijoittaja kuittasi noin 170 miljoonan euron myyntitulot ja yhtiön kassaan päätyi noin 1,4 miljoonaa euroa. Asiakastiedon markkina-arvoksi listautumisen yhteydessä saatiin noin 220 miljoonaa euroa. Suuresta osakemyynnistä huolimatta listautumisanti ylimerkittiin moninkertaisesti, niin kuin lähes tapana on viime vuosikymmenenä ollut. (Lounasmeri ym. 2016, 45.)

Asiakastiedon toimitusjohtaja kommentoi yhtiön hakeneen listautumisella näkyvyyden parantamista ja brändin vahvistamista kasvualueilla. Pääomasijoittajalle yhtiön listaaminen tarjosi kilpailukykyisen arvostuksen osakkeelle ja siten mahdollisuuden luopua omistuksesta helposti. (Lounasmeri ym. 2016, 45.) Pörssilistalla suuresta osakkeiden myynnistä huolimatta Asiakastieto menestyi hyvin ensimmäisinä vuosina.

Pääomasijoitusyhtiöitä on myös listattu pörssiin. Helsingin pörssissä pääomasijoitustoimintaa harjoittavia yhtiöitä ovat esimerkiksi Sievi Capital ja Capman Oyj. Sievi Capital selventävät omaa liiketoiminnastaansa kotisivuilla seuraavasti: ”Sievi Capital Oyj on pörssilistattu (Nasdaq Helsinki) pääomasijoitusyhtiö, joka tekee sijoituksia pieniin ja keskisuuriin suomalaisiin yrityksiin. Sievi Capital on kohdeyritysten johdon ja kanssaomistajien kumppani, joka aktiivisena omistajana tukee kohdeyritysten kasvua, tuloksellisuutta ja arvon rakentamista.”

3.3 Signalointi

Yhtiö, yhtiön johto sekä sen suurimmat omistajat viestivät yhtiön laadusta markkinoille jatkuva-aikaisesti. Yhtiö viestii markkinoille omilla toimillaan, miten yhtiön liiketoiminta sujuu. Yksi välillinen viestinnän kanava on osakekaupat yhtiön omilla osakkeilla. Yhtiö voi viestiä sijoittajille osakkeen hinnasta, esimerkiksi suurilla omien osakkeiden takaisinostoilla. Omien osakkeiden takaisin ostolla tarkoitetaan sitä, että yhtiö ostaa markkinoilta omia osakkeitaan. Omien osakkeiden takaisin ostot voidaan nähdä eräänlaisena osingonmaksuna ja tulonsiirtona yhtiöltä omistajille. Suuret osakeostoerät toteutetaan pitkällä aikavälillä ja ylläpitävät osakkeen kysyntäpuolta, joka nostaa osakkeen hintaa. Markkinoilta ostetut osakkeet päätyvät joskus myös mitätöintiin, jolloin yhtiön osakemäärä pienenee, josta omistajat hyötyvät. Omien osakkeiden takaisinostosta ilmoitetaan aina pörssitiedotteella ja ostojen etenemisestä tiedotetaan tasaisin väliajoin. Ilmoitus omien osakkeiden ostosta tulkitaan markkinoilla positiivisesti, kun yhtiö

ajattelee osakkeen markkinahinnan olevan alihintainen pitkällä aikavälillä. (Brealey & Myers 2000, 441–447.)

Myös yhtiön suurimmat omistajat viestivät yhtiön laadusta ja mielipiteestään vallitsevasta markkinahinnasta omalla käyttäytymisellään. Vaikka pörssissä pätee yhdenvertaisuuden periaate, ovat tutkimusten (Scott & Xu 2004, 44–46) mukaan omistajien liikkeet olleet hyvä signaali yhtiön tulevaisuuden kurssikehityksestä. Suurimmilla omistajilla ja yhtiön johdolla on aina markkinoita lähempi suhde yhtiöön, jolloin he ovat parhaiten perillä yhtiötä koskevista asioista. Kun suuri omistaja lisää omistusosuuttaan, viestii hän, että yhtiön hinta on alle todellisen arvon. Kun taas suuri omistaja alkaa myymään omistuksiaan, voi taustalla olla epäluottamusta yhtiön tulevaisuudesta tai kurssin olevan liian korkea suhteessa todelliseen arvoon. Useat sijoittajat seuraavatkin suurimpien omistajien ja ylimmän johdon liikkeitä omissa omistuksissaan. Scottin ja Xun (2004, 44–51) tutkimusten mukaan kuitenkin aina omistajien liikkeet eivät indikoi osakekurssin tulevaa kehitystä, sillä omistajilla on myös muita syitä ostoille ja myynneille kuten esimerkiksi oman riskiportfolion muokkaus ja muut rahan tarpeet.

Listautumisantien säännöllisesti havaittavaa alihinnoittelua voidaan Allenin ja Faulhaberin (1988, 303–323) mukaan selittää signaalointiteorian avulla. Allen ja Faulhaber olettavat teoriassaan, että on olemassa kahdenlaisia yhtiöitä - hyviä ja huonoja. Hyvän yhtiön omistajat ja johto viestivät yhtiön laadusta alihinnoittelemalla yhtiö listautumisannissa. Omistajat tiedostavat yhtiön todellisen arvon ja ovat valmiita myymään yhtiötä alle sen todellisen arvon, sillä listautumisen tuoma lisäarvo nostaa yhtiön arvon nopeasti yli sen listautumishetken todellisen arvon. Hyvän yhtiön omistajat kokevat, että alihintaisten osakkeiden tarjoaminen maksaa itsensä takaisin jo hyvinkin lyhyellä aikavälillä. Sijoittajille alihinnoittelu puolestaan viestittää, että yhtiö ja sen omistajat uskovat kattavansa tulevaisuuden tuotoilla alihintaisena myydyt osakkeet. Näin alihinnoittelu antaa sijoittajille positiivisen signaalin yhtiöstä, jonka perusteella sijoittaja voi olla luottavaisempi yhtiön tulevaisuuden kehityksestä ja ottaa osaa listautumisasiin. Puolestaan huono yhtiö ei voi tarjota markkinoille alihinnoiteltuja osakkeita, sillä tulevaisuuden tuotot eivät riittäisi kattamaan alihinnoittelulla menetettyä varallisuutta. Heikosta tulevaisuuden näkymien takia osakkeita ei voida myydä alle todellisen arvon.

Ritter (1998, 9) puolestaan on kritisoinut Allenin ja Faulhaberin signaalointiteoriaa. Ritterin mukaan hyvällä yhtiöllä olisi huomattavasti halvempiakin tapoja viestittää

sijoittajille yhtiön laadusta kuin runsas alihinnoittelu, joka luonnollisesti on yhtiön tai omistajien kukkarosta pois. Ritterin mukaan alihinnoittelua selittävää signaalointiteoriaa voisi soveltaa vain hyvin rajatussa ja teoreettisessa maailman tilassa.

Ritter (1998, 8–9) tosin sivuaa signaalointiteoriaa omalla *bandwagon*-teoriallaan. Ritterin *bandwagon*-teorian mukaan listautumisten onnistuminen riippuu sen saamasta suosioista sijoittajien keskuudessa. Tehdessään sijoituspäätöksiä sijoittaja huomioi muiden sijoittajien liikkeet ja mielipiteet. Mikäli sijoittaja näkee listautuvan yhtiön kannattavana sijoituksena, mutta muut sijoittajat eivät ole osallistumassa antiin, voi hänkin jättää annin väliin. Yhtiö voi vaikuttaa listautumisannin suosioon näin alihinnoittelemalla antinsa, jolloin he saavat jotkin tärkeät sijoittajat kiinnostumaan ja osallistumaan antiin. *Bandwagon*-teorian mukaan muiden sijoittajien kuullessa tästä hekin hyppäävät mukaan antiin ja listautumisannille saadaan riittävä kysyntä aikaiseksi.

Signaalointiteoria on läsnä myös omien osakkeiden ostoissa. Ostot antavat markkinoille signaalin, että yhtiön osake on alihintainen, kun yhtiö itse näkee kannattavana ostaa omaa osakettaan. Signaalointiteorian osalta tutkimukset ovat myös nostaneet esiin näkökulman, jonka mukaan yhtiöt ovat saattaneet luoda signaaleja omien osakkeiden ostoilla, joilla on yritetty saada manipuloitua osakkeen hintaa hetkellisesti korkeammalle. Tutkielman näkökulmasta aihe on mielenkiintoinen, sillä tässä tapauksessa yhtiöllä on luonnollisesti paras näkökanta yhtiön todellisesta arvosta. (Vermaelen 1981, 175–180.) Yhtiön lisäksi myös yksittäiset henkilöt, jotka voidaan lukea yhtiön sisäpiiriin viestivät tekemisillään markkinoille yhtiön sen hetkisestä tilasta sekä kannastaan sen tulevaisuuden tuotto-odotuksiin.

Yhtiön sisäpiirin liikkeitä seurataan tarkasti heidän omatessa mahdollisesti muuta markkinaa paremmat tiedot - myös viranomaisten toimesta. Suomessa sisäpiirin osakekaupoista ja sisäpiiritiedon käytöstä ohjeistetaan EU:n säätämässä markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa MAR-asetuksessa (*Market Abuse Regulation*), jota Nasdaq OMX Helsingin sisäpiiriohje listayhtiöille noudattelee. Asetuksen mukaan sisäpiiritiedolla tarkoitetaan julkistamatonta tietoa, joka liittyy liikkeeseenlaskijaan tai rahoitusvälineeseen, ja jolla julkistettuna todennäköisesti olisi huomattava vaikutus rahoitusvälineen tai siihen liittyvän rahoitusjohdannaisen hintaan. (Nasdaq Helsinki Oy 2021, 10–11.) Pörssissä listattuja osakeyhtiöitä koskee jatkuva tiedonantovelvollisuus, joka on osaltaan luotu

kitkemään sisäpiiritiedon määrään, sillä uudet informaatiot tulisi ilmoittaa viipymättä koko sijoitusmarkkinalle.

Yhtiön sisäpiiriin lasketaan suurimpien omistajien ja johdon lisäksi myös tahot, jotka ovat yhtiön sisäpiiritietojen kanssa tekemisissä, kuten neuvonantajat, kirjanpitäjät tai luottoluokituslaitokset. MAR-asetuksen mukaan sisäpiiritiedot täytyy pitää itsellään eikä niitä saa levittää eteenpäin. Asetuksessa kielletään tiedon levittämisen lisäksi myös muiden tahojen neuvonta arvopaperikaupoissa, mikäli on saanut haltuunsa sisäpiiritietoa, vaikka ei suoranaisesti tietoa levittäisikään. Neuvontakielto soveltuu myös muihin liiketoimiin kuin arvopaperikauppaan, kuten esimerkiksi yritysostoihin. (Nasdaq Helsinki Oy 2021, 11–20.)

MAR-asetuksessa säädetään myös sisäpiiriluetelosta, jota listayhtiön tulee ylläpitää. Sisäpiiriluetelossa on listattu kaikki tahot, joilla on pääsy yhtiön sisäpiiritietoihin. Sisäpiiritiedon hyväksi käyttämisen ennaltaehkäisemiseksi on sisäpiiriläisille asetettu 30 päivän kaupankäyntirajoitus eli ns. suljettu ikkuna ennen osavuosikatsausten, tilinpäätösten ja muiden säännöllisten tiedotteiden julkistamista. Asetuksen mukaan on suositeltavaa, että sisäpiiriläiset tekevät yhtiön osakkeilla pitkänaikavälin kauppaa ja ajoittavat kaupankäynnin hetkiin, jolloin markkinoilla on mahdollisimman täydellinen tieto osakkeen arvoon vaikuttavista asioista. (Nasdaq Helsinki Oy 2021, 21–25.) Vaikka yhtiön sisäpiirin ostot ja myynnit eivät perustuisikaan sisäpiiritiedon hyväksikäyttöön, voidaan silti ajatella heillä olevan parhaimpia arvioita yhtiön todellisesta arvosta. Tämä korostuu mitä pienempi pörssi-yhtiö on kyseessä.

Leland ja Pyle (1977, 172) nostivat tutkimuksissaan signaalointiteorian, jonka mukaan yhtiön sisäpiiriläiset pitävät hallussaan sellaista tietoa yhtiön tuotto-odotuksista, joihin ulkopuolisilla sijoittajilla ja muilla toimijoilla ei ole mahdollisuutta. Näin tulevaisuuden tuotto-odotusten ollessa hyvinkin positiivisia yhtiön sisäpiirin pitäisi olla haluton luopumaan omistuksistaan vaan päinvastoin lisätä omistusosuuksiaan yhtiössä. Vastaavasti tulevaisuuden tuotto-odotusten ollessa heikot suhteessa osakkeen riskiin, heidän kannattaa luopua omistuksistaan. Näin yksityistä sijoittajaa täydellisempää informaatiota hallussa pitävät sisäpiiriläiset informoivat omista näkemyksistään tuotto-odotuksista omilla liikkeillään osto- ja myyntitoimeksiannoilla.

Keloharju ja Kulp (1996, 1595–1599) tutkivat miten listautumista edeltäneiden omistajien säilyvyys listautumisannin jälkeenkin vaikuttaa osakkeen suhteelliseen

arvostustasoon. Heidän aineistonsa kattoi listautumisannit Suomessa vuosina 1984–1993. Arvostustason mittaamiseen Keloharju ja Kulp käyttivät P/B-lukua (*price-to-book ratio*) eli yhtiön markkina-arvo jaettuna sen kirjanpidollisella arvolla. Heidän aineistonsa listautumisissa omistajien pysyvyys yhtiössä korreloi P/B-luvun kanssa positiivisesti. Julkisilla osakemarkkinoilla siis arvostettiin yhtiöitä, joissa omistajat jäivät yhtiön omistajiksi. Löydöstä selittäviä tekijöitä on monia. Yhtenä voidaan pitää listautumisannin alkuperäistä hinnoittelua ja siihen johtaneita motivaatiotekijöitä. Vanhojen omistajien myynti aiheuttaa luonnollisesti jo korkeampaa hinnoittelua kuin, jos omistajat jäävät yhtiön omistajiksi eivätkä myy omistuksiaan.

Brau ja Fawcett (2006, 400–401) tutkimusten mukaan markkinoilla voidaan nähdä negatiivisena signaalina, jos listautumisen yhteydessä myydään sisäpiiriläisten tai isoimpien omistajien toimesta huomattava osuus yhtiöstä. Tutkimusten pohjalta voidaan siis olettaa, että sisäpiiriläisten kaupankäynnillä on heidän kaupankäyntiään laajempi vaikutus osakkeen hintaan, kun myös muut yhtiötä seuraavat sijoittajat seuraavat heidän liikkeitään markkinoilla.

