



Open your mind. LUT.
Lappeenranta University of Technology

Kauppakorkeakoulu

Kandidaatintutkielma

Talousjohtaminen

First North –markkinapaikka vaihtoehtoisena rahoituksen lähteenä suomalaisille kasvuyrityksille

First North Stock Exchange as an Alternative Source of Finance
for Finnish High Growth Firms

Tekijä: Jaakko Säynäjärvi
Ohjaaja: Eero Pätäri

SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO	1
1.1 Työn tavoitteet, tutkimuskysymykset ja rajaukset	2
1.2 Tutkielman rakenne	4
2. KASVUYRITYKSET	6
2.1 Kasvuyrityksen rahoitus	6
2.2 Kasvuyritykset Suomessa	7
3. NASDAQ OMX FIRST NORTH	9
3.1 First North - Helsinki	10
3.1.1 Taaleritehdas	11
3.2 Yrityksen listautuminen	12
3.3 Raportointivelvollisuus ja verotus	13
3.4 Likviditeetti	15
3.5 Näkyvyys	17
3.6 Listautumiskustannusten taso	18
3.7 Privanet-vaihtoehto First North -markkinapaikalle	19
4. TUTKIMUSMENETELMÄ JA -AINEISTO	21
4.1 Tutkimusmenetelmä	21
4.2 Aineiston keruu	21
4.3 Haastateltavien valinta	22
4.4 Aineiston käsittely ja analysointi	23
5. FIRST NORTH –MARKKINAPAIKALLE LISTAUTUMINEN RAHOITUSLÄHTEENÄ ...	24
5.1 Nasdaq OMX First North -Minna Korpi	24
5.2 Kasvuyhtiö sijoituskohteena -Jukka Oksaharju	25
5.3 First North -markkinapaikan yhtiö -Taaleritehdas, Juhani Elomaa	28
6. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	29
LÄHDELUETTELO	33
LIITTEET	

1. JOHDANTO

Vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen kiristynyt pankkisääntely on vaikeuttanut etenkin pienten ja keskisuurten yhtiöiden lainansaantia. Kasvutavoitteiden saavuttamiseksi yhtiöiden on täytynyt etsiä uusia rahoituslähteitä. Listautuminen on yksi keino rahoittaa yhtiön kasvutavoitetta, mutta siihenkin liittyvä sääntely pitää listautumiskynnyksen korkealla. (Nasdaq OMX 2014d) Euroopan Unionin rahoitusmarkkinoita säätelevän direktiivin myötä markkinoilla voi toimia myös kevyemmin säänneltyjä, monenkeskisiä markkinapaikkoja (Directive 2004/39/EC). Nämä markkinapaikat tarjoavat pienemmille kasvuyhtiöille todellisen mahdollisuuden hyödyntää listautumista kasvutavoitteiden saavuttamiseksi.

Korkeamäki ja Koskinen (2009) selvittivät listaamattomien ja listattujen yhtiöiden välisiä eroja. Tutkimuksessa käsiteltiin muun muassa yhtiöiden rahoitusrakenteita. Keskeisenä havaintona oli erot yhtiöiden oman ja vieraan pääoman saatavuudessa. Listautumisen myötä yhtiöt ovat saaneet helpommin sekä omaa että vierasta pääomaa, mikä on nopeuttanut investointien tekemistä sekä kasvattanut osingon suuruutta. Listaamattomat yhtiöt joutuvat tavallisesti käyttämään listattuja yhtiöitä suuremman osan tulorahoituksestaan investointeihin, sillä velkarahoitusta ei ole yhtä helposti saatavilla. Tämä vaikuttaa myös osingonjakoon, sillä velkarahoituksen turvin listatut yhtiöt ovat jakaneet suuremman osan tulorahoituksestaan omistajille. Listautumiseen liittyy mielikuva yhtiön laadusta, jolloin myös ulkopuolisten sijoittajien on helpompaa arvioida yhtiötä. Listautumalla yhtiöt olivat kyenneet parantamaan rahoituksellista asemaansa ja laajentamaan rahoituskanaviansa. Perttuli (2012) tutki pro gradu -tutkielmassaan yritysten motiiveja hakeutua Pohjoismaissa toimivalle, kevyemmin säännellylle First North –markkinapaikalle. Tärkeimmäksi motiiviksi ilmeni yhtiön rahoitustarve. Rahoituksella pyrittiin vauhdittamaan yhtiön kasvua sekä kehittämään liiketoimintaa. Muita tärkeimmiksi havaittuja motiiveja olivat yhtiön tunnettuuden lisääminen, monipuolisemmat rahoituslähteet sekä yhtiölle muodostuva markkina-arvo ja osakkeen vaihdantapaikka.

Ruotsissa First North -markkinapaikka näyttää toimineen, sillä listautuneet yhtiöt ovat kasvaneet ja työllistäneet tuhansia. Suomen markkinapaikasta on vielä vähän tietoa saatavilla, sillä aiempia tutkimuksia First North –markkinapaikasta ei ole. First North

Helsinki –markkinapaikalla toimivia yhtiötä on vähän, eikä aiemmin ole tutkittu, miten markkinapaikalle listautuminen sopii kasvuyrityksien rahoitustarpeille.

1.1 Työn tavoitteet, tutkimuskysymykset ja rajaukset

Tutkimuksen ensisijainen tavoite on pohtia miten First North –markkinapaikka sopii kasvuyrityksille. Tämä edellyttää kyseiseen markkinapaikkaan perehtymistä sekä kasvuyritysten rahoitustarpeiden ja liiketoiminnan tuntemusta. Tarkoituksena on keskittyä yhtiön listautumisprosessiin ja sen yhteydessä tehtävään osakeantiin rahoituksen lähteenä. Listautumiseen liittyy kuitenkin monia tekijöitä, jotka muuttuvat yhtiön listautuessa. Sen vuoksi on perusteltua keskittyä muun muassa raportointivelvollisuuteen ja verotukseen, jotka muuttuvat lainsäädännön ja markkinapaikan sääntöjen myötä. Markkinapaikan houkuttelevuutta on arvioitava ajoittain myös sijoittajan, eli omistajan näkökulmasta, sillä markkinapaikan houkuttelevuus yhtiölle ei yksinään riitä. Sen täytyy houkutella myös sijoittajia, jotka lopulta rahoittavat ja mahdollistavat yhtiön kasvun.

Päätutkimuskysymys

- *Miten First North – markkinapaikalle listautuminen sopii kasvuyrityksen rahoitustarpeille?*

Hirsjärven, Remeksen ja Salovaaran mukaan tutkielman pääongelman tulee antaa laaja kuva tutkittavasta asiasta (2009, 128). Tämänhetkisestä päätutkimusongelmasta käy hyvin ilmi tutkielman viitekehys ja se vastaa myös tutkielman otsikkoa. Tutkimusongelmasta selviää mitä asiaa tutkielmassa käsitellään. Lukija voi päätutkimuskysymyksen luettuaan myös osin päätellä tutkielman tavoitteen.

Alatutkimuskysymykset

- *Mikä on kasvuyritys ja mitkä ovat sen tyypillisiä piirteitä rahoituksen suhteen?*
- *Kuinka houkuttelevan rahoituksen lähteen First North –markkinapaikalle listautuminen tarjoaa likviditeetin, raportointivelvollisuuden, verotuksen ja näkyvyyden näkökulmasta?*
- *Minkälainen on First North –markkinapaikan tyypillinen yhtiö sijoituskohteena?*

Alatutkimuskysymyksillä pyritään vastaamaan päätutkimusongelmaan ja täyttämään tutkielman tavoite. Nämä kysymykset ovat muuttuneet ja tarkentuneet tutkimusprosessin edetessä. Osa kysymyksistä on muokkautunut hyvinkin paljon, ja tutkimusprosessin aikana on asetettu uusia kysymyksiä. Ensimmäiseen alatutkimuskysymykseen vastatessa määritellään lyhyesti kasvuyhtiö, sekä etsitään kasvuyhtiöiden piirteitä, etenkin rahoituksen suhteen. Tutkielmassa käsitellään myös suomalaisia kasvuyhtiöitä, sillä työssä keskitytään Suomessa toimivaan markkinapaikkaan. Toisen alatutkimuskysymyksen avulla pohditaan markkinapaikan likviditeettiä, raportointivelvollisuutta, verotusta ja näkyvyyttä. Likviditeetillä, kiristyvällä raportointivelvollisuudella ja verotuksella voidaan arvioida markkinapaikan houkuttelevuutta myös sijoittajan näkökulmasta. Listautumisen myötä saavutetulla näkyvyydellä voi olla vaikutusta yhtiön rahoituksen saantiin. Viimeisellä alatutkimuskysymyksellä arvioidaan tyypillistä markkinapaikan yhtiötä sijoituskohteena.