4 TUTKIMUS

4.1 Aineistonkeruu

Tutkimuksen aineisto koostuu pohjoismaisista listautumisista vuosilta 2011–2017. Mukana on lähtökohtaisesti kaikki tutkimukseen soveltuvat listautumiset Suomen, Ruotsin ja Tanskan päälistoille sekä Suomen pienille yhtiöille tarkoitettulle First North -listalle. Suomen pörssin lisäksi aineiston kokoa haluttiin kasvattaa tuomalla muita Pohjoismaita mukaan tutkimukseen. Pohjoismaista Norja rajautui pois, sillä maan pörssi ei kuulu Nasdaq OMX:n ja tietojen saanti listautumisista oli haastavampaa kuin listautumisista Nasdaqiin. Islannissa puolestaan listautuneita yhtiöitä oli varsin vähän ja listautumismateriaalit olivat haastavassa muodossa, mikä vaikeutti niiden kääntöä. Listautumisten vähäisen määrän takia Islannin tiputtaminen pois aineistosta tuntui luonnolliselta ratkaisulta.

Alkuperäinen tutkimussuunnitelma kattoi myös vuoden 2010 listautumisannit. Kuitenkin sinä vuonna tutkimusmaissa oli ainoastaan kolme listautumista Ruotsissa ja kolme Tanskassa. Julkisia tietoja listautumisantien rakenteista ei kuitenkaan ollut näistä yhtiöistä enää saatavilla, joten vuosi 2010 rajattiin suosiolla pois. Lisäksi yksi 2010 listautuneista yhtiöistä Tukholman pörssissä oli mennyt jo konkurssiin ennen kolmen vuoden täyttymistä listalla. Tutkimusvuodet taas loppuvat vuoteen 2017, sillä listautuneista yhtiöistä tarvitaan pörssikurssidataa kolmelta listalla olo vuodelta.

Suomessa, Ruotsissa ja Tanskassa listautuneet yhtiöt on saatu Nasdaq OMX:n julkisista tietokannoista. Tutkimukseen otettiin mukaan vain aidot listautumisannit. Aidoilla listautumisanneilla tarkoitetaan tässä yhteydessä uusia listalle tulevia yhtiöitä, jotka tarjoavat sijoittajille merkittäväksi uuden pörssiyhtiön osakkeita eli yhtiön pörssiin listaamisen lisäksi järjestetään listautumisanti. Nämä listautumiset, joissa yhtiö on listattu pörssiin tarjoamatta osakkeita, on jätetty pois tutkimuksesta. Moni pörssiyhtiö on päätenyt pörssiin myös jo olemassa olevan pörssiyhtiön jakautumisen seurauksena. Nämä irtautumisesta syntyneet listaamiset on jätetty pois aineistosta. Myös erilaiset toissijaiset listaamiset on jätetty pois tutkimuksesta. Tällaisia ovat esimerkiksi pörssiyhtiön siirtyminen toisen maan pörssiin ja listanvaihdos First North -listalta päälistalle.

Lisäksi alle kolmen vuoden kuluessa listautumisesta pörssistä poistuneet yhtiöt ovat jätetty pois aineistosta. Suomalaisista yhtiöistä tällainen esimerkki on Silmäasema Oyj,

joka ostettiin pois pörssistä ennen kolmen vuoden listalla olon täyttymistä. Tavoitteena on ollut siis kerätä aineisto yhtiöistä, jotka tulevat aidosti ensi kertaa pörssin listoille. Kaiken kaikkiaan, kun Suomesta, Ruotsista ja Tanskasta rajattiin edellä mainitut listautumiset tutkimusaineiston ulkopuolelle, päätyi lopulliseen aineistoon 100 yhtiötä. Aineiston yhtiöiden määrä on näin reilu kolmasosa listautumisten kokonaismäärästä tutkimusmaissa.

Tiedot listautumisantien rakenteista, kuten osakkeiden määristä eri vaiheissa, on kerätty listautuneiden yhtiöiden listalleottoesitteistä, listautumista edeltäneiden vuosien tilinpäätöksistä sekä listautumisvuosien tilinpäätöksistä ja listautumisiin liittyneistä pörssitiedotteista. Myynti- ja antiosakkeiden määrät ovat puolestaan kerätty listalleottoesitteistä, seuraavien vuosien tilinpäätöksistä sekä listautumiseen liittyvistä tiedotteista. Osakkeiden kokonaismäärät yhtiössä on saatu listautumista edeltäneistä ja seuraavan vuoden tilinpäätöksestä.

Aineiston tiedot pääomasijoittajataustaisista yhtiöistä on saatu Suomen osalta Pääomasijoittajat ry:ltä ja Ruotsin osalta Ruotsin pääomasijoittajien yhdistykseltä SVCA:lta. Tanskassa listautuneiden yhtiöiden määrä oli sen verran pieni, että pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden selvittäminen onnistui vuosikertomuksissa mainittujen suurimpien omistajien taustat selvittämällä.

Listautumisten jälkeistä osakekurssia pyritään yleensä vakauttamaan. Vakauttamistoimenpiteet hoitaa listautumisannin pääjärjestäjä listautuvan yhtiön ennalta määräämissä rajoissa. Vakauttamisella pyritään tasaamaan listautuneen yhtiön osakekurssin hinnan kehitystä ensimmäisen kolmenkymmenen päivän ajan pörssissä. Markkinan painaessa osakekurssia alle listautumishinnan pääjärjestäjä on sitoutunut tekemään tukiostoja, joilla hinnan pudotusta pyritään saamaan hidastettua tai kokonaan pysäytettyä. (Espinasse 2011, 209–214.)

Pääjärjestäjälle annetaan yleensä myös suurimpien omistajien tai yhtiön toimesta optio myydä osakkeita mahdollisessa ylikysyntätilanteessa. Listautumisanneissa näistä puhutaan lisäosakeoptiona (*over-allotment option*). Ruotsalaisissa listautumisanneissa vakauttamisoptiot ovat olleet käytössä lähes poikkeuksetta, kun markkina on lähtenyt nostamaan osakekurssia ja pääjärjestäjä on tasapainottanut tarjoustasoja myymällä alkuperäisten omistajien osakkeita. Lisäosakeoptio on tietty määrä osakkeita, jotka pääjärjestäjä on lainannut osakkeiden omistajalta. Pääjärjestäjällä on oikeus myydä

osakkeenomistajan omistamia osakkeita kokonaisuudessaan, osin tai jättää optio toteuttamatta. Kolmenkymmenen päivän jälkeen option seurauksena myydyistä osakkeiden määristä tiedotetaan ja ylijääneet osakkeet palautetaan alkuperäiselle osakkeenomistajalle. (Espinasse 2011, 209–214.)

Vakauttamistoimilla pyritään hillitsemään markkinan aiheuttamia rajuja muutoksia pörssikurssissa, mikä on mahdollista, kun markkina ei ole päässyt aiemmin mukaan yhtiön arvon muodostukseen. Listautuneen yhtiön osakekurssi on usein alussa hyvin volatiili, joka luonnollisesti ajan kanssa rauhoittuu. Hinnan vakauttaminen antaa myös uudelle sijoittajalle turvaa, kun sijoittaja voi olla luottavaisempi sijoituksen riskisyydestä. (Espinasse 2011, 209–214; Chowdhry & Nanda 1996, 25–27.)

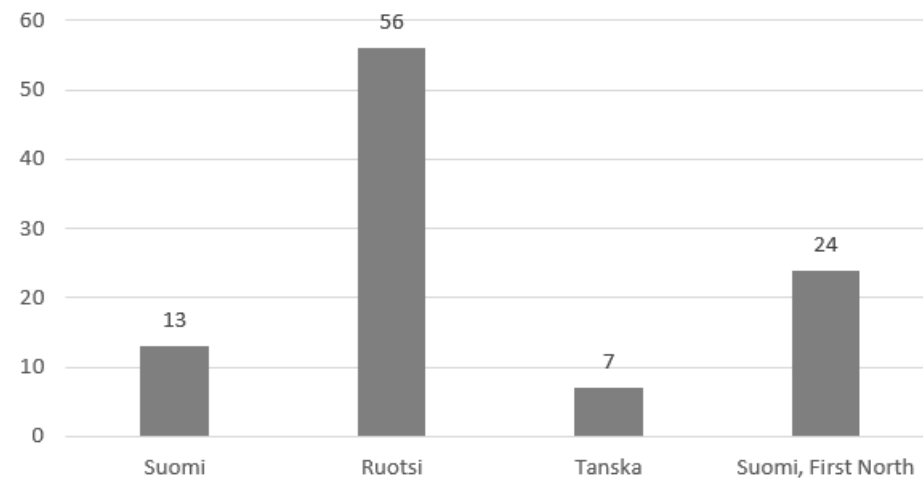
Aineistonkeruussa ensimmäisen kolmenkymmenen päivän aikana suoritettujen listautumisannin optiotoimien seurauksena vaihdettujen osakkeiden määrät on lisätty listautumisannin osakemääriin. Varsinkin Ruotsissa vanhat omistajat ovat myyneet merkittäviä määriä osakkeita lisäosakeoption turvin, joten optioiden toteutukset ovat olleet relevanttia huomioida listautumisannin osakkeisiin. Option toteutus ratkeaa aina listautumisannin jälkeen, joten näiden toteutuksista tiedot on hankittu niitä koskevista pörssitiedotteista.

Yhtiöiden osakekurssien tiedot on puolestaan haettu Thompson Reutersin Datastream-palvelusta. Osakekurssina on käytetty yhtiön tietyn päivän päätöskurssia. Osakkeensa pörssissä splitanneiden yhtiöiden antihinnat on laskettu uudelleen yhtiön split-suhteen mukaan. Pörssilistalta jo poistuneiden yhtiöiden osalta osakekurssidata on hankittu julkisista osakekurssipalveluista.

4.2 Aineisto

Tutkielman aineiston koko oli lopulta 100 listautunutta yhtiötä Pohjoismaissa vuosien 2011 ja 2017 välillä. Alla olevassa kuviossa 2 on esitetty listautuneiden yhtiöiden jakautuminen pörsseittäin.

Listautumiset pörseittäin

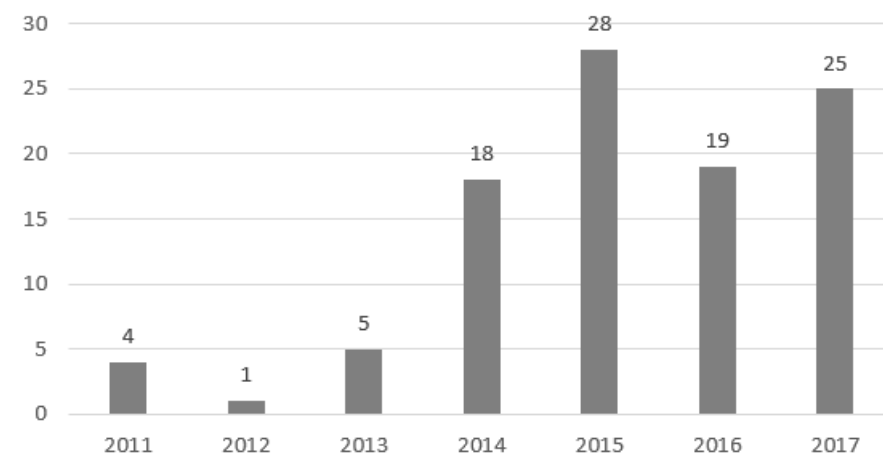


Kuvio 2. Aineiston yhtiöiden jakautuminen pörseittäin

Kaikkiaan aineiston sadasta listautumisesta yli puolet oli listautumisia Tukholman pörssiin. Suomesta aineistoon kelpaavia listautumisia tuli 37 kappaletta, joista 24 oli pieniyhtiöiden listautumisia First North -listalle. Puolestaan Tanskassa aitoja uusien yhtiöiden listautumisia oli 7 kappaletta. Tanskalaiset listautumiset olivat kuitenkin pohjoismaisella mittapuulla isoja, joten yhtiöiden mukana olo on merkittävä.

Aineiston vuosista suurin yksittäinen vuosi ajoittui vuoteen 2016, jolloin 28 yhtiötä listautui. Huomattavaa on, että listautumiset painottuvat aineiston aikavälin loppupuolelle. Neljänä viimeisenä aineiston vuonna on 90 yhtiötä, kun taas kolmena ensimmäisenä vuonna on vain kymmenen yhtiötä.

Listautumiset vuosittain



Kuvio 3. Aineiston listautumiset vuosittain

Aineiston listautumiset mukailevat vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen alkanutta yleistä osakemarkkinan nousukautta. Vuosien varrella osakemarkkinan yleisindeksit ovat tehneet ainoastaan vuonna 2011 pienen korjausliikkeen. Yleisesti listautumisinto kiihtyy mitä pidemmälle nousukautta edetään, jota myös tämän tutkimuksen aineisto tukee. Aineiston vuosien jälkeen listautumistahti Pohjoismaissa on vain entisestään kiihtynyt, kun isoilta korjausliikkeiltä on markkinoilla vältytty. Pienen takapakin teki vuonna 2020 puhjennut koronaviruskriisi, jona vuonna listautumiset notkahtivat selvästi. Pandemia osakemarkkinasta riippumaton rajoite listautumisille, joten voidaan olettaa listautumisten elpyvän nopeasti, mikäli markkinatilanne pysyy kriisin jälkeenkin suotuisana.

Tutkielman alussa esitellyssä kuviossa 1 oli mukana myös First North -listautumiset, joita on ollut Ruotsissa huomattava määrä verrattuna muihin Pohjoismaihin. Kuvion listautumiset sisältävät myös esimerkiksi pörssiyhtiön jakautumisen aikaansaamat listautumiset sekä toissijaiset listaamiset.

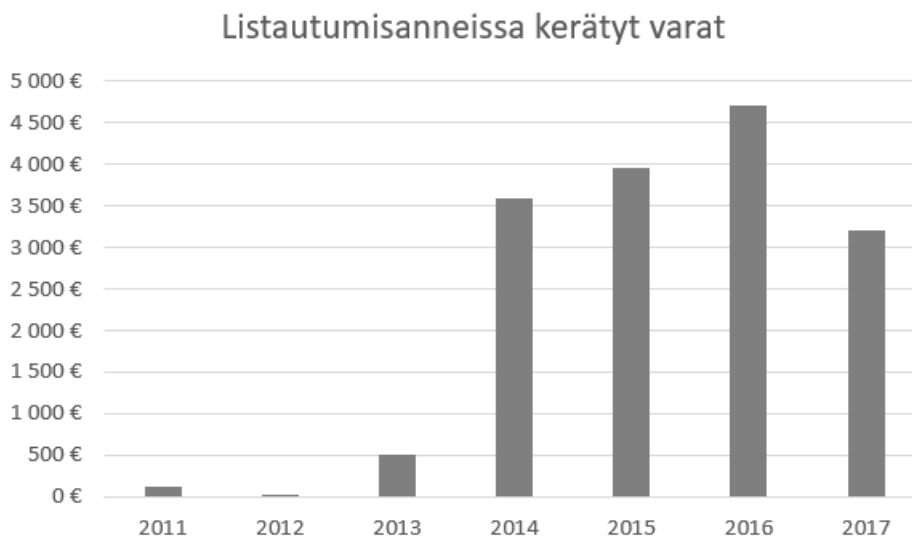
Kuviossa 4 on kuvattu listautuneiden yhtiöiden yhteenlaskettu markkina-arvo vuosittain. Kuvaajassa yhtiöiden markkina-arvot on muunnettu listautumishetkellä euromääräisiksi. Aineiston yhtiöiden keskimääräinen markkina-arvo listautumishetkellä oli 452 miljoonaa euroa. Keskimääräinen markkina-arvo on varsin suuri. Suurta keskiarvoa selittävät muutamat suuret yhtiöt. Viiden suurimman listautuneen yhtiön yhteenlaskettu markkina-arvo oli 21,17 miljardia euroa kattaen aineiston yhteenlasketuista markkina-arvoista lähes puolet. Aineiston markkina-arvojen mediaani puolestaan oli 182,9 miljoonaa euroa.



Kuvio 4. Listautuneiden yhtiöiden yhteenlaskettu markkina-arvo vuosittain (miljoonaa euroa)

Kuviosta nähdään, että vuosi 2016 oli selvästi suurin listautumisvuosi yhteenlaskettujen markkina-arvon mukaan. Vuoden 2016 piikkiä selittää se, että jokaisen kolmen maan suurin yhtiö listautui juuri kyseisenä vuonna. Suomen suurin listautunut yhtiö oli DNA Oyj, jonka markkina-arvo oli listautumishinnan mukaisesti 1,34 miljardia euroa. Koko aineiston suurin listautuva yhtiö markkina-arvon mukaan oli silloinen DONG Energy A/S, joka tunnetaan nykyään nimellä Ørsted A/S. Kyseessä on tanskalainen valtiomisteinen energiayhtiö. DONG Energyn markkina-arvo listautumishetkellä oli 13,3 miljardia euroa. Suuren energijätin pörssitaival on ollut huikea, sillä yhtiö listautui 235 Tanskan kruunun osakehintaan ja nykyään osakekurssi noteerataan vähän alle tuhannessa eurossa.

Listautumisannit luokitellaan suuruuden puolesta usein yhtiöiden markkina-arvon sijasta listautumisannissa kerättyjen varojen määrän mukaan. Listautumisannissa kerätyt varat saadaan yksikertaisesti kertomalla merkattujen osakkeiden lukumäärä antihinnalla. Aineiston sadassa listautumisannissa kerättiin yhteensä 16,1 miljardia euroa varoja uusilta omistajilta. Näin yhden listautumisannin keskimääräiseksi kooksi saadaan 16,1 miljoonaa euroa. Kuviossa 5 on kuvattu listautumisanneissa kerättyjen varojen määrä vuosittain.



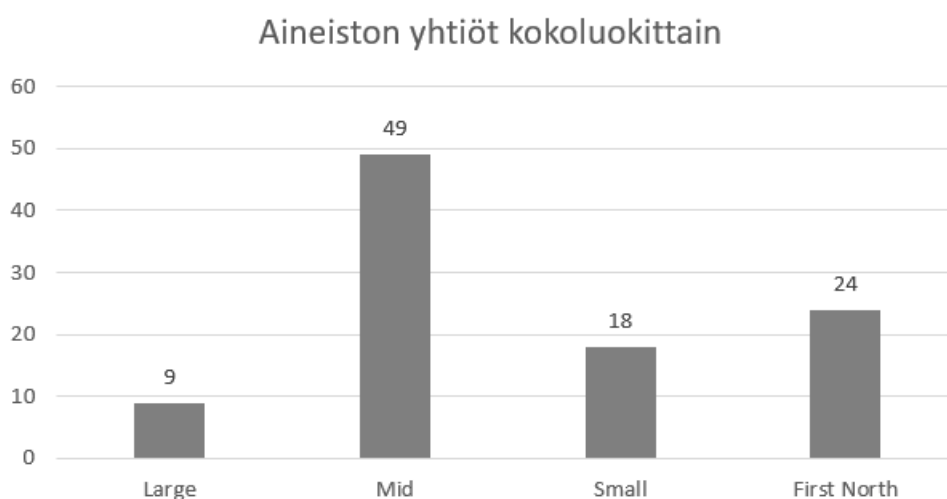
Kuvio 5. Listautumisantien euromääräinen koko (miljoonaa euroa)

Suurin yksittäinen listautumisanti oli niin ikään markkina-arvoltaan suurimman listautuneen yhtiön Ørsted A/S:n listautuminen. Ørstedin listautumisannin koko oli peräti 2,6 miljardia euroa muodostaen 16 prosenttia koko aineiston listautumisanneista. Ørsted

A/S:n listautumisanti oli pelkästään osakemyynti, joten annissa kerätyt varat menivät täysimääräisesti alkuperäisten omistajien taskuun.

Suomalaisista listautumisanneista suurin oli Terveystalo Oyj:n listautumisanti, jonka koko oli 762 miljoonaa euroa. Terveystalon tarjoamista osakkeista 87 prosenttia oli vanhojen omistajien myyntiosakkeita ja vain 13 prosenttia oli uusia antiosakkeita, joten yhtiön kassaan listautumisannista päätyin noin sata miljoonaa euroa. Pörssissä yhtiö on tarjonnut omistajilleen vuotuisten osinkojen lisäksi reilun kymmenen prosentin arvonnousun osakkeelle. Molemmissa Terveystalon ja Ørstedin omistajapohjissa pääomasijoitusyhtiö oli vahvasti mukana yhtiön omistajapohjassa.

Pörssiyhtiöt luokitellaan yleisesti markkinakokonsa mukaan suuriin, keskikokoisiin ja pieniin yhtiöihin. Englannin kielestä Suomen rahoitusmaailmaankin juurtuneet termit näille ovat ”large cap”, ”mid cap” ja ”small cap”. First North -yhtiöillä tällaista jaottelua ei ole, mutta yhtiöt olisivat pieniä jopa pienten kokoluokassa.



Kuvio 6. Aineiston yhtiöt markkinakokoluokittain

Aineiston yhtiöistä valtaosa on mid cap -kokoluokan yhtiöitä. Suurin osa näistä keskikokoluokan yhtiöistä on ruotsalaisia. Ruotsin mid cap -kokoluokan yhtiöt muodostavat peräti 41 prosenttia koko aineiston yhtiöistä. Suurta ruotsalaisten keskikokoluokkaisten yhtiöiden listautumisintoa suhteessa muihin kokoluokkiin saattaa selittää First North -yhtiöiden suuri määrä. Ruotsissa on 2010-luvulla listautunut yli 200 yhtiötä First North -listalle. Ilman First North -listaa näistä yhtiöistä usea olisi listautunut suoraan päälistalle lisäten pienten yhtiöiden määrää. Suomalaisia First North -listautumisia aineistosta on 24 kappaletta. Suomen päälistayhtiöitä on yhteensä 13

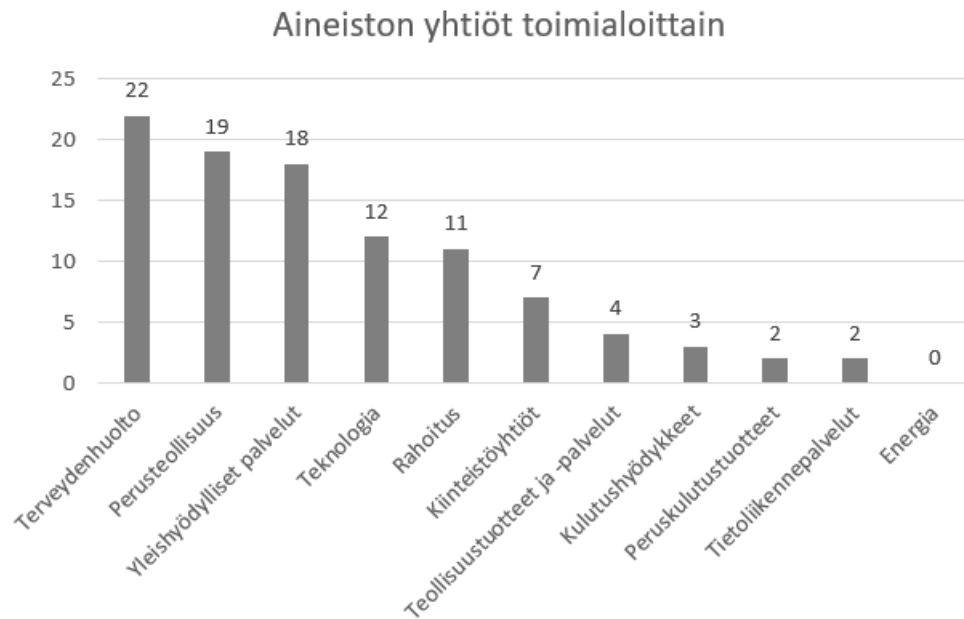
kappaletta, joista isoja on kaksi, viisi keskikokoista ja kuusi pienen kokoluokan yhtiötä. Päälistan yhtiöitä aineistossa on yhteensä 76 kappaletta, joten koko aineiston koko on 100 yhtiötä.

Markkinakoon lisäksi yhtiöitä jaotellaan toimialansa mukaan. Nasdaq OMX käyttää listayhtiöiden toimialojen luokittelussa ICB-luokitusta (*Industry Classification Benchmark*). Nykymuotoinen ICB-luokitus jaottelee toimialat 11 eri luokkaan kesän 2020 päivityksen jälkeen. Edellisessä päivityksessä uutena toimialana kiinteistöyhtiöt eriytyivät rahoitus -luokasta. Lisäksi öljy- ja kaasu -toimiala vaihtoi nimeään uusiutuvien energialähteiden lisääntymisen myötä energia -toimialaksi. (FTSE Russell 2020, 9–26.)

ICB-luokitus (FTSE Russell 2020, 9–26):

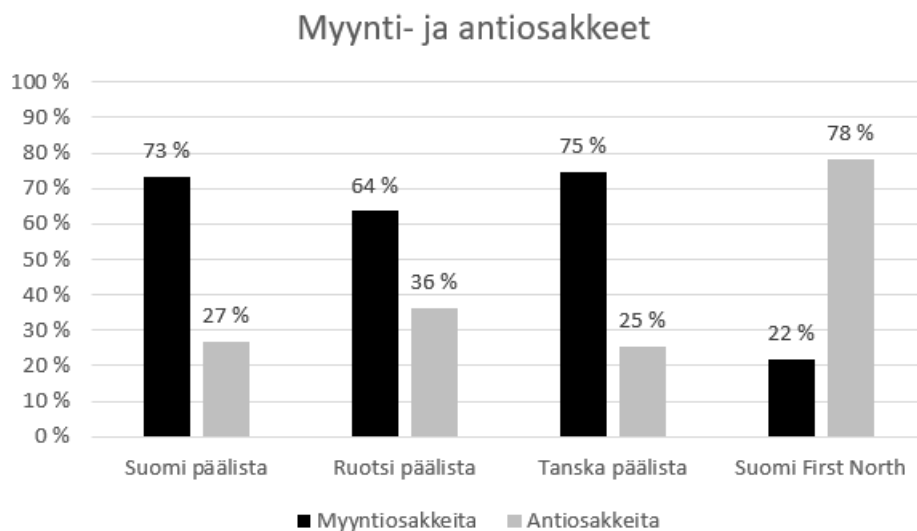
- Terveydenhuolto (*health care*)
- Rahoitus (*financials*)
- Teknologia (*technology*)
- Kulutushyödykkeet (*consumer staples*)
- Perusteollisuus (*industrials*)
- Energia (*energy*)
- Teollisuustuotteet ja -palvelut (*basic materials*)
- Peruskulutustuotteet (*utilities*)
- Yleishyödylliset palvelut (*consumer discretionary*)
- Kiinteistöyhtiöt (*real estate*)
- Tietoliikennepalvelut (*telecommunications*)

Aineiston yhtiöt jakautuvat Nasdaq OMX:n käyttämän ICB-jaottelun mukaan toimialoittain seuraavan kuvion 7 mukaisesti.



Kuvio 7. Aineiston yhtiöt toimialoittain

Aineiston listautuneista yhtiöistä suurimman toimialan muodosti terveydenhuolto. Terveydenhuolto -toimialan yhtiöistä 16 listautui Ruotsissa, viisi Suomessa ja yksi tanskassa. Nimeään uudistaneesta Energia -toimialasta ei saatu yhtään listautumista aineistoon. Toimialan yhtiöiden listausten uupuminen ei kuitenkaan ole mitenkään yllättävää. Energia -sektorilla yhtiöt ovat yleisesti verrattain suuria ja pienten on vaikea kasvattaa markkinaosuuttaan, kun isoilla toimioilla on jo kokonsa puolesta huomattavaa kilpailuetua.



Kuvio 8. Myynti- ja antiosakkeiden jakauma aineistossa

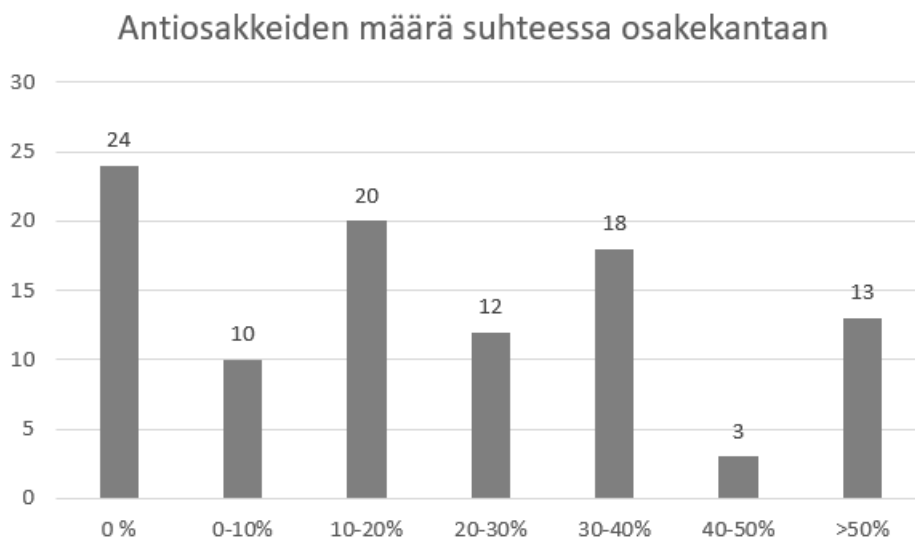
Kuviosta 8 nähdään, että päälistalle listautuneiden yhtiöiden listautumisannissa tarjottujen osakkeiden jakauma on lähes samankaltainen. Suuren poikkeuksen tekee Suomessa First North -listalle listautuneet yhtiöt. Päälistalle listautuneiden yhtiöiden listautumisannissa tarjotuista osakkeista noin kaksi kolmasosaa muodostuivat vanhojen omistajien myymistä jo olemassa olevista osakkeista. Myyntiosakkeiden määrä on yllättävän suuri. Jopa kaksi kolmasosaa uuden osakkeenomistajan sijoittamasta rahasummasta päätyy vanhan omistajan pankkitilille. Vastaavasti vain yksi kolmasosa osakkeista oli uusia antiosakkeista, joista uusien sijoittajien sijoittamat varat päätyivät listautuvan yhtiön haltuun ja ovat parantamassa yhtiön tulevaisuutta.