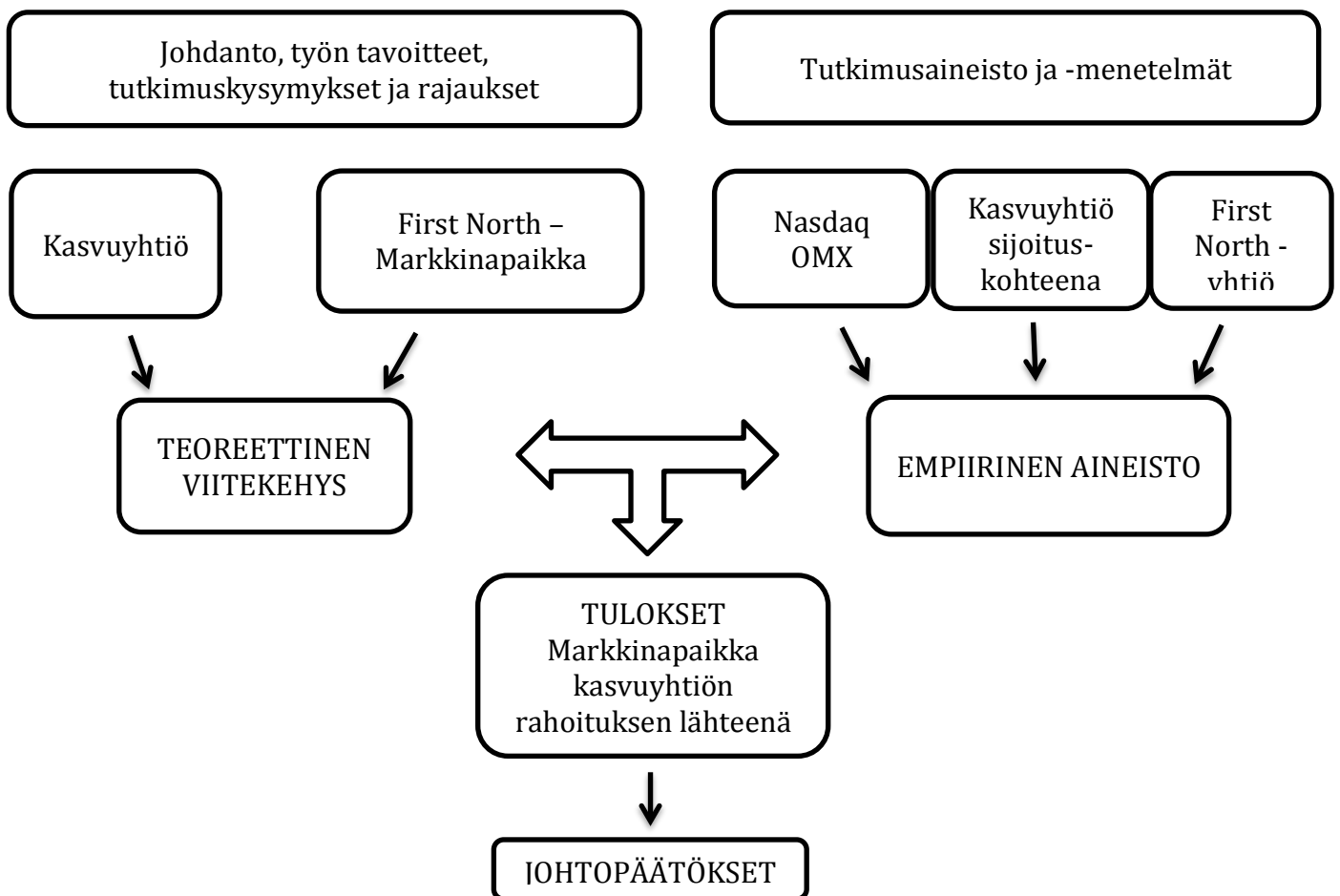
Tutkielman rajaukset

Tutkielmassa ei keskitytä vastaperustettuihin kasvuyrityksiin, joista monesti käytetään termiä start-up. Näillä yrityksillä on monesti samanlaisia tarpeita rahoituksen suhteen kuin kasvuyrityksillä, mutta tutkielmassa on tarkoitus keskittyä kasvuyrityksiin, jotka ovat liiketoiminnaltaan riittävän suuria listautuakseen First North –markkinapaikalle. Markkinapaikalle voi periaatteessa listautua jo pelkällä liikeidealla, mutta tutkimuksen viitekehyksen kannalta on selkeämpää, että keskitytään yhtiöihin, joilla on jo vakiintunutta liiketoimintaa. Tutkielmassa ei myöskään perehdytä First North –joukkovelkakirjamarkkinaan, jota kautta myös kasvuyritykset voivat hankkia lisäpääomaa. First North –joukkovelkakirjamarkkinan käsittely ei ole tutkielman suppean viitekehyksen vuoksi mahdollista.

Tutkielmassa käsitellään ajoittain First North Nordicia, joka kattaa Islannin, Kööpenhaminan, Tukholman ja Helsingin markkinapaikat, vaikka tavoitteena on ensisijaisesti pohtia First North Helsinki –markkinapaikalle listautumista. Yhtiöiden velvollisuudet eri maissa ovat hieman erilaisia markkinapaikan sääntöjen ja kansallisen lainsäädännön vuoksi. Tutkielmassa ei myöskään keskitytä First North Premier –luokkaan, johon yritys voi tietyt kriteerit täytettyään siirtyä. Suomen First North – markkinapaikalla ei toistaiseksi ole Premier –yhtiöitä (Nasdaq OMX 2014b).

1.2 Tutkielman rakenne

Tutkielman rakenne (kuvio 1) koostuu teoreettisesta viitekehystä ja empiirisestä osuudesta. Tutkielmassa kuvataan myös empiirisen osion aineisto ja menetelmät. Ennen johtopäätöksiä käydään läpi tutkielman tulokset, jossa pohditaan First North – markkinapaikan houkuttelevuutta kasvuyhtiöille markkinapaikan, kasvuyhtiön sekä sijoittajan näkökulmasta.



Kuvio 1. Tutkielman rakenne

Aluksi tutkielman teoreettisessa viitekehyksessä määritellään kasvuyhtiö ja tutkitaan lyhyesti niiden rahoituksellisia piirteitä. Tutkielman viitekehysten vuoksi käsitellään myös kasvuyhtiöiden asemaa ja piirteitä Suomessa. Kolmannessa luvussa käsitellään First North –markkinapaikkaa. Markkinapaikkaan liittyy monia tekijöitä muun muassa sääntelyn suhteen, jotka on välttämätöntä tuoda esille, jotta markkinapaikkaa voidaan arvioida.

Tutkielmassa on myös erillinen kappale, jossa kerrotaan lyhyesti First North Helsinki – markkinapaikasta, sekä yhtiöstä, joka on jo listautunut markkinapaikalle. Markkinapaikan houkuttelevuutta kasvuyhtiöille osana rahoituksen lähdettä arvioidaan myös kolmessa alakappaleessa. Kappaleissa käsitellään markkinapaikan raportointivelvollisuutta ja verotusta, sekä osakevaihtoa ja likviditeettiä. Kolmantena tekijänä arvioidaan listautumisen tuomaa näkyvyyttä. Lopuksi arvioidaan listautumiseen liittyviä kustannuksia, joista koituu yhtiölle sekä kertaluonteisia että jatkuvia kuluja. Teoreettisen viitekehyksen käsittelyn jälkeen on tutkielman empiriaosuus ja johtopäätökset, jossa haastatteluun kerätyllä aineistolla pyritään arvioimaan markkinapaikkaa.

2. KASVUYRITYKSET

Kasvuyrityksen määritelmiä on monia ja niiden määrittelyssä voidaan käyttää useita eri tekijöitä. Yhteistä niille on kuitenkin poikkeuksellisen nopea liikevaihdon ja henkilöstön kasvu. Nopealle kasvullekaan ei ole yksiselitteistä määritelmää. Yleisesti yritystä, jonka liikevaihto on kasvanut yli kaksikymmentä prosenttia vuosittain täyttää kasvuyrityksen kriteerit. (Hoxha & Capelleras. 2010) Kasvua selitetään myös henkilöstön määrällä. Davidsson & Henrekson (2002), Davidsson & Delmar (1997), Capelleras & Rabetino (2008) ja Hoxha (2008) tulkitsevat kasvuyrityksiksi kymmenen prosenttia yrityksistä, joilla henkilöstön määrän lisäys on voimakkainta. OECD määrittelee kasvuyritykseksi (high growth -company) yrityksen, jonka lähtötyöllisyys on vähintään kymmenen henkeä ja joka kasvaa yli kahdenkymmenen prosentin vuosivauhtia kolmen vuoden ajan. Kasvun mittarina voidaan henkilöstön lisäksi käyttää liikevaihdon määrää. Kasvuyritykset voivat vaihdella kooltaan merkittävästi, oleellisinta on kuinka nopeasti yhtiö kasvaa niin henkilöstöllä kuin liikevaihdolla mitaten. (Eurostat 2014)

2.1 Kasvuyrityksen rahoitus

Yrityksen pääsy ulkoiseen pääomaan on vahvasti rajoittunutta, mikä vaikuttaa merkittävästi yrityksen liiketoiminnan kehittymiseen. Pääoman puute hidastaa yrityksen kasvutavoitteiden saavuttamista. (Rahaman 2010) Ulkopuolinen oman pääoman ehtoinen rahoitus on kasvuyrityksille tärkeä rahoitusvaihtoehto etenkin, kun rahoitusta tarvitaan yli yhtiön luottorajojen. Kasvuyrityksen lainansaantimahdollisuudet voivat loppua nopeasti, jolloin yhtiön ainoaksi vaihtoehdoksi jää oman pääoman ehtoinen rahoitus. Siitä huolimatta yhtiön tulorahoitus ja suora pankkilaina ovat eniten käytettyjä rahoitusmuotoja kasvuyhtiöillekin. (Vanacker & Manigart 2008) Kasvuyrityksillä ei myöskään usein suurien yritysten tapaan ole pääsyä pörssiin, vaan rahoitusta haetaan pääomasijoittajilta ja luottomarkkinoilta. (Berger & Udell 1998) Pienemmät yritykset rahoittavat toimintaansa myös enemmän epävirallisilla rahoitusmuodoilla, kuten yrittäjän omilla pääomapanostuksilla (Beck & Demirguc-Kunt 2005). Huolimatta pääoman heikommasta saatavuudesta pienemmät yritykset usein kasvavat suuria yrityksiä nopeammin. Dunne & Hughes (1994) esittävät että yrityksen kasvu ja kasvun volatilitteetti putoavat yrityksen koon ja iän myötä. Liiketoiminnan vakiinnuttua yrityksen täytyy usein hakea kasvua esimerkiksi uusilla markkina-alueilla ja yritysostoin.

Pienempien kasvuyritysten rahoitus- ja omistusrakenne poikkeaa suurista yrityksistä. Ne ovat usein omistusrakenteeltaan kapeampia. Perustaja-omistajan lisäksi omistajina on usein yksityisiä ja institutionaalisia pääomasijoittajia. Kiinnostus vierasta pääomaa, kuten pankkilainaa kohtaan, on usein suurempaa jos yhtiön perustajalla on merkittävä omistusosuus ja intressi enemmistön säilyttämiseen. Vierias pääoma on usein siis mieluisampi vaihtoehto, jotta perustaja säilyttää osake-enemmistön. (Berger & Udell 1998) Suurimmalla omistajalla voi olla tavoitteena myös liiketoiminnasta luopuminen myymällä osake-enemmistönsä. Hyvin usein tietyssä kasvuvaiheessa olevat yritykset myydään muille, usein institutionaalisille sijoittajille tai yrityksille, jolloin pääomistajan keräämän rahoituksen tarkoitus on pääomistajan exitissä, eikä liiketoiminnan kehittämisessä. (Valtiovarainministeriö 10/2012). Uuden omistajan tavoite ei välttämättä ole ostetun yhtiön aidon kasvun vauhdittaminen vaan kasvuyhtiön liiketoimintojen liittäminen osaksi nykyisiä toimintoja.

Myöhemmässä kasvuvaiheessa yrityksen tulorahoitus on merkittävä lisärahoitusmuoto ja helpottaa myös ulkoisen rahoituksen, kuten pankkilainan saamista (Berger & Udell 1998). Investointien rahoittaminen tulorahoituksella, ainakin osittain, on myös ajan myötä ainoa vaihtoehto yrityksen toiminnan kannalta. Kasvuyrityksenkin on ennemmin tai myöhemmin käännettävä mahdollinen tappiollinen liiketoiminta voitolliseksi. Kannattava kasvu on liiketoiminnan jatkuvuuden turvaamiseksi tärkeää. (Elo 2011, 53-54) On myös huomioitava, että oman pääoman ehtoisella rahoituksella voi olla kaksi käyttötarkoitusta. Sillä voidaan vahvistaa yrityksen vakavaraisuutta tai käyttää saadut pääomat yhtiön kasvuun. Sijoittajalle on merkitystä mitä varten pääomia kerätään; onko tavoitteena ensisijaisesti liiketoiminnan jatkuvuuden turvaaminen vakavaraisuutta vahvistamalla vai käytetäänkö sijoitettavat varat suoraan kasvuinvestointeihin. Kasvuyhtiö vaatii sitoutuneemman ja kärsivällisemmän sijoittajan, joka sietää korkeampaa riskiä. Usein kasvuyhtiö suorittaa myös useamman rahoituskierroksen, jolloin omistajalta odotetaan lisäpanostuksia yhtiöön. (Elo 2011, 39-42)

2.2 Kasvuyritykset Suomessa

Nordic Innovation raportin (2012) mukaan Suomessa on erinomaiset edellytykset kasvuyrittäjyydelle. Erinomaisista edellytyksistä huolimatta nopeasti kasvavia yrityksiä ei Suomessa kuitenkaan ole eniten muihin pohjoismaihin verrattuna. Ruotsissa nopeasti

kasvavien yritysten määrä on selkeästi suurempi, vaikka Suomen kokonaistoimintaympäristö kasvuyrityksille on raportissa arvioitu parhaimmaksi. Työ ja elinkeinoministeriön yrityskatsauksen (2013) mukaan kasvuyritysten määrä on kuitenkin kasvussa Suomessa. Kasvuyritysten osuus yrityksistä on kuitenkin erittäin pieni. Yrityskatsauksen tarkasteluvuosina 2008–2011 kasvuyrityksen määritelmän mukaisia yrityksiä oli vain 758. Kasvuyrityksiä on siis Suomessa erittäin vähän. Määrä on entistä pienempi, jos rajataan ulkopuolelle ne yhtiöt, joilla ei ole edellytyksiä listautumiselle.

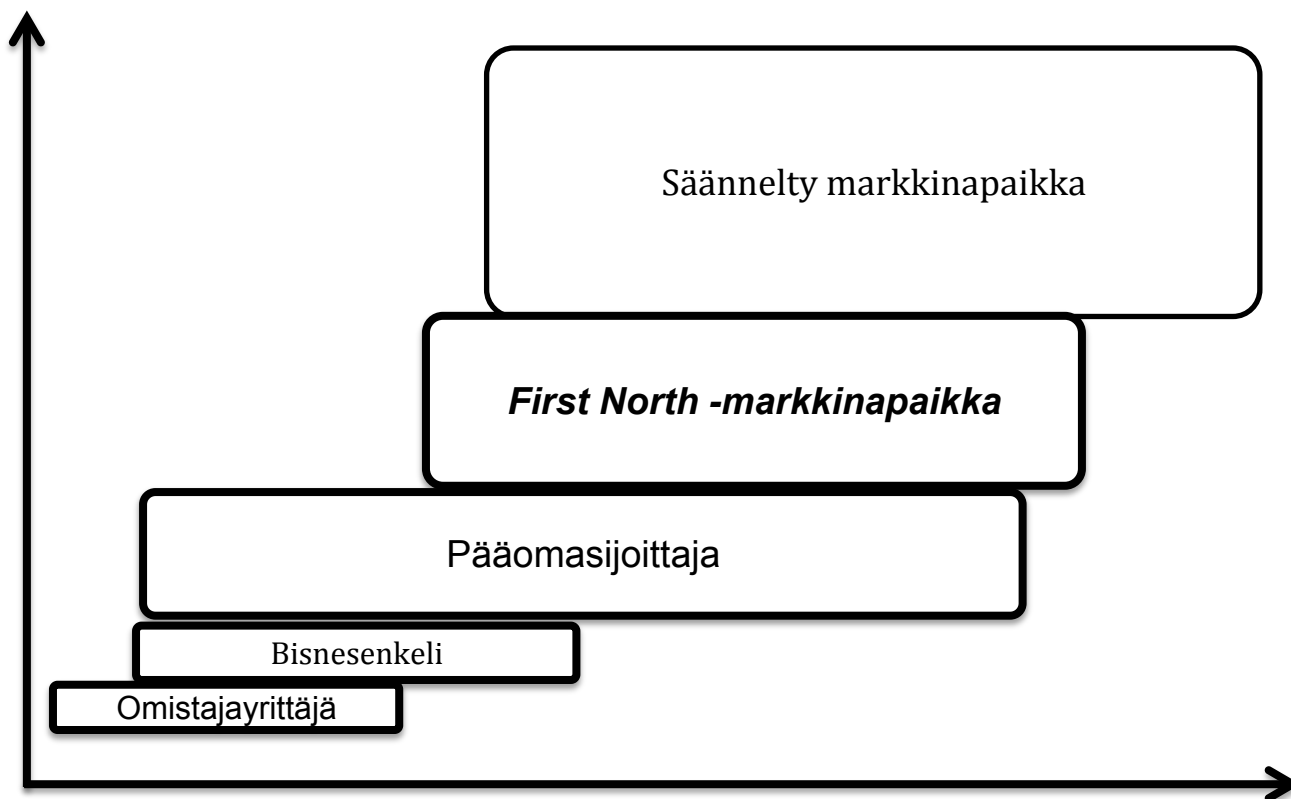
Deschryvere totesi elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen (ETLA 2008) raportissa, että makrotaloudellisilla tekijöillä on suuri vaikutus kasvuyhtiöihin Suomessa. Noususuhdanteiden aikana pienet kasvuyritykset ovat kasvaneet nopeasti, mutta laskusuhdanteiden aikaan suuria hitaammin. Eroja kasvuvauhdissa on lisäksi eri toimialojen välillä, joita voi myös selittää makrotaloudellisilla tekijöillä. Raportissa todetaan myös, ettei yhtiön rahoitukselliset tekijät, kuten kannattavuus, ole tärkein vaikuttava tekijä yhtiön kasvun kannalta. Suurempi merkitys on sen sijaan yhtiön innovaatioilla, joilla on positiivinen vaikutus henkilöstön määrään (Hall & Oriani 2006).