Suomessa First North -listalle listautuneiden yhtiöiden osalta osakkeiden rakenne oli täysin toisenlainen verrattuna päälistoihin. First North -yhtiöiden listautumisessa tarjoamista osakkeista vain 22 prosenttia oli vanhojen omistajien osakemyyntiä ja 78 prosenttia uusia osakkeista. Luonnollisesti pienet yhtiöt omaavat isomman kasvupotentiaalin, joten varoja on syytä kerätä tulevaisuuden kasvun takaamiseksi esimerkiksi investointeihin ja yritysostoihin. Suhteellinen ero myynti- ja antiosakkeiden määrissä listojen välillä on kuitenkin huomattavan iso.

Kuten kolmannessa luvussa mainittiin, uusien osakkeiden liikkeelle laskeminen laimentaa vanhojen omistajien suhteellista omistusosuutta yhtiössä. Näin annissa uusia osakkeita entisessä omistussuhteessaan merkkamaton vanha omistaja on oikeutettu tulevaisuudessa aiempaan pienempää osuuteen yhtiön tuloksesta eli osinkoon ja samalla hänen äänivaltansa oletettavasti vähenee. Omistuksen laimentumisen takia rahallinen menetys yhtiön arvosta on kuitenkin vain hetkellinen, sillä pörssiin listattu yhtiö voidaan arvostaa korkeammilla arvostustasoilla, jota kuvaa jo ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä purkautuva alihinnoittelu. Myös listautuneena tulevaisuuden kasvumahdollisuudet paranevat, mikä aikaansaa arvonnousua.

Omistuksen laimentumisen taso on aina omistajakohtaista eikä sen tasoa pystytä suoraan mittaamaan, sillä vanha omistaja saattaa myös merkitä uusia osakkeita yhtiön listautuessa, jota oikeutta vanhat omistajat usein käyttävätkin. Antiosakkeiden suhteellinen määrä antaa kuitenkin suuntaa omistuksen laimentumisen tasosta. Sitä voidaan näin havainnollistaa suhteuttamalla uudet annissa liikkeelle lasketut osakkeet listautumista edeltäneeseen osakekantaan.

Tutkimusaineiston yhtiöissä omistuksen laimentuminen voidaan nähdä olevan merkittävästi läsnä. Seuraavassa kuviossa 9 on esitelty listautumisessa tarjottujen antiosakkeiden määriä aineiston listautumisanneissa.



Kuvio 9. Antiosakkeiden määrä suhteessa uuteen osakekantaan

Aineiston yhtiöiden listautumisannissa tarjotut uudet osakkeet muodostivat keskimäärin 27,3 prosenttia koko yhtiön osakekannasta ennen listautumista. Mediaani aineiston listautumisanneissa on 17,6 prosenttia. Listautumisissa, joissa tarjottiin uusia osakkeita eli lukuun ottamatta puhtaasti osakemyynnein suoritettuja listautumisanteja, keskiarvo on 36,9 prosenttia ja mediaani 26,2 prosenttia. Tasan puolet aineiston yhtiöistä asettui 10–40 prosentin väliin. Yhteensä 74 yhtiössä tarjottiin jossain määrin uusia antiosakkeita ja 26 yhtiön suoritti listautumisensa pelkästään vanhojen omistajien osakemyynnillä.

Huomattavasti suurin uusien osakkeiden määrä suhteessa osakekantaan oli Kotipizzan listautumisannissa. Listautumisessa laskettiin liikkeelle yhteensä 5,1 miljoonaa uutta osaketta. Yhtiön koko osakekanta listautumisannin jälkeen oli 6,35 osaketta, joten uusien osakkeiden määrä vastasi yli nelinkertaisesti yhtiön aiempaa osakemäärää. Listautumisannissa tarjottiin vain uusia osakkeita, joilla yhtiö keräsi kassaan 25,5 miljoonaa euroa. Antihinnan mukaisesti yhtiön markkina-arvo listautuessa oli 40 miljoonaa euroa. (Kotipizza Oyj 2016.)

Listautumishetkellä Kotipizzan suurin omistaja oli pääomasijoitusyhtiö Sentica Partners Oy. Sentican omistusosuus ennen listautumisantia oli noin 90 prosenttia yhtiöstä. Listautumisannin jälkeen Sentica oli vielä suurin omistaja, mutta enää 60 prosentin

omistusosuudella. (Kotipizza Group Oyj, 2015.) Pääomasijoitusyhtiö oli siis merkinnyt myös uusia osakkeita listautumisen yhteydessä. Pääomasijoitus yhtiölle tyypillisesti se irtautui sijoituksestaan Kotipizzasta kahden vuoden listalla olon jälkeen. Tässä ajassa Kotipizza oli kuitenkin ehtinyt jo kaksinkertaistaa osakekurssinsa pörssilistalla. Kotipizzan liikevaihto ja liikevoitto olivat kasvaneet merkittävästi listautumisen jälkeisillä vuosilla sekä myös ennen listautumista, joten pääomasijoitusyhtiö Sentican voidaan sanoa olleen hyvä suuromistaja avittaen Kotipizzaa uudelle sivulle elinkaarensaan.

4.3 Tutkimus

4.3.1 Tutkimusmenetelmä

Aineiston tutkimiseen on käytetty IBM SPSS Statistics- sekä Microsoft Excel-ohjelmistoja ja niiden tarjoamia menetelmiä. Anti- ja myyntiosakkeiden suhteellisen määrän merkittävyyttä osakekurssin kehitykseen oli tarkoitus tutkia regressioanalyysin avulla, mutta haasteen toivat aineiston useat nolla-arvot selittävässä muuttujissa. Kaikkiaan yhteensä 55 listautumisessa myynti- tai antiosakkeiden määrä oli nolla. Suuren nollien esiintyvyyden takia regressiomallien selitysvoima oli hyvin heikko eikä siten mielekäs aineiston tutkimustapa. Aineiston tutkimiseen ja tutkimuskysymyksiin vastaamiseen löydettiin kuitenkin ohjelmistojen avulla hyvät menetelmät ja tavat tutkia myynti- ja antiosakkeiden määrien vaikutusta osakekurssien kehitykseen. Tutkimusosiossa on esitetty SPSS-ohjelmiston testien antamat tulokset ja täydelliset ohjelmiston tuottamat tulosteet löytyvät liitteistä.

Tutkimuksessa käytettävä eri ajankohtien prosentuaalinen osaketuotto on laskettu perinteisellä tuottoa kuvaavalla kaavalla:

$$\text{Osaketuotto} = (P_1 - P_0) \div P_0 \times 100, \quad (1)$$

Kaavassa P_1 kuvaa tietyn ajanjakson päätöskurssia ja vastaavasti P_0 ajanjakson lähtöhintaa. Tutkimuksessa on käytetty seuraavien ajanjaksojen osaketuottoja:

$$1pv = (P_{L+1} - P_L) \div P_L, \quad (2)$$

$$1v = (P_T - P_L) \div P_L, \quad (3)$$

$$3v = (P_{3T} - P_L) \div P_L, \quad (4)$$

$$1v - 1pv = (P_T - P_{L+1}) \div P_{L+1}, \quad (5)$$

$$3v - 1pv = (P_{3T} - P_{L+1}) \div P_{L+1}, \quad (6)$$

Kaavoissa kuvataan ensimmäisen päivän, vuoden ja kolmen vuoden prosentuaalisia osaketuottoja sekä ensimmäisen ja kolmen vuoden prosentuaalisia tuottoja ensimmäisen pörssipäivän päätöshintaan suhteutettuna. Kaavoissa P_L kuvaa osakkeen listautumishintaa ja P_{L+1} kuvaa ensimmäisen päivän päätöskurssia. Puolestaan P_T kuvaa osakkeen hintaa tasan vuoden päästä listautumisesta ja luonnollisesti P_{3T} osakkeen hintaan kolmen pörssivuoden jälkeen.

4.3.2 Osaketuotot

Aluksi perehdytään alihinnoittelun esiintymiseen aineiston listautumisissa sekä kolmen ensimmäisen pörssivuoden kurssikehitykseen, jonka aikana voidaan ajatella markkinan määrittävän jo hyvin yhtiön markkina-arvoa. Tällöin markkinalla on listautumishetkeä paremmat ja kattavammat tiedot yhtiöstä, jolla markkina-arvoa määritetään. Mahdolliset listautumisen jälkeen tulleet yllätykset ovat myöskin jo ehtineet paljastua, jos sellaisia on sattunut ilmenemään. Tässä yhteydessä tarkoitetaan esimerkiksi keinotekoisista yhtiön tuloksen ja liikevaihdon kasvattamista, jotta listautuva yhtiö saadaan näyttämään paremmalta edellisissä tilinpäätöksissä. Usein listautuvat yhtiöt ovat ajoittaneet kertaluontoisia eriä listautumishetken kannalta suotuisasti.

Taulukko 2. Listautuneiden yhtiöiden osaketuotto

Pörssi		1pv	1v	3v	1v-1pv	3v-1pv
Suomi, First North	Keskiarvo	6,55%	11,62%	70,97%	2,78%	61,55%
	Mediaani	8,07%	10,85%	45,93%	2,93%	32,25%
	Keskihajonta	15,96%	45,97%	133,40%	33,94%	132,61%
	Vinous	-0,079	0,686	0,579	0,727	0,912
	N	24	24	24	24	24
Ruotsi	Keskiarvo	8,95%	26,00%	53,26%	14,09%	38,35%
	Mediaani	6,52%	14,45%	36,95%	6,00%	27,16%
	Keskihajonta	16,19%	68,95%	94,48%	53,90%	75,76%
	Vinous	0,536	2,557	1,352	2,364	0,910
	N	56	56	56	56	56
Suomi	Keskiarvo	3,85%	18,25%	26,86%	14,59%	22,16%
	Mediaani	1,76%	17,48%	14,29%	16,91%	0,00%
	Keskihajonta	7,87%	42,22%	72,27%	43,23%	70,56%
	Vinous	1,747	-0,216	1,625	0,063	1,713
	N	13	13	13	13	13
Tanska	Keskiarvo	7,65%	18,04%	30,71%	9,45%	20,41%
	Mediaani	3,47%	24,00%	29,59%	16,17%	10,10%
	Keskihajonta	10,10%	20,18%	60,48%	14,92%	53,29%
	Vinous	1,250	-1,283	0,903	-1,474	1,237
	N	7	7	7	7	7
Yhteensä	Keskiarvo	7,62%	20,98%	52,50%	11,12%	40,56%
	Mediaani	5,83%	15,97%	31,36%	11,17%	17,84%
	Keskihajonta	14,89%	58,39%	100,74%	46,32%	90,73%
	Vinous	0,493	2,485	1,149	2,204	1,268
	N	100	100	100	100	100

Koko aineiston yhtiöt ovat tuottaneet keskimäärin 7,62 prosenttia heti ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä, joten aineiston yhtiöissäkin listautumisantien alihinnoittelu on ollut huomattavaa. Mediaani aineistossa asettuu 5,83 prosenttiin. Ensimmäisen päivän tuotot vastaavat siis suunnilleen osakemarkkinan keskimääräistä vuosituottoa. Tuotto on myös linjassa taulukossa 1 esitettyjen useiden muiden tutkimusten kanssa ensimmäisen pörssipäivän tuotoista. Eri maiden välillä voidaan nähdä ruotsalaisten listautumisten antaneen parhaan nopean yhden päivän tuoton, mutta ero heikoimpaan eli Suomen pörssiin ei ole kovin suuri. Yleisesti osakemarkkinan keskimääräinen vuosituotto on historiallisesti ollut noin 6–8 prosenttia. Listautuneet yhtiöt ovat tuottaneet siihen

verrattuna hyvin positiivisesti. Käytännössä listautuneet yhtiöt ovat kyenneet tarjoamaan osakemarkkinan vuosituoton verran kurssikehitystä heti ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä.

Aineiston yhtiöiden keskiarvo puolestaan vuoden listalla olon jälkeen on ollut 20,98 prosenttia ja kolmen vuoden ajalta tuotto on ollut 52,50 prosenttia. Kolmen vuoden ajalta keskimääräiseksi vuosituotoksi saadaan 17,50 prosenttia, mikä ylittää vielä selvästi osakemarkkinan historiallisen vuosituoton. Mediaaniksi aineiston listautuneista yhtiöistä saadaan yhden vuoden ajalta 15,97 prosenttia ja 31,36 prosenttia kolmen vuoden ajalta. Mediaani on tältä kolmen vuoden ajanjaksolta selvästi keskiarvoa matalampi, mikä selittää muutamien yksittäisten yhtiöiden huippukorkea tuotto. Aineistosta löytyy useampikin monen sadan prosentin vuosituottoa tarjonnutta listautunutta yhtiötä. Tämä huomataan myös aineiston vinoutta (*skewness*) kuvaavasta luvusta. Luvun ollessa positiivinen aineisto on oikealle vino, jolloin isoin osa otoksista on keskiarvon alapuolella. Tällöin massasta eniten poikkeavat havainnot ovat muuta aineistoa huomattavasti positiivisemmat.

Kun seuraavien vuosien osaketuotoista poissuljetaan ensimmäisenä päivänä purkautunut mahdollinen alihinnoittelu, tippuvat tuotot huomattavasti. Taulukon 2 kahdessa jälkimmäisessä sarakkeessa on esitetty osakkeen tuotto ensimmäisen kaupankäyntipäivän päätöskurssiin verrattuna. Aineiston yhtiöiden keskimääräinen osaketuotto on ollut vuosi listautumisesta 11,12 prosenttia ja kolmen vuotta listautumisesta yhtiön osake on tuottanut 40,56 prosenttia. Kolmen vuoden ajalta vuosituotoksi saadaan näin 13,52 prosenttia. Luvut ovat luonnollisesti heikompia, kun ensimmäisenä päivänä purkautunut alihinnoittelu poistetaan, mutta tuotto on vielä huomattavan positiivinen osakemarkkinalla.

Suomen pörssiin listautuneiden yhtiöiden mediaanituotto kolmen vuoden päästä listautumisista ensimmäinen päivä miinustettuna on nolla prosenttia. Kyse ei ole virheestä vaan, keskimmäisen havainnon eli Pihlajalinnan osakekurssi on vain sattunut olemaan tasan 12,00 euroa, sekä ensimmäisen pörssipäivän jälkeen että tasan kolme vuotta myöhemmin.

4.3.3 Osakemyynnit

Suuret osakemyynnit listautumisen yhteydessä tulkitaan usein negatiiviseksi ja tavoitteena onkin selvittää, *onko omistajien pysyvyydellä ja vanhojen omistajien myynnillä listautumisannissa vaikutusta yhtiön osaketuottoon pörssissä*. Omistajien pysyvyyttä yhtiössä tarkastellaan listautumisannissa tarjottavien anti- ja myyntiosakkeiden avulla. Yhtiöiden osakemäärien ja markkinakokojen vaihdellessa mielekkäin ratkaisu on laskea anti- ja myyntiosakkeiden suhteellinen määrä listautumisessa tarjottavista osakkeista. Lasketaan listautuneiden yhtiöiden osaketuottojen jakautuminen anti- ja myyntiosakkeiden kesken seuraavilla kaavoilla:

$$\text{Myyntiosakkeiden keskimääräinen tuotto} = \frac{\sum_i^n ((MYOS_i / ANTI_i) \times P_i)}{n} \quad (1)$$

$$\text{Antiosakkeiden keskimääräinen tuotto} = \frac{\sum_i^n ((ANOS_i / ANTI_i) \times P_i)}{n} \quad (2)$$

Kuvio 10. Tuottojen jakautuminen myyntiosakkeiden ja antiosakkeiden kesken

Kaavassa *MYOS* ja *ANOS* ovat myyntiosakkeiden ja antiosakkeiden määrät listautumisannissa, jotka suhteutettuna koko listautumisen merkattaviin osakkeisiin saadaan tulokseksi niiden suhteellinen osuus listautumisen osakkeista. Koska annit koostuvat aina myynti- ja antiosakkeista summautuvat näiden suhteelliset osuudet aina yhteen listautumisen kesken. Kaavassa puolestaan *P* kuvaa tietyn aikavälin listautuneen yhtiön osakekurssin tuottoa ja *n* luonnollisesti keskiarvoa laskettaessa havaintojen määrää. Näin saadaan yhtiön osakekurssin tuotto jaettua sen tarjoamien joko anti- tai myyntiosakkeiden mukaisesti.

Alla olevassa taulukossa 3 on laskettu keskimääräisten osaketuottojen jakautuminen myynti- ja antiosakkeiden kesken. Taulukon toisessa sarakkeessa on laskettu, kuinka ison osan tuotosta anti- ja myyntiosakkeiden ilmeneminen on selittänyt listautuneiden yhtiöiden keskimääräisestä tuotosta.

Taulukko 3. Osaketuoton jakautuminen myynti- ja antiosakkeiden kesken

	Keskimääräinen osaketuotto	Tuoton jakautuminen
1pv	7,62%	
ANOS	3,29%	43,23%
MYOS	4,32%	56,77%
1v	20,98%	
ANOS	9,46%	45,07%
MYOS	11,53%	54,93%
1v-1pv	11,12%	
ANOS	5,06%	45,54%
MYOS	6,05%	54,46%
3v	52,50%	
ANOS	25,48%	48,53%
MYOS	27,02%	51,47%
3v-1pv	40,56%	
ANOS	20,82%	51,33%
MYOS	19,74%	48,67%

Osaketuottojen jakautumisessa myynti- ja antiosakkeiden kesken voidaan havaita niiden olevan suhteellisen tasan jakautuneita. Antiosakkeet listautumisannissa ovat tuottaneet keskimäärin paremmin vain kolmen vuoden ajanjaksolla, josta ensimmäisen päivän alihinnointelu on poistettu. Ero on tällöin myös pienin näiden kahden vertailuryhmän välillä. Kaikilla muilla tarkasteluajanjaksoilla myyntiosakkeiden esiintyminen listautumisannissa on antanut keskimäärin parempaa osaketuottoa. Suurimmillaan ero on ollut ensimmäisen kaupankäyntipäivän tuotoissa, josta myyntiosakkeet listautumisannissa ovat selittäneet 56,77 prosenttia listautumisantien keskimääräisistä tuotoista.

Taulukossa 3 esitetyistä osaketuottojen keskimääräisestä jakautumisesta anti- ja myyntiosakkeiden välillä ei voida ainakaan sanoa omistajien pysyvyyden listautumisannissa antavan parempaa osaketuottoa pörssilistalla, sillä tuotot antavat täysin päinvastaisia tuloksia. Mitä enemmän listautumisannissa on esiintynyt vanhojen omistajien myymiä osakkeita, sen parempaan osaketuottoon pörssilistalla yhtiö on yltänyt. Tarkastellaan vielä myynti- ja antiosakkeiden vaikutusta osaketuottoon Pearsonin korrelaatiokertoimen avulla.

Taulukko 4. Pearsonin korrelaatiokerroin myynti- ja antiosakkeiden ja pitkänaikavälin osaketuottojen välillä

		3v	3v-1pv
MYOS/OSANTI	Pearsonin korrelaatio	0,045	0,008
	Sig. (kaksisuuntainen)	0,655	0,934
	N	100	100
MYOS/OSKANTA	Pearsonin korrelaatio	0,070	0,041
	Sig. (kaksisuuntainen)	0,486	0,682
	N	100	100
ANOS/OSANTI	Pearsonin korrelaatio	-0,045	-0,008
	Sig. (kaksisuuntainen)	0,655	0,934
	N	100	100
ANOS/OSKANTA	Pearsonin korrelaatio	0,011	0,069
	Sig. (kaksisuuntainen)	0,916	0,494
	N	100	100

** Korrelaatio on merkitsevä 0,01 tasolla (kaksisuuntainen)

Pearsonin korrelaatiokertoimista nähdään, että korrelaatiot ovat hyvin heikkoja eri osakelajien ja osaketuottojen välillä. Korrelaatiokertoimet ovat hyvin lähellä nollaa kaikilla tarkasteluryhmillä ja ajanjaksoilla, joten yhteyttä myynti- tai antiosakkeiden ja osaketuottojen välillä ei pystytä havaitsemaan.

Korrelaatiokertoimista huomataan myös myyntiosakkeiden korreloivan positiivisesti osaketuottojen kanssa, kun taas antiosakkeet listautumisannissa korreloivat negatiivisesti osaketuottojen kanssa. Korrelaatio on heikkoa, mutta myyntiosakkeiden ilmeneminen listautumisannissa on kuitenkin parempaa osaketuottoa. Nämä korrelaatiokertoimet ovat luonnollisesti toistensa käänteisluvut, sillä Osakelajit suhteutettuna osakeantiin antavat luonnollisesti toistensa käänteisluvut korrelaatiokertoimissa, sillä anti- ja myyntiosakkeet suhteutettuna listautumisen kokonaisuus määrään summautuu aina yhteen.

Tarkastellaan vielä pitkän aikavälin osaketuottoja listautumisanneista, jotka on toteutettu tarjoamalla joko pelkästään anti- tai pelkästään myyntiosakkeita. Yhteensä 54 yhtiön listautuminen eli yli puolet aineiston listautumisista on toteutettu pelkästään anti- tai myyntiosakkeita, mikä on yllättävän iso määrä.

Kaikkiaan myyntiosakkeisista listautumisista peräti kolmeneljäsosaa ovat olleet pääomasijoittajataustaisia. Huomionarvoista on myös, että Suomessa on ollut vuosina

2011–2017 ainoastaan yksi täysin myyntiosakkeinen listautumisanti. Puolestaan jopa 19 täysin uusia osakkeita tarjoamalla toteutetuista listautumisanneista on ollut suomalaisia.

Taulukko 5. Täysin anti- ja myyntiosakkein suoritettut listautumisannit

	ANOS/ANTI 3v	ANOS/ANTI 3v-1pv	MYOS/ANTI 3v	MYOS/ANTI 3v-1pv
N	30	30	24	24
Keskiarvo	66,03%	57,33%	73,23%	52,11%
Mediaani	28,78%	18,20%	46,06%	42,96%

Täysin uusin antiosakkein toteutettut listautumisannit tarjosivat 66 prosentin ensimmäisen kolmen pörssivuoden aikana ja ensimmäisen päivän tuotot poistettuna osaketuotto oli 57,3 prosenttia. Puolestaan täysin osakkeita myymällä toteutettut listautumiset antoivat 73,23 prosentin tuotot kolmen ensimmäisen vuoden aikana ja alihinnoittelu poistettuna tuotto oli 52,1 prosenttia. Luvuista huomataan, että täysin puhtaat osakemyynnit ovat antaneet parempaa tuottoa kuin annit, jossa vanhat omistajat eivät ole myyneet yhtään osaketta. Kuitenkin alihinnoittelu poistettuna antiosakkeiset listautumiset ovat antaneet keskimäärin parempaa osaketuottoa.

Mediaanin voidaan huomata poikkeavan selkeästi keskiarvosta. Suuri ero selittyy sillä, että aineistossa on muutamia todella suuria positiivisia tuottoja, jotka poikkeavat muusta aineistosta. Muutamit listautuneet yhtiöt ovat jopa yli kolminkertaistaneet osakekursinsa. Molempien tarkasteluajanjaksojen mediaanien mukaan osakemyynnillä toteutettut listautumiset ovat antaneet parempaa osaketuottoa pitkällä aikavälillä. Ero on suuri verrattuna keskiarvolla mitattuihin lukuihin, kun myyntiosakkeiset listautumiset tuottivat alihinnoittelu poistettuna 43 prosenttia ja antiosakkeiset listautumiset tuottivat samalla ajanjaksolla 18,2 prosenttia. Antiosakkeisten listautumisten vuosituotto on ollut suunnilleen samaa tasoa kuin osakemarkkinoiden historiallinen keskimääräinen vuosituotto on ollut.

4.3.4 Pääomasijoittajataustaisuus listautuvassa yhtiössä

Seuraavaksi tutkitaan aineiston perusteella sitä, että *ovatko pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden osakekurssit tuottaneet heikommin pörssissä*. Kaikkiaan aineiston sadasta listautuneesta yhtiöistä 55 yhtiössä oli merkittävää pääomasijoittajataustaista omistusta.

Tarkastellaan pääomasijoittajataustaisten ja ei-pääomasijoittajataustaisten listautuneiden yhtiöiden osaketuottoa. Pääomasijoittajataustaiseksi yhtiöksi on laskettu yhtiöt, joissa

pääomasijoittaja on suurimpien osakkeenomistajien joukossa listautumishetkellä. Useimmissa yhtiöissä pääomasijoittaja on omistanut yhtiön kokonaan.

Taulukko 6. Pääomasijoittajataustaisten listautuneiden yhtiöiden osaketuotto

	Pääomasijoittaja- taustainen	N	Keskiarvo	Keskihajonta	Keskivirhe
1pv	0	45	6,57%	15,77%	2,35%
	1	55	8,47%	14,24%	1,92%
1v	0	45	32,86%	75,13%	11,20%
	1	55	11,27%	37,93%	5,11%
3v	0	45	62,09%	106,00%	15,80%
	1	55	44,65%	96,50%	13,01%
1v-1pv	0	45	22,10%	58,94%	8,79%
	1	55	2,13%	30,33	4,09%
3v-1pv	0	45	49,10%	97,49%	14,53%
	1	55	33,57%	85,08%	11,47%

Pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden listautumisannit ovat antaneet keskimäärin 8,47 prosentin tuoton ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä. Puolestaan ei-pääomasijoittajataustaiset yhtiöt ovat antaneet hieman heikomman 6,57 prosentin tuoton. Pääomasijoittajien pörssiin tuomat yhtiöt ovat olleet siis keskimäärin enemmän alihinnoiteltuja.

Kuitenkin pitkällä aikavälillä pääomasijoittajataustaiset yhtiöt ovat kuitenkin antaneet heikompaa osaketuottoa kuin ei-pääomasijoittajataustaiset yhtiöt. Kun ensimmäisen päivän korkeat tuotot poistetaan ovat pääomasijoittajataustaiset yhtiöt keskimäärin tuottaneet 2,13 vuoden ja 33,6 prosenttia. Vastaavasti muut ovat tuottaneet 22,1 ja 49,1 prosenttia samoilta ajanjaksoilta.

Tarkastellaan vielä osaketuottojen eroja pääomasijoittajataustaisten ja ei-pääomasijoittajataustaisten osalta riippumattomien otosten T-testin avulla. Testillä vertaillaan kahden toisistaan riippumattoman otoksen keskiarvojen eroavaisuuksia. T-testien osalta taulukoissa esiintyvä *Sig. (2-tailed.)* -merkinnällä tarkoitetaan tilastollista merkitsevyytensä.

Taulukko 7. Pääomasijoittajataustaisten listautumisten T-testi

Riippumattomien otosten testi

		Levenen testi		T-testi			95%-luottamusväli	
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tail.)	Ala-osa	Ylä-osa
1pv	Oletus*	0,521	0,472	-0,632	98	0,529	-7,85%	4,06%
	Oletus**			-0,625	89,8	0,533	-7,92%	4,13%
1v	Oletus*	5,574	0,020	1,862	98	0,066	-1,41%	44,60%
	Oletus**			1,751	62,1	0,084	-3,08%	46,20%
3v	Oletus*	1,506	0,223	0,860	98	0,392	-22,80%	57,67%
	Oletus**			0,852	90,1	0,397	-23,23%	58,10%
1v-1pv	Oletus*	6,380	0,013	2,185	98	0,031	1,83%	38,10%
	Oletus**			2,060	62,7	0,044	0,60%	39,33%
3v-1pv	Oletus*	1,140	0,288	0,851	98	0,397	-20,71%	51,78%
	Oletus**			0,839	88,1	0,404	-21,26%	52,33%

* Equal variances assumed

** Equal variances not assumed

Riippumattomien otosten testin T-testisuure ensimmäisen pörssipäivän tuottojen osalta on -0,632. Vapausastella 98 p-arvoksi saadaan näin 0,529, joka on reilusti yli tilastolliselle merkitsevyydelle kriittisen 0,05 raja-arvon. Näin ollen pääomasijoittajataustaisten ja ei-pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden listautumisten ensimmäisen päivän tuottojen eroa ei voida pitää tilastollisesti merkitsevänä. Ainostaan ensimmäisen pörssivuoden osaketuotoissa ensimmäisen pörssipäivän alihinnoittelu poistettuna, voidaan havaita näiden ryhmien tuottojen välillä olevan tilastollisesti merkitsevää eroa. Siten tutkimuksen pitkän aikavälin eli kolmen pörssivuoden jälkeisissä osaketuotoissakaan ei T-testin mukaan havaittu tilastollisesti merkitsevää eroa näiden ryhmien välillä.

Kuitenkin taulukon 6 mukaisesti voidaan todeta keskimääräisissä tuotoissa olevan suhteellisen selvä ero pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden ja ei-pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden välillä. Pääomasijoittajataustaiset yhtiöt ovat hävinneet vertailuryhmälle kaikkina pidemmän aikavälin tarkastelujaksojen keskimääräisissä osaketuotoissa. Ero useamman vuoden keskimääräisissä tuotoissa on ollut jopa 15–22 prosenttiyksikköä. Seuraavassa tarkastellaan, että myydäänkö pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden listautumisanneissa enemmän osakkeita T-testin ja Pearsonin korrelaatiokerrointen avulla.