3. NASDAQ OMX FIRST NORTH

Euroopan Unionin rahoitusvälinemarkkinoita säätelevä MiFID-direktiivi jakaa markkinat säänneltyihin ja monenkeskisiin markkinapaikkoihin. Säännellyillä markkinapaikoilla tarkoitetaan eri maiden virallisia pörssijä kuten Nasdaq OMX Helsinkiä. (Directive 2004/39/EC) Monenkeskisiä markkinapaikkoja (Multilateral Trading Facility, myöh. MTF-markkinapaikka) on EU:ssa useita. ESMAN (European Securities and Market Authority) mukaan MTF – markkinapaikoiksi luokiteltuja kauppapaikkoja on 151 (2014). MTF-markkinapaikat eivät virallisesti ole säänneltyjä markkinapaikkoja.

Monenkeskiset markkinapaikat tarjoavat listautumismahdollisuuden yrityksille, joille EU:n mukainen säännelty markkinapaikka on velvoitteiltaan liian raskas. Monenkeskiset markkinapaikat ovat usein kaupankäyntijärjestelmiä, joissa osakkeita välitetään myynti- ja ostotoimeksiantojen mukaan. Käytännössä kaupankäynti tapahtuu kuten säännellyillä markkinapaikoilla. Keskeinen ero säännellyn ja MTF-markkinapaikan välillä onkin sääntelyssä ja listatun yhtiön velvoitteissa. MTF-markkinapaikoilla on kevyempi byrokratia ja listautumiselle asetetut vaatimukset ovat kevyempiä. Säännöiltään MTF-markkinapaikat eroavat toisistaan, sillä ne ovat vahvasti sidoksissa kansallisiin lakeihin. (Pörssisäätiö 2012)

First North -markkinapaikka on yksi monenkeskisistä markkinapaikoista. Se on yhteispohjoismainen Nasdaq OMX Tukholman, Kööpenhaminan, Islannin ja Helsingin ylläpitämä kauppapaikka. Markkinapaikan osakkeet noteerataan näiden maiden kaupankäyntijärjestelmissä ja ne mahdollistavat osakkeiden kaupankäynnin säännellyn pörssin tapaan. (Nasdaq OMX 2014a) Markkinapaikalle on listautunut lukuisia yrityksiä vuosittain sen perustamisesta, vuodesta 2005 (Valtiovarainministeriö 10/2012). Markkinapaikalla toimii 181 yritystä, joista suurin osa on listautunut Tukholman markkinapaikalle (Nasdaq OMX 2014c). Markkinapaikalle listautuneet yhtiöt eivät direktiivin mukaan ole pörssinoteerattuja yhtiöitä, vaikka niillä käydään kauppaa säännellyn markkinoiden tapaan (Directive 2004/39/EC). Oman pääoman ehtoisen rahoituksen markkinoilla First North –markkinapaikan voi nähdä asettuvan kuvion kaksi mukaisesti ennen säänneltyä markkinapaikkaa (Nasdaq OMX 2014e)



Kuvio 2. Yhtiön oman pääoman ehtoinen rahoitus (yhtiön koko/ aika)

First North – markkinapaikka on tarkoitettu pienille ja keskisuurille, sekä kasvuvaiheessa oleville yhtiöille, jotka tavoittelevat listautumisen etuja, mutta joille päälista ei vielä ole mahdollinen markkinapaikka (Nasdaq OMX 2014a). Kevyempi byrokratia ja nopeampi listautumisprosessi ovat merkittäviä huojennuksia listautuville kasvuyhtiöille. Huojennuksilla on suoria vaikutuksia listautumisen kustannuksiin ja yhtiön toimintaan listautumisen jälkeen. Listautumisen myötä yhtiön rahoitusmahdollisuudet laajenevat ja pääsy globaaleille pääomamarkkinoille on helpompaa (Korkeamäki & Koskinen 2009).

3.1 First North – Helsinki

Helsingin markkinapaikalla listautuneita yhtiöitä on toistaiseksi vain yhdeksän ja esimerkiksi Tukholman markkinapaikkaan verrattuna ero on merkittävä (Nasdaq OMX 2014c). Suomessa tietoisuus markkinapaikasta kasvaa kuitenkin jatkuvasti ja listautumisesta kiinnostuneita yhtiöitä on yhä enemmän. Suomessa markkinapaikka on ollut toiminnassa myös vähemmän aikaa. First North Finland – markkinapaikka on toiminut vuodesta 2007 lähtien. (Heiskanen 2014). Suomessa listautumiskynnystä on pidetty korkeana ja sen on koettu vähentäneen kiinnostusta listautumiseen. Lisäksi monia

markkinapaikalle sopivia yhtiöitä on myyty ulkomaisille pääomasijoittajille ja yrityksille. (Valtiovarainministeriö 10/2012).

Markkinapaikalle listautuneet yhtiöt ovat onnistuneet pääomien keräämisessä listautumisanneilla. Listautumisantien koot ovat vaihdelleet 1,5 – 19 miljoonan euron välillä ja niille asetetut tavoitteet on täytetty. Moni anti on ollutkin ylimerkattu. Listautumiset ovat myös painottuneet enemmän viime vuosille. Kuusi yritystä on listautunut viime vuonna. (Liite 1) Yksikään yritys ei ole siirtynyt Helsingin First North -listalta pörssiin päälisalle (Pörssisäätiö 2012).

First North Finland on säädelty monenkeskiseksi kaupankäyntijärjestelmäksi Suomen arvopaperimarkkinalain mukaan. (Arvopaperimarkkinalaki) Kansallinen laki määrittää pitkälti First North Helsingin –markkinapaikan yhtiöiden ja niiden sidosryhmien, kuten sijoittajien, velvollisuudet. Muuten markkinapaikan yhtiöt noudattavat First North Nordic -sääntöjä (Nasdaq OMX 2014a). Olennaisimmat erot First North -markkinapaikoissa selittyvät tarkastelemalla kansallisia lakeja. Suomen lainsäädäntö asettaa First North Finland – markkinapaikan yhtiöille erityispiirteitä muun muassa verotuksen suhteen.

3.1.1 Taaleritehdas

Taaleritehdas on First North -markkinapaikalle listattu sijoitusyhtiö. Yhtiön toiminta keskittyy yksityishenkilöiden ja instituutioasiakkaiden varainhoitoon. (Taaleritehdas 2014a) Taaleritehdas hallinnoi 2900 asiakkaan 3,3 miljardin euron varoja (Taaleritehdas 2014b). Osakeannin ja listautumisen tarkoituksena oli hankkia uutta pääomaa yhtiön kasvun nopeuttamiseksi (Leskinen 2013).

Vuoden 2013 osakeanti ja kertyneet voittovarot muodostivat konsernin keskeisimmän rahoituslähteen. Allokaatiosakeannissa laskettiin liikkeelle kaikkiaan yli 1 455 000 uutta osaketta ja ne otettiin kaupankäynnin kohteeksi First North -markkinapaikalla. (Taaleritehdas 2014a) Asiakkaille suoritettu osakeanti ylimerkittiin kaksi ja puolikertaisesti ja yhtiö keräsi uutta pääomaa noin 15 miljoonaa euroa. Liikkeeseen lasketut B-osakkeet vastaavat noin 23 prosenttia koko yhtiön osakekannasta (Taaleritehdas 2013a)