Taulukko 8. Pääomasijoittajataustaisten listautumisten myyntiosakkeiden määrä suhteessa osakekantaan

T-Testi

	Pääomasijoittaja -taustainen	N	Keskiarvo	Keskihajonta	Keskivirhe
MYOS/OSKANTA	0	45	11,98%	17,45%	26,02%
	1	55	32,25%	24,11%	3,25%

Riippumattomien otosten testi

		Levenen testi		T-testi			95%-luottamusväli	
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tail.)	Ala-osa	Ylä-osa
MYOS/OSKANTA	Oletus*	9,179	0,003	-4,717	98	0,000	-0,287	-0,117
	Oletus**			-4,868	96,7	0,000	-0,285	-0,120

* Equal variances assumed

** Equal variances not assumed

Pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden listautumisanneissa on myyty keskimäärin 33,2 prosenttia yhtiön koko osakekannasta. Puolestaan ei-pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden listautumisissa on myyty vain 11,98 prosenttia yhtiön osakekannasta. Ero myyntiosakkeiden määrässä on suuri ja T-testin p-arvon mukaisesti ero keskiarvojen välillä on luonnollisesti tilastollisesti merkitsevä. Pääomasijoittajataustaisissa yhtiöissä osakkeiden myynti on ollut lähes kolme kertaa suurempaa.

Taulukko 9. Pearsonin korrelaatiokerroin pääomasijoittajataustaisten listautumisten ja myyntiosakkeiden välillä

		MYOS/OSKANTA	Pääomasijoittaja- taustainen
MYOS/OSKANTA	Pearsonin korrelaatio	1	0,430**
	Sig. (kaksisuuntainen)		0,000
	N	100	100
Pääomasijoittaja- taustainen	Pearsonin korrelaatio	0,430**	1
	Sig. (kaksisuuntainen)	0,000	
	N	100	100

** Korrelaatio on merkitsevä 0,01 tasolla (kaksisuuntainen)

Myös Pearsonin korrelaatiokerroin 0,430 osoittaa pääomasijoittajan olemassaolon ja myyntiosakkeiden määrällä olevan positiivinen riippuvuussuhde. Korrelaation voimak-

kuutta voidaan pitää luvun pohjalta kohtalaisen voimakkaana. Tarkastellaan vielä myynti- ja antiosakkeiden määrien eroja näiden kahden ryhmän välillä.

Taulukko 10. Pääomasijoittajataustaisten listautumisten myyntiosakkeiden määrä suhteessa osakeantiin

T-Testi

	Pääomasijoittaja -taustainen	N	Keskiarvo	Keskihajonta	Keskivirhe
MYOS/OSANTI	0	45	29,80%	37,51%	5,59%
	1	55	62,71%	39,09%	5,27%

Riippumattomien otosten testi

		Levenen testi		T-testi			95%-luottamusväli	
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tail.)	Ala-osa	Ylä-osa
MYOS/OSANTI	Oletus*	0,374	0,542	-4,265	98	0,000	-0,482	-0,176
	Oletus**			-4,282	95,5	0,000	-0,482	-0,177

* Equal variances assumed

** Equal variances not assumed

Listautumisantiin suhteutettuna myyntiosakkeiden määrä pääomasijoittajataustaisissa listautumisannissa muodosti keskimäärin 62,7 prosenttia koko listautumisannissa tarjotuista osakkeista. Täysin uusia osakkeita eli antiosakkeita oli näin keskimäärin 37,3 prosenttia. Näistä luvuista huomataan myös se, että pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden listautumisannissa kerätyistä varoista päätyi vain 37,3 prosenttia yhtiön kassaan ja loput melkein kaksikolmasosaa varoista myyvien omistajien taskuun.

Puolestaan ei-pääomasijoittajataustaisissa listautumisissa antiosakkeet muodostivat suurimman osan tarjotuista osakkeista. Myyntiosakkeita oli näissä listautumisissa vain 29,8 prosenttia osakkeista. Näin myös yli 70 prosenttia listautumisannissa sijoittajilta tulleista varoista päätyi yhtiön kassaan edesauttamaan yhtiön tulevaisuutta.

Tutkimuksessa on tähän mennessä havaittu osakemyyntisten listautumisten tuottaneen hieman paremmin ja vastaavasti pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden tuottaneen pitkällä aikavälillä heikommin kuin ei-pääomasijoittajataustaiset yhtiöt. Kuitenkin pääomasijoittajataustaiset yhtiöt myivät lähes kolme kertaa enemmän osakkeita. Tarkastellaan vielä osaketuottojen suhteellista jakautumista anti- ja myyntiosakkeiden kesken kuviossa 10 esitetyin tavoin.

Taulukko 11. Osaketuottojen jakautuminen eri osakelajien kesken pääomasijoittajataustaisissa ja ei-pääomasijoittajataustaisissa yhtiöissä

Pos.- taustainen	Keskimääräinen osaketuotto	Tuoton jakautuminen	Ei-pos.- taustainen	Keskimääräinen osaketuotto	Tuoton jakautuminen
1pv	8,47%		1pv	6,58%	
ANOS	2,92%	34,44%	ANOS	3,75%	57,08%
MYOS	5,55%	65,56%	MYOS	2,82%	42,92%
1v	11,27%		1v	32,86%	
ANOS	3,59%	31,88%	ANOS	16,23%	50,60%
MYOS	7,68%	68,12%	MYOS	16,23%	49,40%
1v-1pv	2,13%		1v-1pv	22,09%	
ANOS	0,51%	23,99%	ANOS	10,63%	48,09%
MYOS	1,62%	76,01%	MYOS	11,47%	51,91%
3v	44,65%		3v	62,09%	
ANOS	13,08%	29,30%	ANOS	40,63%	65,44%
MYOS	31,57%	70,70%	MYOS	21,46%	34,56%
3v-1pv	33,57%		3v-1pv	49,11%	
ANOS	11,04%	32,88%	ANOS	33,77%	66,74%
MYOS	22,53%	67,13%	MYOS	16,33%	33,26%

Taulukossa vasemmalla on esitetty pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden osaketuottojen jakautuminen ja taulukossa oikealla ei-pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden osaketuottojen jakautuminen listautumisannissa tarjottujen anti- ja myyntiosakkeiden kesken. Taulukosta huomataan, että pääomasijoittajataustaisissa yhtiöissä myyntiosakkeiset listautumisannit ovat tuottaneet selvästi paremmin kuin antiosakkeiset listautumiset jokaisella eri tarkasteluajanjaksolla. Verrattuna taulukon 3 tuloksiin osaketuottojen jakautumista voidaan pitää huomattavan suurena.

Vastaavasti ei-pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden myydessä osakkeita listautumisannin yhteydessä ovat osaketuotot olleet keskimäärin huomattavasti heikompia. Pääomasijoittajataustaisissa yhtiöissä osakemyynnin listautumisannissa pystyy perustelemaan, sillä että pääomasijoittajalla on joka tapauksessa päämääränä yhtiöstä irtautuminen, mutta ei-pääomasijoittajalla sijoitushorisontti ei usein ole niin lyhyt ja määrämittainen.

5 JOHTOPÄÄTÖKSET

Listautumisannit Suomessa, Ruotsissa ja Tanskassa vuosina 2011–2017 ovat tuottaneet keskimäärin 7,62 prosenttia ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä, mikä on linjassa tutkielmassa esitettyjen aiempien tutkimusten kanssa sekä Pohjoismaista että muualta maailmasta tehtyjen tutkimusten kanssa. Myös pidemmän aikavälin osaketuotto on ollut hyvää. Ensimmäisen kaupankäyntipäivän ylisuuret tuotot poistettuna listautuneet yhtiöt tuottivat seuraavan kolmen vuoden aikana keskimäärin 11–13 prosenttia vuositasolla. Vuosituotto on parempi kuin yleinen osakemarkkinoiden historiallinen vuosituotto, jonka voidaan arvioida olevan noin 6–8 prosenttia, kun tarkastellaan suurempien maiden yleisindeksejä. Tutkielman alussa käytiin läpi voittajan kirousta, jonka mukaan listautumisiin ei kannata ottaa aina osaa, sillä yksi negatiivinen ensimmäisen päivän tuotto voi helposti syödä monien positiivisesti tuottaneiden listautumisten tuoton ylikysynnän ja allokaatioiden takia. Tutkimuksen yhtiöt ovat kuitenkin tuottaneet keskimäärin 40,6 prosenttia, vaikka listautunutta yhtiötä olisi ostettu vasta ensimmäisen päivän päätöskurssilla, jolloin sijoittaja saa jo isoja osake-eriä ostettua markkinoilta.

Tutkielman pääkysymys oli tarkastella omistajan pysyvyyden vaikutusta ja siten osakemyyntien vaikutusta listautuneen yhtiön osaketuottoon pörssissä. Tarkasteltaessa taulukon 2 mukaisesti anti- ja myyntiosakkeille jakautuneita keskimääräisiä osaketuottoja voitiin havainta myyntiosakkeisten listautumisten tuottaneen hieman paremmin usealla eri tarkasteluajanjaksoilla. Tutkielma lähti liikkeelle oletuksesta, että listautumiset, joissa vanhat omistajat myyvät osakkeitaan, antavat heikompa osaketuottoa. Rationaalinen omistaja tietysti myy osakkeitaan, kun ei enää usko sijoituksen olevan kannattava ja siten uskoo osakekurssin kehittyvän heikommin tulevaisuudessa. Vastaavasti rationaalinen omistaja pysyy jatkossakin yhtiön omistajana, jos uskoo yhtiön markkina-arvon kehittyvän positiivisesti ja antavan hyvää tuottoa sijoitukselleen tulevaisuudessakin. Näin voitiin tarkasteluajanjaksoista nähdä tapahtuvan kuitenkin vain kolmen vuoden periodilla, josta alihinnoittelu oli poistettu. Kaikilla muilla tarkasteluajanjaksoilla keskimäärin paremmat osaketuotot olivat tulleet listautumisanneista, joissa myyntiosakkeita on suhteellisesti enemmän kuin antiosakkeita. Erot niiden välillä olivat kuitenkin suhteellisen pieniä.

Pearsonin korrelaatiokerrointen mukaan anti- tai myyntiosakkeiden määrä listautumisanneissa korreloi heikosti pitkän aikavälin osaketuottoihin. Korrelaatiokertoimet olivat

hyvin lähellä nollaa, joten korrelaatio oli hyvinkin heikkoa kaikilla tutkimuksen mittareilla. Kuitenkin mielenkiintoinen havainto oli, että myyntiosakkeiden määrä korreloi positiivisesti osaketuottojen kanssa, kun taas antiosakkeiden määrä korreloi negatiivisesti osaketuottojen kanssa. Tämä vahvistaa hieman lisää havaintoa siitä, ettei aineiston yhtiöissä omistajien pysyvyys listautumisen yhteydessä ole ollut tae paremmasta osaketuotosta osakemarkkinoilla.

Tutkimuksessa oli kiinnostavaa ottaa erikseen tarkasteluun listautumisannit, jotka koostuivat joko täysin antiosakkeista ja täysin myyntiosakkeista. Näitä kahta ryhmää voidaan pitää tutkielman kannalta mielenkiintoisina, sillä kyse on täysin päinvastaisista listautumisanneista. Toisessa annissa kerätyt varat päätyvät yhtiön kassaa ja vanhat omistajat kärsivät omistuksen laimentumisesta, kun markkinoille tarjotaan uusia yhtiön osakkeita. Myyntiosakkeisissa listautumisanneissa taas kaikki markkinoille tarjotut osakkeet ovat vanhojen omistajien myymiä, jolloin he luonnollisesti luopuvat samalla osuudestaan yhtiössä ja kerätyt varat päätyvät vanhoille omistajille. Näiden kahden ryhmän välillä huomattiin osakemyyntisten listautumisten yltäneen parempiin osaketuottoihin kolmen vuoden ajanjaksolla listautumisesta.

Täysin antiosakkeiset listautumiset antoivat keskimäärin 66,03 prosentin osaketuoton ja alihinnoittelu poistettuna 57,33 prosentin osaketuoton kolmen vuoden ajanjaksolla listautumisesta. Täysin myyntiosakkeiset listautumiset puolestaan antoivat samalta ajanjaksolta 73,23 ja 52,11 prosentin keskimääräisen osaketuoton. Keskimääräiset osaketuotot ovat kuitenkin hyvin lähellä toisiaan ottaen huomioon 54 yhtiön aineiston koon. Mediaaneissa havaittiin kuitenkin selvempi ero näiden ryhmien välillä. Myyntiosakkeisten listautumisten mediaanituotot olivat 46,06 ja 42,96 prosenttia, kun taas antiosakkeisten mediaanituotto oli 28,78 ja 18,2 prosenttia alihinnoittelu mukaan ja pois luettuna. Keskiarvojen ollessa lähellä toisiaan, mutta mediaanien poiketessa toisistaan, voidaan olettaa muutamien antiosakkeisten listautumisten antaneen huomattavan positiivista tuottoa, kun myyntiosakkeisten mediaani asettuu korkeammalle. Myyntiosakkeisten listautumisten mediaani on lähellä keskiarvoa, mutta antiosakkeisissa listautumisissa ero mediaanin ja keskiarvon välillä on suurehko. Näin voidaan hyvin todeta myyntiosakkeisten listautumisten yltäneen parempiin osaketuottoihin kuin antiosakkeiset listautumiset. Ero näin päin on yllättävä ottaen huomioon kummassa vanha omistaja jää yhtiöön ja kummassa hän irtautuu osuuksista yhtiössä.

Pääomasijoittajataustaisten ja ei-pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden osaketuottoja tarkasteltaessa voitiin havaita pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden antaneen keskimäärin parempaa osaketuottoa ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä. Parempaa ensimmäisen päivän osaketuottoa voidaan selittää sillä, että yhtiöt ovat pääsääntöisesti erittäin hyvin hoidettuja ja hyvässä tuloskunnossa listautuessaan, jolloin ne saavuttavat myös suuremman suosion sijoittajien keskuudessa ja kysyntä yhtiön osakkeille on suurempaa. Suurempi kysyntä taas luonnollisesti ruokkii lisää kysyntää, kun systemaattisesta listautumisten alihinnoittelusta hyötyä tavoittelevat ilmestyvät markkinoille.

Kuitenkin kaikilla muilla pidemmällä tarkasteluajanjaksoilla pääomasijoittajataustaiset yhtiöt antoivat keskimäärin vertailuryhmää heikompaa osaketuottoa. Erot pidemmän aikavälin keskimääräisissä osaketuotoissa olivat suhteellisen suuria - noin 15–22 prosenttiyksikköä. Heikompi pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden osaketuotto on yllättävä, kun yhtiöt lähtökohtaisesti ovat tuottavia. Heikompi osaketuotto voi kuitenkin selittyä sillä, että pääomasijoittajan yhtiö on hinnoiteltu jo listautumisen yhteydessä korkealle, jolloin osakkeen lähtöhinta on jo korkealla. Vaikka ensimmäisen kaupankäyntipäivän tuottoja yleisesti käytetään alihinnoittelun mittarina, se ei kuitenkaan ole täydellinen mittari alihinnoittelun mittaamiseen. Markkina ei mitenkään voi määrittää yhdessä päivässä täydellistä hintaa uudelle yhtiölle. Ensimmäisen pörssipäivän tuottoa voidaan ennemminkin pitää listautumisannin suosion mittarina.

Pääomasijoittajataustaisten listautumisten yhteydessä osakkeita myytiin noin kolme kertaa enemmän kuin ei-pääomasijoittajataustaisten listautumisten yhteydessä, mikä oli jo odotettavaa tutkielman teorian pohjalta. Pääomasijoittajalla on aina päämääränä yhtiöstä irtautuminen, jota yleensä toteutetaan listautumisen yhteydessä ja mahdolliset loput omistusosuuksista myydään muutamien vuosien sisällä listautumisesta. Pearsonin korrelaatiokertoimen 0,430 mukaan pääomasijoittajan ja osakemyynnin esiintyvyyden välillä oli kohtalaisen voimakas positiivinen riippuvuussuhde.

Tutkimusosion viimeisessä taulukossa 11 tutkittiin pääomasijoittajataustaisten ja ei-pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden osaketuottojen jakautumista anti- ja myyntiosakkeiden kesken samoin kuin taulukossa 3 tehtiin. Pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden osalta mielenkiintoinen huomio oli, että listautumiset, joissa annissa tarjotut osakkeet olivat myyntiosakkeita, tuottivat huomattavasti paremmin. Havainto on mielenkiintoinen, sillä pääomasijoittajaa voidaan pitää hyvänä arvonmäärittäjänä, koska siihen koko pääomasi-

joitustoiminnan tuottavuus perustuu. Toisaalta pääomasijoittajan päämääränä on yhtiöstä irtautuminen ja osakkeiden myynti jo listautumisen yhteydessä on tehokkaampaa kuin listautumisen jälkeen pörssilistalla myyminen varsinkin pienempien yhtiöiden kohdalla.

Vastaavasti ei-pääomasijoittajataustaisten yhtiöiden keskimääräiset osaketuotot olivat huomattavasti heikompia listautumisantien osalla, joissa listautumisannin osakkeet olivat myyntiosakkeita. Ei-pääomasijoittajataustaisessa yhtiössä ei lähtökohtaisesti ole vastaavaa osakkeiden myyntitarvetta kuin pääomasijoittajalla on. Omistajat ei-pääomasijoittajataustaisissa yhtiöissä ovat pitkälti yksityisiä sijoittajia, jotka ovat olleet yhtiössä mukana jo useamman vuoden tai jopa yhtiön perustamisesta asti. Vanhan omistajan tausta on aina yksilöllinen ja motivaatiotekijöitä näiden myyntipäätösten takana voi olla monia, joten suuria johtopäätöksiä havainnosta ei voida tehdä. Motivaatiotekijöitä voivat olla esimerkiksi sijoittajan muun elämän rahan tarpeet, yhtiön rahan tarpeet, sijoittajan sijoitushorisontti, osakesalkun muokkaus, riskien vähentäminen, tietoinen myynti ylihintaan kuumille markkinoille tai jopa tahaton tietämättömyys yhtiön todellisesta arvosta arvonmäärittystä listautumista varten tehdessä. Listaa eri motivaatiotekijöistä voisi jatkaa lähes loputtomiin. Myös jo kolmen vuoden sisällä listautumisesta osakekurssiin on voinut vaikuttaa asioita, joita vanha omistaja ei ole voinut pystyä ennakoimaan listautumishetkellä. Tämä pätee myös pääomasijoittajataustaisiin yhtiöihin.

Tutkimustulosten luettavuuden sekä yleistettävyyden takaamiseksi aineiston kokoa tulisi kasvattaa. Sadan yhtiön aineiston jakaessa kahteen vertailtavaan luokkaan on yksittäisen havainnon painoarvo luonnollisesti suuri. Aineiston kokoa kasvattamalla saataisiin yksittäisten havaintojen painoarvoa pienemmäksi. Tavoitetilä luonnollisesti olisi, että yksittäisten havaintojen painoarvo olisi mahdollisimman lähellä nollaa.

Tutkimusaineiston koko saattaa myös selittää sitä, ettei tutkimus antanut teorian pohjalta luotujen oletusten kaltaisia havaintoja. Jotta voitaisiin olla varmempia tuloksista, tulisi aineiston kokoa kasvattaa huomattavasti ja tutkimusta laajentaa muihin maihin, sillä Pohjoismaista mukana olivat jo kaikki viime vuosikymmenen aidot listautumisannit.

Kaiken kaikkiaan eri aineistosta tehtyjen havaintojen pohjalta ei voida sanoa, että vanhojen omistajien osakemyynnit listautumisen yhteydessä olisivat ennuste heikommasta osakekurssin kehityksestä. Tulokset antavat jopa täysin päinvastaisia olettamuksia. Listautumiset, jossa vanhat omistajat ovat myyneet omistuksiaan, ovat tuottaneet

paremmin seuraavan kolmen vuoden aikana pörssissä kuin listautumiset, joissa vanhat omistajat ovat jääneet yhtiöön omistajiksi. Vaikka usein osakemarkkinoilla vanhojen omistajien myynnit listautumisen yhteydessä tulkitaan negatiivisena signaalina yhtiön tulevaisuudesta, ei sitä vuosien 2011–2017 listautumisten Suomessa, Ruotsissa ja Tanskassa mukaan voitu pitää totena.

Olisi mielenkiintoista tutkia yhtiöiden suoriutumista myös muiden mittareiden kautta esimerkiksi liikevaihdon, tuloksen tai henkilöstön kautta, jolloin saataisiin yhtiön suoriutumiselle muitakin mittareita kuin osaketuotto. Osaketuotto on näistä mittareista kuitenkin tärkein, sillä edellä mainittujen kehitys heijastuu myös osakekurssiin. Kolmen vuoden tarkasteluajanjaksoa voidaan pitää riittävänä, jonka aikana markkina on ehtinyt hinnoittelemaan tuoreen pörssiyhtiön jo lähelle oikeaa tasoa. Tarkasteluajanjaksoa pidentämällä voitaisiin kuitenkin saada esiin yhtiön kehittymistä myös listautumisen jälkeisinä vuosina.

LÄHTEET

- Allen, Franklin – Faulhaber, Gerald R. (1989) Signaling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, 303–323.
- APML – Arvopaperimarkkinalaki.
- Bloomberg (2017) *Berkshire Hathaway ‘A’ Shares Reach \$300,000 for First Time*, <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-12-18/berkshire-hathaway-a-shares-reach-300-000-for-first-time>>, haettu 4.5.2020.
- Brau, James – Fawcett, Stanley (2006) Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *Journal of Finance*, Vol. 6, 399–436.
- Brealey, Richard – Myers, Stewart (2000) *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill/Irwin, Boston.
- Catalan, Andrew – Corman, Joel – Perles, Ben (1989) The initial public offering: a financing option for small business, *Journal of Business and Entrepreneurship*, Vol. 1 (2), 81–94.
- Celikyurt, Ugur – Sevilir, Merih – Shivdasani, Anil (2010) Going public to acquire? The acquisition motive in IPOs, *Journal of Financial Economics*, Vol. 96, 345–363.
- Chemmanur, Thomas – He, Jie (2011) IPO waves, product market competition, and the going public decision: Theory and evidence. *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, 382–412.
- Chowdhry, Bhagwan and Nanda, Vikram (1996) Stabilization, Syndication, and Pricing of IPOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31 (1), 25–42.
- Cumming Douglas – MacIntosh Jeffrey G. (2003) A cross-country comparison of full and partial exits. *Journal of Banking and Science*. Vol 27, 511–548.
- Gregoriou, Greg N. – Kooli, Maher – Kräussl, Roman (2007) *Venture capital in Europe*. Butterworth-Heinemann, Oxford.
- Espinasse, Philippe (2011) *IPO*. Hong Kong University Press, Hong Kong.
- Fondia (2017) *Yhtiötiedote*
<<https://services.fondia.com/hubfs/sijoittajille/materiaaleja/Fondia-Oyj-Yhtiötiedote-27032017.pdf>>, haettu 17.01.2020.
- Fondia (2020) *Omien osakkeiden hankinta*
<<https://virtuallawyer.fondia.com/fi/articles/omien-osakkeiden-hankinta>>, haettu 24.5.2020.

Finanssivalvonta (2020) *Liputus*

<<https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/liputus/>>, haettu 20.4.2020.

FTSE Russell (2020) *Industry Classification Benchmark (Equity)*

<https://research.ftserussell.com/products/downloads/ICB_Rules_new.pdf?_ga=2.26567741.1820873406.1614272147-190982982.1614272147>, haettu 25.2.2021.

Hahl, Teemu – Vähämaa, Sami – Äijö, Janne (2014) Value versus growth in IPOs: New evidence from Finland. *Research in International Business and Finance*, Vol. 31, 17–31.

IPO Task Force (2011) *Rebuilding the IPO On-Ramp – Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth*.

<https://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/rebuilding_the_ipo_on-ramp.pdf>, 18.4.2019.

Keloharju, Matti – Kulp, Kaj (1996) Market-to-book ratios, equity retention, and management ownership in Finnish initial public offerings. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 20 (9), 1583–1599.

Kim, Woojin – Weisbach, Michael S. (2005) *Motivations for public equity offers – An international perspective*. National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Korkeamäki, Timo – Koskinen, Yrjö (2009) Hyvät pahat pörssiyritykset? *Hanken School of Economics Research Reports*, Vol. 67.

Kotipizza Group Oyj (2015) *Kotipizza Group Oyj:n 10 suurinta osakkeenomistajaa välittömästi listautumisannin jälkeen* <<http://www.globenewswire.com/news-release/2015/07/07/750116/0/fi/Kotipizza-Group-Oyj-KOTIPIZZA-GROUP-OYJ-N-10-SUURINTA-OSAKKEENOMISTAJAA-V%C3%84LITT%C3%96M%C3%84STI-LISTAUTUMISANNIN-P%C3%84TTYMISEN-J%C3%84LKEEN.html>>, haettu 15.4.2021.

Kotipizza Group Oyj (2016) *Vuosikertomus 2015* <<https://kotipizzagroup.com/wp-content/uploads/2016/04/Kotipizza-Group-vuosikertomus-2015.pdf>>, haettu 15.4.2021.

Lee, Peggy M. – Wahal Sunil (2004) Grandstanding, certification and the underpricing of venture capital backed IPOs. *Journal of Financial Economics*. Vol. 73 (2), 375–407.

- Leland, Hayne – Pyle, David (1977). Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation. *Journal of Finance*, Vol. 32, 371–387.
- Leuz, Christian – Triantis, Alexander – Wang, Tracy Yue (2008) Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 45, 181–208.
- Lindström, Tom (2013) *Ylituottoa spliteillä*. Nordnet.
<<https://blogi.nordnet.fi/ylituottoa-spliteilla/>>, haettu 22.4.2020.
- Ljungqvist, Alexander (2007) IPO underpricing. *Handbook of Corporate Finance*, Vol. 1, 375–422.
- Ljungqvist, Alexander – Nanda, Vikram – Singh, Rajdeep (2006). Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing. *The Journal of Business*, Vol. 79 (4), 1667–1702.
- Ljungqvist, Alexander – Wilhelm, William (2003) IPO Pricing in the Dot-com Bubble, *The Journal Of Finance*, Vol. 28, 723–752.
- Lounasmeri, Sari – Lauha, Janne – Österlund, Mikael – Eteläaho, Jaakko – Helminen Sari – Tolppanen, Susanna ym. (2014) *Listautujan käsikirja – Monenkeskinen markkinapaikka Suomessa*. 2. uud. p. Pörssisäätiö, Helsinki.
- Lounasmeri, Sari – Lauha, Janne – Tolppanen, Susanna – Rekola, Maria – Helminen, Sari – Eteläaho, Jaakko (2016) *Pörssilistautujan käsikirja*. Pörssisäätiö, Helsinki.
- Nasdaq Helsinki Oy (2021) *Pörssin sisäpiiriohje*
<<https://www.nasdaq.com/docs/2020/12/02/P%C3%B6rssinsis%C3%A4piiriohje-1-Jan-2021.pdf>>, haettu 21.10.2021.
- Nasdaq Inc. (2016) *Initial listing guide*. Nasdaq OMX.
<<https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>>, haettu 20.4.2020.
- Nasdaq OMX (2013) *Ett förbättrat börsnoteringsklimat för Sveriges tillväxt – problemanalys och förslag till åtgärder*.
<http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/87/87875_handlingsplan_20130925.pdf>, haettu 28.2.2019.
- Nikkinen, Jussi – Rothovius, Timo – Sahlström, Petri (2002). *Arvopaperisijoittaminen*. WSOY, Helsinki.
- Niskanen, Jyrki – Niskanen, Mervi (2013) *Yritysrahoitus*. Edita Publishing, Helsinki.
- OYL – Osakeyhtiölaki.
- Pagano, Marco – Panetta, Fabio – Zingales, Luigi (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, Vol. 53 (1), 27–64.
- Pilbeam, Keith (2010) *Finance and Financial Markets*. Palgrave Macmillan, London.

- PricewaterhouseCoopers (2009) *IPO Watch Europe – Annual Review 2008*.
<<http://pwc.blogs.com/files/ipo-watch-europe-2008-review.pdf>>, haettu 18.12.2019.
- PricewaterhouseCoopers (2018) *IPO Watch Europe – Annual Review 2017*.
<<https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-europe-2017-annual-review.pdf>>, haettu 18.4.2020.
- Pääomasijoittajat ry (2018) <https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2018/06/FVCA_Nasdaq_Tiedotustilaisuus_07062018.pdf>, haettu 25.4.2021.
- Pörssisäätiö (2011) *Verokohtelu suosii pääomanpalautuksia*
<<https://www.porssisaatio.fi/blog/2011/07/07/verokohtelu-suosii-paaomanpalautuksia/>>, haettu 16.4.2020.
- Ritter, Jay R. (1984) The “Hot Issue” Market of 1980. *Journal of Business*, Vol. 57 (2), 215–240.
- Ritter, Jay R. (1991) The Long-Run Performance of initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, Vol. 46, (1), 3–27.
- Ritter, Jay R. (1998) Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2 (1), 5–30.
- Ritter, Jay R. – Welch, Ivo (2002) A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations, *The Journal of Finance*, Vol. 57, (4), 1795–1828.
- Ritter, Jay R. (2021) Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 2, 165–199.
- Rovio (2017) *Rovio suunnittelee listautumisantia ja listautumista Nasdaq Helsinki Oy:n pörssilistalle* <<https://investors.rovio.com/fi/news-and-events/lehdistotiedotteet/rovio-suunnittelee-listautumisantia-ja-listautumista-nasdaq>>, haettu 20.4.2020.
- Ruud, Judith S. (1993) Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle. *Journal of Financial Economics*, Vol. 34 (2), 135–151.
- Rydqvist, Kristian – Högholm, Kenneth (1995) Going public in the 1980s: Evidence from Sweden. *European Financial Management*, Vol 1. (3) 287–315.
- Röell, Ailsa (1996) The decision to go public. *European Economic Review*, Vol. 40 (3–5) 1071–1081.
- Scott, James – Xu, Peter (2004) Some Insider Sales Are Positive Signals. *Financial Analyst Journal*, Vol. 60 (3) 44–51.