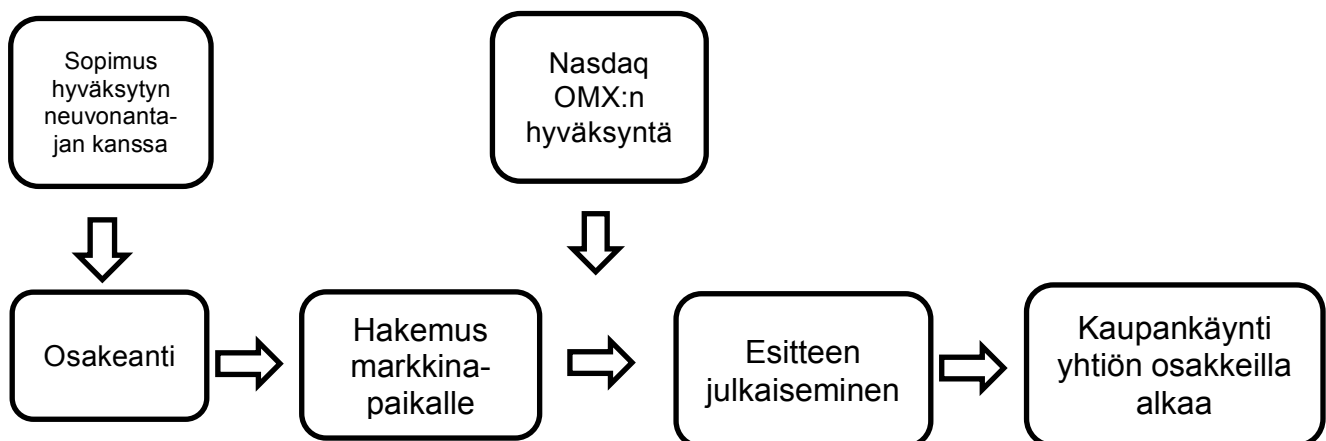
Taaleritehdas on kasvanut voimakkaasti, liikevaihdolla mitattuna lähes neljänkymmenen

prosentin vuosivauhtia. Liiketoiminta on kasvanut kannattavasti ja yhtiön tilikauden voitto on vuodesta 2010 vaihdellut 1,4 – 3,2 miljoonan euron välillä (Taaleritehdas 2014a & Taaleritehdas 2012). Ensimmäisenä listautumisvuonna yhtiö maksoi osinkoa 0,20 euroa osaketta kohti, yhteensä noin 1,2 miljoonaa euroa (Taaleritehdas 2014a)

3.2 Yrityksen listautuminen

Listautumisessa yhtiön arvopaperit otetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi, jonka jälkeen niillä on mahdollista käydä kauppaa markkinapaikalla. Tavallisesti yhtiö suorittaa osakeannin, jonka jälkeen yhtiö hakeutuu pörssilistalle. Listautumisprosessin kesto vaihtelee markkinapaikoittain. First North –markkinapaikalle listautuminen on selkeästi päälisalle listautumista nopeampaa. Markkinapaikalle listautuminen kestää noin yhdestä kolmeen kuukautta, päälisalle sen sijaan yli puoli vuotta. (Pörssisäätiö 2012)

First North Nordic -säännöissä kuvataan listautumisprosessi (kuvio 3) sekä vaatimukset kaupankäynnin kohteeksi ottamiselle. Listautuvalta yritykseltä edellytetään asetettujen vaatimusten täyttämistä sekä Nasdaq OMX Helsingin hyväksyntää listautuvan yrityksen hakemukselle. Listautumisen vaatimukset kohdistuvat osakkeille asetettuihin kriteereihin sekä yhtiöesitteen tai tarvittaessa listalleottoesitteen laatimiseen. First North -markkinapaikalla noteerattavan yrityksen tulee myös tehdä sopimus hyväksytyt neuvonantajan kanssa. (Nasdaq OMX 2013b)



Kuvio 3. Listautumisprosessi

Kuka tahansa voi sijoittaa First North -markkinapaikan yhtiöihin osakevälittäjien kaupankäyntijärjestelmien kautta. Tämä on mahdollista, mikäli listattuja osakkeita on

riittävästi ja niillä on riittävä tarjonta ja kysyntä. Osakkeille asetetut vaatimukset edellyttävät, että riittävä osa osakepääomasta on piensijoittajien hallussa. Vähintään kymmenen prosenttia osakepääomasta tulisi olla niiden sijoittajien omistuksessa, jotka omistavat alle kymmenen prosenttia osakkeista. Listautumisannissa yhtiön tulee siis laskea liikkeelle vähintään kymmenen prosentin osuus osakekannasta. Tämä voidaan tehdä myymällä nykyisten omistajien osakkeita tai laskemalla annissa liikkeelle uusia osakkeita. Poikkeustapauksissa, mikäli kymmenen prosentin osuus ei täyty, yhtiö voi käyttää markkinatakauspalvelua (Liquidity Provider). Markkinatakauksen voi ottaa käyttöön vaikka osakkeeseen kohdistuvat vaatimukset täytyisivätkin. Pääpiirteissään osakkeilta edellytetään riittävää likviditeettiä, osakkeiden liittämistä arvo-osuusjärjestelmään, sekä yhtiöjärjestyksen mukaista osakkeiden vapaata luovutusta. (Nasdaq OMX 2013b)

Säännellylle markkinapaikalle listautuvan yhtiön, joka tarjoaa arvopapereita yleisölle ja ottaa arvopaperit kaupankäynnin kohteeksi, on julkaistava listalleottoesite ja pidettävä se yleisön saatavilla (APML 4. luku 1§ 1 mom.). First North – markkinapaikalle listautuva yhtiö on velvollinen laatimaan listalleottoesitteen vain tiettyjen kriteerien täytyessä. Muussa tapauksessa yhtiön täytyy julkaista yhtiöesite. Listalleottoesite laaditaan, mikäli arvopapereita tarjotaan 12 kuukauden aikana yli viiden miljoonan suuruinen määrä ja ne haetaan kaupankäynnin kohteeksi monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. (APML 4 luku, 3§, 5 mom.) Käytännössä siis silloin, kun listautumisannin suuruus on yli viisi miljoonaa euroa. Yhtiöesitteen sisältövaatimukset luetellaan First North Nordic – säännöissä. Listautumisannilla haettavan rahoituksen suuruus määrää kumman esitteen yhtiö julkaisee. Esitteiden keskeinen ero on niiden yksityiskohtaisuudessa. First North Nordic -sääntöjen mukainen yhtiöesite on velvoitteiltaan listalleottoesitettä kevyempi.

Hyväksytty neuvonantaja (Certified Adviser) toimii yhteistyössä pörssin ja kohdeyhtiön kanssa. Neuvonantaja ohjaa yhtiötä listautumisprosessissa ja on velvollinen valvomaan, että kohdeyhtiö noudattaa markkinapaikan sääntöjä. Jokaisella listautuvalla yhtiöllä pitää olla voimassa oleva sopimus neuvonantajan kanssa ennen listautumista ja sen jälkeen. (Nasdaq OMX 2013b)

3.3 Raportointivelvollisuus ja verotus

Raportointivelvollisuus on merkittävä osa First Northiin listautuneen yhtiön toimintaa. First

North -markkinapaikan velvoitteita on välillä helpompi rinnastaa säännellyn markkinan velvoitteisiin ja välillä listaamattomien yhtiöiden velvoitteisiin. Raportointi- ja tiedonantovelvoitteilla pyritään turvaamaan yhtiön sidosryhmien asemaa (Finanssivalvonta 2014).

Listautuminen edellyttää yhtiön arvopapereiden hakemista kaupankäynnin kohteeksi markkinapaikalle yhtiön toimesta. Listautumisen myötä yhtiö sitoutuu noudattamaan lain ja markkinapaikan asettamia asetuksia. Keskeisin vaatimus liittyy jatkuvaan ja säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen ja raportointiin. Arvopapereiden läpinäkyvyyden takaamiseksi yhtiö on lähtökohtaisesti velvollinen julkaisemaan kaiken sen tiedon, jolla voi olennaisesti olla vaikutusta arvopaperin arvoon (APML 6. luku 9 §). Rahoittajan asemaa turvaa lisäksi listautuneen yhtiön yhteistyö hyväksytyin neuvonantajan kanssa, joka on velvollinen varmistamaan, että yhtiö noudattaa sille asetettuja tiedonanto- ja raportointivelvollisuuksia (Nasdaq OMX 2013b, 19).

Vuosittain julkistettavan tilinpäätöstiedotteen lisäksi markkinapaikalle listautuneen yhtiön on laadittava vähintään puolivuotiskatsaus (Nasdaq OMX 2013b). First North -markkinapaikan yhtiön ei sääntöjen mukaan tarvitse laatia osavuosisikatsausta neljännesvuosittain, kuten säännellyn markkinan yhtiön. Merkittävä kevennys raportointivelvollisuudessa on tilinpäätöksen laatimisessa. First North – markkinapaikan yhtiöiden ei tarvitse laatia IFRS-standardien (International Financial Reporting Standards) mukaista tilinpäätöstä. IFRS-tilinpäätöksen laatiminen onkin usein pienille ja keskisuurille, sekä listaamattomille yrityksille liian monimutkainen, eikä sitä nähdä tarpeelliseksi (Fearnley & Hines 2007). Lainsäädäntö asettaa vaatimuksia myös kaupankäynnin järjestäjälle. Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjän, First North -markkinapaikan, on pidettävä yleisön saatavilla markkinapaikkaa koskevat säännöt tai muuten varmistettava, että kaupankäyntiosapuolet voivat tehdä arvion rahoitusvälineestä. (laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä)

Kevyempi raportointivelvollisuus on monenkeskisen markkinapaikan keskeisin ero säänneltyyn markkinapaikkaan verrattuna. Markkinapaikalle listautuminen on kuitenkin selvä muutos yhtiölle ja se edellyttää yhtiön toimintatapojen muuttamista avoimemmaksi. Raportointitiedotteiden laatiminen ja yhtiön toiminnasta tiedottaminen lisäävät myös yhtiön kustannuksia ja vievät yhtiön johdon aikaa.

First North -markkinapaikan yhtiöt rinnastetaan julkisesti noteerattuihin yhtiöihin tuloverolain osinkotulojen verotuksessa (Tuloverolaki 33 a). Näistä yhtiöistä saatu osinko on 85-prosenttisesti veronalaista pääomatuloa. Listaamattomasta yhtiöstä saatu osinkoverotuksen suuruus riippuu yhtiön matemaattisesta arvosta. Jos osingon suuruus on enintään 150.000 euroa ja se vastaa enintään kahdeksaa prosenttia yhtiön nettovarallisuudesta on osingosta veronalaista pääomatuloa kaksikymmentäviisi prosenttia. Kahdeksan prosentin ylittävältä osalta osinkoa verotetaan 75 prosenttia ansiotulona. Yksityissijoittajan saama osinkotulojen verotus usein kiristyy, kun yhtiö listautuu. Sijoittajalle aiheutuva efektiivinen veroaste listatun yhtiön osingosta on 25,5 - 27,5 prosenttia ja listaamattomasta yhtiöstä huojennusalueella 7,5 prosenttia. Yli 150.000 euron osingoista veroaste on sama kuin listatuilla yhtiöillä. Kahdeksan prosentin matemaattisen arvon ylittävältä osalta verotus on 75 prosenttisesti ansiotuloa ja veroaste riippuu silloin verovelvollisen kokonaisansiotuloista. (Laki tuloverolain muuttamisesta 1237/2013) Kiristynyt osinkoverotus on selkeä muutos, joka koituu omistajalle, kun yhtiö listautuu ja hakee rahoitusta. Monenkeskisen markkinapaikan yhtiöiden arvopapereiden vastikkeellinen luovutus on säännellyn markkinan tapaan varainsiirtoverosta vapaa (varainsiirtoverolaki 3. luku 15§).

3.4 Likviditeetti

Sijoittajalle likviditeetti tarkoittaa mahdollisuutta myydä sijoituksensa mahdollisimman nopeasti ja pienin kustannuksin. Likviditeetin merkitys korostuu osakemarkkinoilla heikosti vaihdettujen yhtiöiden kesken, etenkin jos realisoitava osuus on suuri. Suuri erä epälikvidejä osakkeita muodostaa sijoittajalle selvän riskin. (Brealey, Myers & Marcus 2009, 45-46). Yhtiölle likviditeetti tarkoittaa kykyä selviytyä lyhyen aikavälin maksuvelvoitteista (Elo 2011, 58). Listautumalla yritys saa usein parannettua rahoitusasemaansa, joka turvaa vakavaraisuutta ja maksuvalmiutta. Listautumisen jälkeen yhtiö voi helpommin kerätä oman pääoman ehtoista rahoitusta myös uusilla osakeanneilla. (Elo 2011, 34-35)

Yhtiön listautuminen alentaa tavallisesti osakkeenomistajan taloudellista- ja likviditeettiriskiä, sillä toimivat markkinat lisäävät osakkeiden vaihtoa. (Burrowes, Feldmann. H, Feldmann. M, MacDonald 2004) Listautumisannissa omistuosuuksien siirtyminen alkuperäisiltä omistajilta uusille sijoittajille laajentaa usein yhtiön omistuspohjaa

ja parantaa osakkeiden likviditeettiä (Pagano et al. 1998). Osakkeen kohonnut likviditeetti vaikuttaa myös osakkeeseen kohdistuvaan riskipreemioon (Uddin 2009). Mitä likvidimpi osake on, sitä helpommin se on muutettavissa rahalliseen muotoon ja sisältää siten vähemmän riskiä. Listaamattomien yhtiöiden osakkeita on tavallisesti vaikeampi myydä kuin listattujen yhtiöiden osakkeita, joilla käydään kauppaa pörssissä. Listaamattomien yhtiöiden osakkeilla ei ole markkinoiden asettamaa hintaa, eikä pörssin tapaista toimivaa markkinapaikkaa, jossa myynti- ja ostotoimeksiantoja voidaan tehdä edullisesti ja helposti. Tämän vuoksi listaamattomiin yhtiöihin kohdistuu suurempi likviditeettipreemio. (Brealey et al. 2009)

First North -markkinapaikkaan liittyvät säännöt edellyttävät riittävän laajaa omistuspohjaa, jolla pyritään turvaamaan osakkeiden vaihtuvuus (Nasdaq OMX 2013b). Sännellyn markkinapaikan yhtiöiden, pois lukien joidenkin pienien yhtiöiden, päivittäiset vaihdot ovat suuria. Osakkeen suuri päivittäinen vaihto takaa korkean likviditeetin ja alentaa sijoittajan vaatimaa preemiota. Pienempi preemio taas alentaa yhtiön oman pääoman kustannuksia. (Brealey et al. 2009) First North -markkinapaikan yhtiöt ovat markkina-arvoltaan melko pieniä ja niiden absoluuttiset vaihtovolyymit ovat hyvin pieniä kun niitä verrataan päälistan yhtiöihin. Markkinapaikan yhtiöiden päivittäiset vaihdot ovat kappalemääriltään ainoastaan muutamia tuhansia. (Nasdaq OMX 2014b) Niiden likviditeetin voi kuitenkin katsoa olevan parempi kuin listaamattomien yhtiöiden, sillä First North -listan yhtiöiden osakkeet on noteerattu toimivalla markkinapaikalla ja niillä on markkinoiden asettama markkinahinta. Listautuminen auttaa myös yritysostotilanteissa, joissa yhtiö voi rahan sijaan käyttää vastikkeena yhtiön omia osakkeita (Braun, Francis & Kohers 2003). Mahdollisuus yhtiön omien osakkeiden käyttöön vastikkeena oli myös Braun ja Fawcettin (2006) tutkimuksessa yhtiöiden talousjohtajien kesken selkein motiivi listautumiselle.

Listautuva yhtiö voi likviditeettiä parantaakseen ottaa käyttöön markkinatakauspalvelun (Liquidity Provider). Listautunut yhtiö tekee sopimuksen markkinatakaajan kanssa, joka on tavallisesti pankki. Markkinatakaaja antaa jatkuvasti myynti- ja ostonoteerauksia yhtiön osakkeelle. Takaaja on siten velvollinen ostamaan osuudet omiin nimiinsä, mikäli osakkeet eivät käy kaupaksi. (Nasdaq OMX 2013a) Markkinatakaus helpottaa näin sijoittajan osuuksien realisointia. Käytännössä tämä alentaa osakkeeseen kohdistuvaa likviditeettipreemiota ja parantaa osakkeen markkinahinnan muodostumista. Listautumisessa osakkeelle asetetuista vaatimuksista voidaan myös joustaa, jos yhtiö

ottaa käyttöön markkinatakauspalvelun (Nasdaq OMX 2013b).

3.5 Näkyvyys

Ensisijainen tavoite on usein lisöpääoman kartuttaminen, sekä omistajien osuuksien realisointi, eli listaamisen myötä toteutettu omistajan irtautuminen. Yhtiön listaamisella tavoitellaan usein myös ei-taloudellisia hyötyjä. Listautumisen myötä saavutettu näkyvyys on yksi esimerkki ei-taloudellisesta tekijästä. (Ritter & Welch 2002). Näkyvyys voi auttaa yhtiötä rekrytoinneissa ja yhtiön uskottavuuden parantamisessa. Se usein myös kohottaa yhtiön julkisuuskuvaa ja lisää tietoisuutta yhtiöstä. Listaamattomien yhtiöiden kohdalla tietoisuus yhtiöstä on usein hyvin kapea. Se rajoittuu lähinnä niihin sidosryhmiin, jotka ovat suoraan tekemisissä yhtiön kanssa. Markkinapaikalle listautuminen parantaa yhtiön näkyvyyttä markkinoilla, joka auttaa laajemman sijoittajakunnan tavoittamisessa. (Draho 2009, 75) Vaikka näkyvyys koetaan ei-taloudelliseksi hyödyksi, on sillä usein välillisesti myös taloudellisia hyötyjä.

Demers ja Lewellen (2001 & 2006) huomasivat tutkimuksissaan, että listautumiseen liittyvä mediahuomio tuo yhtiöille merkittäviä markkinointietuja. Listautuminen muun muassa lisää yhtiön internetkävijöiden määrää. Tutkimuksissa keskityttiin internetyhtiöihin, mutta samanlaisia tuloksia havaittiin myös muiden yhtiöiden kesken. Draho (2009 247) esittää myös, että listautumisen tuoma näkyvyys toimii yhtiön markkinointina, joka lisää tunnettuutta ja auttaa etenkin kuluttajamarkkinoilla toimivia yrityksiä. Listautumisen tuomalla näkyvyydellä on myös toinenkin puoli. Negatiivisesta julkisuudesta voi olla haittaa yhtiön toiminnalle ja listatulla yhtiöllä myös ongelmat tulevat helpommin sidosryhmien tietoisuuteen.