Sherman, Andrew J. (2005) *Raising Capital*. Securities & Exchange Commission, Washington DC.

Suomi pääomasijoitusyhdistys ry (2006) *Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun* <https://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/paaomasijoitus_06.pdf>, haettu 25.10.2021.

Talenom (2015) *Talenom OYJ:n listautumisanti toteutui onnistuneesti* <<https://www.talenom.fi/tiedotteet/talenom-oyjn-listautumisanti-toteutui-onnistuneesti/>>, haettu 15.1.2021.

Teten, David – Abdel Fattah, Adham – Bremer, Koen – Buslig, Gyorgy (2013) The lower-risk startup: how venture capitalists increase the odds of startup Success. *The Journal of Private Equity*, Vol. 16 (2), 7–19.

TVL – Tuloverolaki.

Verkkokauppa.com Oyj (2015) *Vuosikertomus 2014* <https://cdnc.verkkokauppa.com/84/15_2964.pdf>, haettu 14.6.2021.

Vermaelen, Theo (1981) Common Stock Repurchases and Market Signalling. *Journal of Financial Economics*, Vol. 9 (2), 139–183.

Verohallinto (2020) *Osingot* <<https://www.vero.fi/henkiloasiakkaat/omaisuus/sijoitukset/osingot/>>, 24.5.2020.

Welch, Ivo (1989) Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings, *The Journal of Finance*, Vol. 44 (2), 421–449.

Westerholm, Joackim P. (2006) Industry Clustering in Nordic Initial Public Offering Markets. *International Review of Finance*, Vol. 6 (1–2), 25–41.

Zignales, Luigi (1995) Insider Ownership and the Decision to Go Public. *Review of Economic Studies*, Vol. 62 (3), 425–448.

LIITTEET

Liite 1. Tutkimusaineiston yhtiöt

Yhtiö	Pörssi	Listautumisuosi	Yhtiö	Pörssi	Listautumisuosi
Siili Solution	Suomi, First North	2012	Dustin Group AB	Ruotsi	2015
Orava	Suomi	2013	Hoist Finance AB	Ruotsi	2015
Restamax	Suomi	2013	Troax Group AB	Ruotsi	2015
Taaleritehdas	Suomi, First North	2013	Tobii AB	Ruotsi	2015
Herantis Pharma	Suomi, First North	2014	Collector AB	Ruotsi	2015
Cleantech Invest	Suomi, First North	2014	Coor Service Mgmt	Ruotsi	2015
Verkkokauppa	Suomi, First North	2014	Nordax Group AB	Ruotsi	2015
Nexstim	Suomi, First North	2014	Alimak Group AB	Ruotsi	2015
United Bankers	Suomi, First North	2014	Capio AB	Ruotsi	2015
Nixu	Suomi, First North	2014	Dometic Group AB	Ruotsi	2015
Asiakastieto	Suomi	2015	Attendo AB	Ruotsi	2015
Consti Yhtiöt	Suomi	2015	Scandic Hotels Group AB	Ruotsi	2015
Evli Pankki	Suomi	2015	Camurus AB	Ruotsi	2015
Kotipizza Group	Suomi	2015	Garö AB	Ruotsi	2016
Pihlajalinna	Suomi	2015	Humana AB	Ruotsi	2016
Elite Varainhoito	Suomi, First North	2015	Resurs Holding AB	Ruotsi	2016
Piippo	Suomi, First North	2015	Nordic Waterproofing Holding	Ruotsi	2016
Detection Technology	Suomi, First North	2015	TF Bank AB	Ruotsi	2016
Robit	Suomi, First North	2015	AcadeMedia AB	Ruotsi	2016
Talenom	Suomi, First North	2015	IES Sverige Holdings II AB	Ruotsi	2016
Fit Biotech	Suomi, First North	2015	Platzer Fastigheter Holding AB	Ruotsi	2013
Suomen Hoivatilat	Suomi, First North	2016	Hemfosa Fastigheter AB	Ruotsi	2014
Lehto Group	Suomi	2016	Besqab AB	Ruotsi	2014
Tokmanni	Suomi	2016	NP3 Fastigheter AB	Ruotsi	2014
Privanet	Suomi, First North	2016	Nobina AB	Ruotsi	2015
Vincit	Suomi, First North	2016	CLX Communications AB / Sinch	Ruotsi	2015
Heeros	Suomi, First North	2016	Alligator Bioscience AB	Ruotsi	2016
DNA	Suomi	2016	Serneke Group AB	Ruotsi	2016
Next Games	Suomi, First North	2017	Edgeware AB	Ruotsi	2016
Fondia	Suomi, First North	2017	Oncopeptides AB	Ruotsi	2017
Remedy	Suomi, First North	2017	MIPS AB	Ruotsi	2017
Kamux	Suomi	2017	Ambea AB	Ruotsi	2017
Terveystalo	Suomi	2017	SSM Holding AB	Ruotsi	2017
Rovio	Suomi	2017	Actic Group AB	Ruotsi	2017
Efecte	Suomi, First North	2017	FM Mattsson Mora Group AB	Ruotsi	2017
Gofore	Suomi, First North	2017	Instalco Intressenter AB	Ruotsi	2017
Titanium	Suomi, First North	2017	Munters Group AB	Ruotsi	2017
Karolinska Development	Ruotsi	2011	Medicover AB	Ruotsi	2017
FinnvedenBulten AB	Ruotsi	2011	Boozt AB	Ruotsi	2017
Moberg Pharma AB	Ruotsi	2011	Bonesupport Holding AB	Ruotsi	2017
Boule Diagnostics AB	Ruotsi	2011	Balco Group AB	Ruotsi	2017
Bufab Holding AB	Ruotsi	2014	Handicare Group AB	Ruotsi	2017
Com Hem Holding AB	Ruotsi	2014	BioArctic AB	Ruotsi	2017
Bactiguard Holding AB	Ruotsi	2014	Matas A/S	Tanska	2013
Scandi Standard AB	Ruotsi	2014	ISS A/S	Tanska	2014
Inwido AB	Ruotsi	2014	NNIT A/S	Tanska	2015
Gränges AB	Ruotsi	2014	Scandinavian Tobacco Group A/S	Tanska	2016
Lifco AB	Ruotsi	2014	DONG Energy A/S (Orsted)	Tanska	2016
Thule Group AB	Ruotsi	2014	Orphazyme A/S	Tanska	2017
Eltel AB	Ruotsi	2015	TCM Group A/S	Tanska	2017

Liite 2. SPSS-tulosteet

Taulukko 2. Listautuneiden yhtiöiden osaketuotto

		Report				
Pörssi		1pv	1v	3v	1v-1pv	3v-1pv
Suomi, First North	Mean	6,54865%	11,61880%	70,97016%	2,77644%	61,55093%
	Median	8,07018%	10,85327%	45,92572%	2,92671%	32,25464%
	Std. Deviation	15,96387%	45,97053%	133,4025%	33,94286%	132,6104%
	Skewness	-,079	,686	,579	,727	,912
	N	24	24	24	24	24
Ruotsi	Mean	8,94654%	25,99989%	53,25772%	14,09309%	38,35275%
	Median	6,51511%	14,45294%	36,95019%	5,99633%	27,15758%
	Std. Deviation	16,19454%	68,94911%	94,48103%	53,90216%	75,75838%
	Skewness	,536	2,557	1,352	2,364	,910
	N	56	56	56	56	56
Suomi	Mean	3,85090%	18,25417%	26,85857%	14,59172%	22,15970%
	Median	1,76271%	17,47573%	14,28571%	16,90821%	0,00000%
	Std. Deviation	7,870625%	42,21849%	72,27020%	43,23066%	70,55634%
	Skewness	1,747	-,216	1,625	,063	1,713
	N	13	13	13	13	13
Tanska	Mean	7,65387%	18,03876%	30,71249%	9,44773%	20,41294%
	Median	3,47826%	24,00000%	29,59184%	16,16702%	10,09524%
	Std. Deviation	10,09596%	20,18492%	60,18144%	14,91820%	53,29013%
	Skewness	1,250	-1,283	,903	-1,474	1,237
	N	7	7	7	7	7
Total	Mean	7,61813%	20,98421%	52,49865%	11,11674%	40,55943%
	Median	5,82774%	15,97441%	31,36028%	5,44974%	17,84034%
	Std. Deviation	14,89072%	58,39429%	100,7435%	46,31928%	90,73204%
	Skewness	,493	2,485	1,149	2,204	1,268
	N	100	100	100	100	100

Taulukko 4. Pearsonin korrelaatiokerroin myynti- ja antiosakkeiden ja pitkänaikavälin osaketuottojen välillä

		Correlations					
		MYOS/ANTI	MYOS/OSKAN TA	ANOS/ANTI	ANOS/OSKAN TA	3v	3v-1pv
MYOS/ANTI	Pearson Correlation	1	,915**	-1,000**	-,772**	,045	,008
	Sig. (2-tailed)		,000	,000	,000	,655	,934
	N	100	100	100	100	100	100
MYOS/OSKANTA	Pearson Correlation	,915**	1	-,915**	-,685**	,070	,041
	Sig. (2-tailed)	,000		,000	,000	,486	,682
	N	100	100	100	100	100	100
ANOS/ANTI	Pearson Correlation	-1,000**	-,915**	1	,772**	-,045	-,008
	Sig. (2-tailed)	,000	,000		,000	,655	,934
	N	100	100	100	100	100	100
ANOS/OSKANTA	Pearson Correlation	-,772**	-,685**	,772**	1	,011	,069
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		,916	,494
	N	100	100	100	100	100	100
3v	Pearson Correlation	,045	,070	-,045	,011	1	,966**
	Sig. (2-tailed)	,655	,486	,655	,916		,000
	N	100	100	100	100	100	100
3v-1pv	Pearson Correlation	,008	,041	-,008	,069	,966**	1
	Sig. (2-tailed)	,934	,682	,934	,494	,000	
	N	100	100	100	100	100	100

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Taulukko 5. Täysin anti- ja myyntiosakkein suoritettujen listautumisannit

Frequencies

		Statistics			
		ANOS/ANTI 3v	ANOS/ANTI 3v-1pv	MYOS/ANTI 3v	MYOS/ANTI 3v-1pv
N	Valid	30	30	24	24
Mean		,6602786533	,5733106386	,7323105083	,5210817770
Median		,2878421900	,1820416031	,4606499051	,4295981492

Taulukko 6. Pääomasijoittajataustaisten listautuneiden yhtiöiden osaketuotto

Group Statistics					
	Pääomasijoittaja -taustainen	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
1pv	0	45	6,57485%	15,746193%	2,347304%
	1	55	8,47172%	14,242023%	1,920394%
1v	0	45	32,86079%	75,130212%	11,199751%
	1	55	11,26700%	37,927457%	5,114137%
3v	0	45	62,08751%	105,999255%	15,801436%
	1	55	44,65322%	96,501451%	13,012253%
1v-1pv	0	45	22,09737%	58,942690%	8,786657%
	1	55	2,13258%	30,328546%	4,089500%
3v-1pv	0	45	49,10477%	97,485726%	14,532314%
	1	55	33,56779%	85,078498%	11,471982%

Taulukko 7. Pääomasijoittajataustaisten listautumisten T-testi

Independent Samples Test										
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
1pv	Equal variances assumed	,521	,472	-,632	98	,529	-1,896863%	3,002272%	-7,854774%	4,061047%
	Equal variances not assumed			-,625	89,824	,533	-1,896863%	3,032779%	-7,922169%	4,128442%
1v	Equal variances assumed	5,574	,020	1,862	98	,066	21,593793%	11,594017%	-1,414157%	44,601743%
	Equal variances not assumed			1,754	62,063	,084	21,593793%	12,312141%	-3,017327%	46,204913%
3v	Equal variances assumed	1,506	,223	,860	98	,392	17,434289%	20,276929%	-22,804617%	57,673195%
	Equal variances not assumed			,852	90,135	,397	17,434289%	20,469590%	-23,231291%	58,099870%
1v-1pv	Equal variances assumed	6,380	,013	2,185	98	,031	19,964790%	9,138006%	1,830714%	38,098866%
	Equal variances not assumed			2,060	62,729	,044	19,964790%	9,691716%	0,595801%	39,333780%
3v-1pv	Equal variances assumed	1,140	,288	,851	98	,397	15,536980%	18,263328%	-20,706000%	51,779961%
	Equal variances not assumed			,839	88,061	,404	15,536980%	18,514711%	-21,256761%	52,330722%

Taulukko 8. Pääomasijoittajataustaisten listautumisten myyntiosakkeiden määrä suhteessa osakekantaan

T-Test

Group Statistics										
		Pääomasijoittajataustaisten	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean				
MYOS/OSKANTA	0		45	,1198202369	,1745428069	,0260193054				
	1		55	,3225001335	,2410646996	,0325051575				

Independent Samples Test										
		Levene's Test for Equality of Variances				t-test for Equality of Means				
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
MYOS/OSKANTA	Equal variances assumed	9,179	,003	-4,717	98	,000	-,202679897	,0429701571	-,287952775	-,117407018
	Equal variances not assumed			-4,868	96,665	,000	-,202679897	,0416363965	-,285320238	-,120039556

Taulukko 9. Pearsonin korrelaatiokerroin pääomasijoittajataustaisten listautumisten ja myyntiosakkeiden välillä

Correlations

		MYOS/OSKANTA	Pääomasijoittajataustainen
MYOS/OSKANTA	Pearson Correlation	1	,430**
	Sig. (2-tailed)		,000
	N	100	100
Pääomasijoittajataustainen	Pearson Correlation	,430**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	
	N	100	100

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Taulukko 10. Pääomasijoittajataustaisten listautumisten myyntiosakkeiden määrä suhteessa osakeantiin

T-Test

Group Statistics										
		Pääomasijoittajataustainen	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean				
MYOS/ANTI	0		45	,2980195390	,3750644486	,0559113069				
	1		55	,6270669444	,3908613796	,0527037377				

Independent Samples Test										
		Levene's Test for Equality of Variances				t-test for Equality of Means				
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
MYOS/ANTI	Equal variances assumed	,374	,542	-4,265	98	,000	-,329047405	,0771566135	-,482162194	-,175932617
	Equal variances not assumed			-4,282	95,497	,000	-,329047405	,0768359174	-,481575750	-,176519061