Yhtiön koko voi toimia yhtenä maineen ja tunnettuuden mittarina. Suuri koko usein auttaa sijoittajien tavoittamisessa. Pienien yritysten on taas vaikea tavoittaa sijoittajia, sillä pieni koko ja listaamattomuus tekevät yhtiöstä heikosti tunnettuja. (Chemmanur ja Fulghieri 1995) Listautumalla yhtiö voidaan tuoda sijoittajien tietoisuuteen, koosta riippumatta. Säännellylle markkinapaikalle listautumiset ovat kuitenkin todennäköisempiä suurille yhtiöille, jotka ovat ennen listautumista kasvaneet ja investoineet voimakkaasti (Pagano et al. 1998).

vaihtelevat yhtiöittäin. Lisäkustannuksia aiheutuu myös mahdollisesta markkinatakaajan palkkiosta sekä finanssivalvonnan valvontamaksuista. Säätelyyn markkinaan verrattuna kustannukset ovat paljon alhaisemmat. Pelkästään päälistan markkinapaikan rekisteröinti- ja vuosimaksut ovat selkeästi korkeammat. Säätelyllä markkinalla sijoittajaviestintään ja raportointiin liittyvät kustannukset nousevat muun muassa IFRS- tilinpäätökseen siirtymisen takia. (Nasdaq OMX 2014e) First North – markkinapaikan kevyemmän byrokratian vuoksi markkinapaikalle listautumisesta ei koidu yhtä suuria kustannuksia kuin päälistalle listautuessa. Tosin First Northiin listautuvat yhtiöt ovat pienempiä ja suhteessa liikevaihtoon kustannukset voivat olla suurempiakin.

3.7 Privanet-vaihtoehto First North –markkinapaikalle

Privanet on Suomessa toimiva sijoituspalveluyhtiö, joka on erikoistunut yritysten rahoitusjärjestelyihin ja listaamattomien arvopaperien välittämiseen. Privanetin kautta yhtiö voi hankkia oman pääoman ehtoista rahoitusta ilman listautumista. (Privanet 2014a) Listaamattomien yhtiöiden osakkeiden noteeraus avaa yksityissijoittajalle helpon mahdollisuuden sijoittaa näihin yhtiöihin. Yksityissijoittajan näkökulmasta toimeksiannot tapahtuvat pitkälti kuten First North -markkinapaikallakin. Privanetin välityspalvelussa näkee ajantasaiset osakkeiden hintatasot sekä saatavilla olevien osakkeiden määrän. (Privanet 2014b)

Yhtiöiden osakkeiden omistaminen Privanetin tai First North -markkinapaikan kautta poikkeavat kuitenkin selkeästi toisistaan. Lainsäädännön osalta Privanetissä noteeratut yhtiöt rinnastetaan muun muassa verotuksen ja raportoinnin suhteen listaamattomiin yhtiöihin. Privanet voi siten olla omistajille houkuttelevampi markkinapaikka kevyemmän verokohtelun ansiosta. Lisäksi yhtiöt välttävät listautumisen aiheuttaman työn ja kustannukset, jotka olisivat pois yhtiön varoista. First North -markkinapaikka on hyvin erilainen, sillä markkinapaikan sääntelyn ja lainsäädännön myötä se muistuttaa enemmän sääntelyä markkinapaikkaa. Privanet on kuitenkin vaihtoehtoinen paikka, jonka avulla yhtiö voi hakea kasvurahoitusta ja kasvattaa näkyvyyttä ilman sääntelyn lisäystä. Omistajalle markkinapaikka avaa mahdollisuuden hajauttaa omistuksiaan pörssin ulkopuolelle. Yhtiöiden läpinäkyvyys ja likviditeetti ovat heikompia kuin First North – yhtiöiden, mutta ne eivät ole esteenä omistajuudelle ja yhtiön kasvulle.

Tärkein huomio on se, ettei listautuminen First North -markkinapaikalle ole ainoa vaihtoehto oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankintaan ja yhtiön kasvun tavoitteluun. Privanet voi monelle yhtiölle ja myös sijoittajalle tarjota houkuttelevamman vaihtoehdon, sillä listautuminen First North – markkinapaikalle muodostaa yhtiölle ja omistajille myös riskin. Listautumisannin onnistuminen ja muut listautumiselle asetetut tavoitteet eivät välttämättä täyty. First North -markkinapaikalle listautumista voi pitää eräänlaisena investointina, jonka tulisi olla kannattava yhtiölle ja sen myötä myös omistajille.

4. TUTKIMUSMENETELMÄ JA -AINEISTO

Tässä kappaleessa kuvataan tutkielmassa käytetty tutkimusmenetelmä ja -aineisto. Kappaleessa käydään läpi aineiston keräys ja perusteet haastateltavien valintoihin. Lopuksi kerrotaan, miten kerättyä aineistoa käsiteltiin ja analysoitiin.

4.1 Tutkimusmenetelmä

Kvalitatiivisessa tutkimuksessa haastattelu on usein päämenetelmänä. Sen avulla voidaan säädellä aineiston keruuta joustavasti ja muokata kysymyksiä jokaiselle haastateltavalle erikseen. Tutkielmassa käytettiin tutkimusmenetelmänä strukturoitua eli lomakehaastattelua, jossa kaikki haastateltaville lähetetyt kysymykset olivat avoimia. Kysymyksien muokkaus jokaiselle haastateltavalle onnistui helposti, sillä kaikki haastattelut toteutettiin yksilöhaastatteluin. (Hirsjärvi et al. 204-210) Kysymykset olivat etukäteen tarkasti säädellyt ja esitettiin tietyssä järjestyksessä. Menetelmänä haastattelu mahdollisti myös tarkentavien kysymysten lähettämisen sekä haastateltavalle, että haastattelijalle.

4.2 Aineiston keruu

Tutkimuksen tavoite oli haastattelujen avulla kerätä kokemuksia ja havaintoja First North -markkinapaikasta ja pohtia, miten se sopii kasvuyhtiölle rahoituksen lähteeksi. Haastatteluiden avulla saatiin tutkielman empiria-osuutta varten arvokasta tietoa, jonka myötä markkinapaikan arviointi osana yhtiön kasvua ja rahoitusta oli mahdollista. Aineisto koostuu kaikkiaan kolmen eri henkilön haastatteluista.

Aineisto kerättiin sähköpostihaastatteluin. Suostumus haastatteluun kysyttiin tutkimusprosessin alussa valituilta henkilöiltä. Näin varmistettiin, että tutkimuksen empiria-osuutta varten on riittävästi haastattelumateriaalia. Haastateltaville kerrottiin lyhyesti myös tutkielman aihe. Lopulliset kysymyslomakkeet lähetettiin tutkimusprosessin edetessä sähköpostin liitetiedostona ja tarvittaessa kysyttiin lisäkysymyksiä tai tarkennuksia liittyen tutkimuskysymyksiin sekä vastauksiin. Kaikkia kysymyslomakkeita ei lähetetty samaan aikaan, vaan kysely suoritettiin kahden viikon aikana. Haastateltaville asetettiin päivämäärä, johon mennessä vastaukset toivottiin saavan. Lähes kaikki haastateltavat

lähettivät vastauksensa viikon sisällä kysymyslomakkeiden lähettämisestä, joka oli myös toivottu vastausaika.

4.3 Haastateltavien valinta

Haastatteluihin valitut henkilöt ja yhtiöt pyrittiin valitsemaan siten, että vastausten avulla voitaisiin arvioida markkinapaikkaa mahdollisimman hyvin tutkielmassa mainituista näkökulmista. Ensimmäistä näkökulmaa varten haastateltiin markkinapaikan järjestäjän, eli Nasdaq OMX:n edustajaa. Haastateltavaksi valittiin Minna Korpi, joka työskentelee Nasdaq OMX Helsingissä. Markkinapaikan edustajaa haastatteleamalla saatiin tietoa markkinapaikasta yleisellä tasolla, sekä arvioita markkinapaikan järjestäjän näkökulmasta.

Sijoittajan näkökulman avulla pyrittiin arvioimaan First North –markkinapaikan yhtiöitä, sekä kasvuyhtiöitä sijoituskohteena. Näkökulman merkitystä ja valitsemista voi perustella sillä, että sijoittaja omistaa yhtiön osakkeita ja rahoittaa yhtiön kasvun. Markkinapaikalle listautumisella on vaikutusta yhtiön omistajien velvoitteisiin, sekä omistustensa arvoon. Omistajat myös päättävät yhtiön listautumisesta. Siten omistajan ja yhtiön näkökulmat voivat olla samansuuntaisia, etenkin jos omistus on keskittynyttä. Yhtiöitä on sen vuoksi parempi arvioida yksityissijoittajan asemasta, joka ei omista merkittävää osaa yhtiöstä. Sijoituskohteen arviointi tapahtuu näin selvästi pienomistajana, jolla ei ole juurikaan päätösvaltaa yhtiössä. Sijoittajan intressinä voidaan siten pitää ainoastaan sijoituksensa arvon maksimointia. Monien First North –markkinapaikan yhtiöiden omistusrakenne on kapea ja suurella osalla omistajista on todennäköisesti yhtiön omistukseen muukin kuin taloudellinen intressi. Sijoittajana haastateltiin osakestrategi Jukka Oksaharjua. Oksaharju sopii hyvin haastateltavaksi, sillä hänellä on kokemusta sijoittamisesta, sekä tietoa First North –markkinapaikasta.

Yhtiön näkökulma on sijoittajan näkökulman ohella tutkielman kannalta tärkein. Yhtiön näkökulmaa tutkielmassa edustaa Taaleritehdas Oyj:n toimitusjohtaja Juhani Elomaa. Taaleritehdas on jo suorittanut listautumisprosessin ja ollut listautuneena useita kuukausia. Yhtiöllä on siis jo tutkielman kannalta arvokasta kokemusta markkinapaikalla toimimisesta ja ennen kaikkea kokemuksia siitä, miten markkinapaikka on vaikuttanut muun muassa yhtiön rahoitukseen.

4.4 Aineiston käsittely ja analysointi

Haastateltavien vastauksia käsiteltiin mahdollisimman vähän, etteivät tulokset tarkoituksellisesti tai vahingossa muuttuisi ja niiden pohjalta syntyisi virhetulkintoja. Vastauksia on ulkoasultaan muokattu ja eri osia on yhdistelty, jotta ne parhaiten vastaisivat tutkielman tavoitteeseen. Lisäksi joitakin havaintoja ja esimerkkejä on jätetty kokonaan pois, jos niitä ei ole koettu tarpeellisiksi tutkielman kannalta, ne eivät ole liittyneet tutkielman viitekehukseen tai ne on tutkielman lyhyden vuoksi täytynyt rajata pois. Käsittelyssä ei kuitenkaan rajattu pois havaintoja, jotka olivat muiden havaintojen kannalta oleellisia. Vastauksien pituudelle ei asetettu minkäänlaisia toiveita. Lisäksi haastatteluihin osallistuneille tarjottiin mahdollisuus kommentoida haastatteluun perustuvaa osiota ennen työn julkistamista.

5. FIRST NORTH –MARKKINAPAIKALLE LISTAUTUMINEN RAHOITUSLÄHTEENÄ

5.1 Nasdaq OMX First North -Minna Korpi

First North –markkinapaikalle listautuva yhtiö hyötyy lisääntyneestä näkyvyydestä, hallinnon tehokkaasta rakenteesta, pörssistä pääomanhuoltopaikkana ja esimerkiksi mahdollisuudesta käyttää osakkeita maksuvälineinä yritysostoissa. First North –markkinapaikka sopii erittäin hyvin kasvuyhtiön rahoituslähteeksi ja se toimii jatkuvana pääomanhuoltopaikkana listautuneille yhtiöille. Listautumisannin lisäksi kasvava yhtiö voi tehdä myös myöhempiä osakeanteja. Lisäksi listautuneet yhtiöt saavat paremmin ehdoin pankkilainaa.

Paras listautumisajankohta riippuu monesta tekijästä; yhtiön omasta tilanteesta, markkinatilanteesta sekä omistajien tavoitteista ja toiveista. Hyväksytty neuvonantaja auttaa oikean ajankohdan arvioimisessa. Yhtiön hakemus markkinapaikalle on sinänsä hyvin yksinkertainen. Suurin osa prosessiin kuuluvasta ajasta menee yhtiöesitteen tai listalleottoesitteen laatimiseen. Mikäli yhtiön hallinnointi on jo kunnossa ja yhtiöllä on muun muassa riittävät taloudellisen tilanteen seurantarjestelmät, listautumisprosessin voi viedä läpi hyvinkin nopeasti, noin kahdessa – kolmessa kuukaudessa.

Listautumisen tuoma näkyvyys on varmasti yksi tärkeimpiä perusteluja listaukselle. Median on helppo kirjoittaa yhtiöistä, joista on jatkuvasti saatavilla tietoa. Koska listautuneet yhtiöt toimivat läpinäkyvästi, niiden ajatellaan myös olevan luotettavampia. Listallaolo voikin auttaa yhtiöitä saamaan myös uusia asiakkaita tai yhteistyökumppaneita.

Ruotsissa on ollut paljon hyviä menestystarinoita. Yhtiöt ovat kasvaneet First North -markkinapaikalla, josta ne ovat siirtyneet päälistalle. Suomessa vastaavanlaisia menestystarinoita on vasta hyvin vähän. Nasdaq OMX:n Listautumisilla kasvu-uralle -raportin mukaan keskeinen erottava tekijä Suomen ja Ruotsin markkinapaikan välillä on verotus. Lisäksi Suomessa on hyvin vähän pieniä ja keskisuuria institutionaalisia sijoittajia. Voi myös olla, että suomalaiset yhtiöt ovat kasvuhaltuutampia kuin ruotsalaiset. First North –markkinapaikan houkuttelevuutta tulisi lisätä. Nasdaq Helsingillä onkin käynnissä Listautumismarkkinan kehittämishanke, jossa kaikki markkinaosapuolet pohtivat asiaa. Listautumisilla kasvu-uralle -raporttiin viitaten listayhtiöihin liittyvissä mielikuvissa ja

listautumisbrändissä olisi paljon parantamista. Suomeen tarvitaan enemmän menestyneitä listautujia, joiden positiivinen esimerkki toimii markkinoilla hyvänä esikuvana.

5.2 Kasvuyhtiö sijoituskohteena -Jukka Oksaharju

Yhtiöiden jako kasvu- ja arvoyhtiöihin on hieman keinotekoinen, koska käytännössä kasvuelementti on hyvin tärkeä myös arvosijoittajalle. Tästä lähtökohdasta kaikki sijoittajat ovat tavallaan kasvusijoittajia. Tyypillinen First North -kasvusijoittaja etsii yhtiöitä, joiden liiketoiminta sekä tulostaso kasvavat nopeasti nyt ja konsensusodotuksen mukaan myös tulevaisuudessa. Erityisesti lähitulevaisuuden ripeä kasvunäkymä houkuttelee sijoittajia laadukkaisiin First North -yhtiöihin. Osalla sijoittajista on kuitenkin taipumus mieltää nopean liiketaloudellisen kasvunäkymän omaavat yhtiöt myös nopean osakekohtaisen nousupotentiaalin yhtiöiksi. Keskimääräisen yksityishenkilön laskentataito ei välttämättä riitä analysoimaan kattavasti sitä, millaista kasvua yhtiötä ja sen tulevaisuutta kohtaan on jo hinnoiteltu, tuottovaatimus huomioiden.

Osakkeen arvo vastaa yhtiön jäljellä olevana elinaikanaan ansaitsemia voitonjakokelpoisia osakekohtaisia nettokassavirtoja, diskontattuna riittävällä korkokannalla. Kasvuyhtiöiltä tulee siten odottaa sekä osinkoja että arvonnousua. Osakekohtaisen osingonjaon kehityksen tulee olla mielellään nouseva, jolloin sijoittaja saa vuosittain omaan hankintahintaansa nähden kasvavan osinkovirran. Yhtiön arvonnousu on kytköksissä osakekohtaisen voitonjaon kehitykseen. Sijoittajamalla kasvuyhtiöihin, jotka kasvattavat trendinomaisesti osakekohtaista voitonjakoaan, on sijoittajan perusteltua olettaa myös arvonnousun seuraavan perässä voitonjaon kehityskaarta. Taustalla on ajatus, että mitä enemmän yhtiö kykenee jakamaan voittoja omistajilleen, sitä arvokkaampi sen osakkeen kuuluu olla. Arvonnousu seuraa siis osingonjaon kehitystä, ei toisin päin.

Osingonmaksulla ei ole itseisarvoista merkitystä kasvuyhtiösijoittajalle, koska sijoittaja voi halutessaan luoda haluamansa osingonjaon itse myymällä osakkeitaan. ”Itse tehdyt” osingot laskevat omistusta myytyjen osakkeiden verran, jolloin kyseisen omistuksen markkina-arvo alenee. ”Itse tehdyt” osingot ja jäljelle jääneiden osakkeiden markkina-arvo tekevät yhteensä edelleen saman verran kuin omistus ennen osakkeiden myyntiä. Sijoittaja voi siis tätä logiikkaa soveltaen mahdollisen yhtiön maksaman osingon lisäksi myydä osakkeita saadakseen suuremmat ”osingot”. Osingonjakoa tärkeämpää on

kuitenkin ymmärtää, miten osingonmaksupotentiaali kehittyy.

Käytännön osingonjakopäätöksillä voi kuitenkin olla markkinapsykologian vuoksi vaikutusta kasvuyhtiön hinnoitteluun, koska osinko on ainoa sijoittajalle käteiseksi tuloutuva rahavirta ennen osakkeiden myyntihetkeä. Siksi yhtiön on lähtökohtaisesti kannattavaa jakaa osa tuloksestaan osinkoina vuosittain. Kasvuyhtiön osalta osingonjakosuhte nettotuloksesta saisi mielellään jäädä alle viiteenkymmeneen prosenttiin, jotta yhtiölle jäisi riittävästi tulo-rahoitusta kasvuhankkeisiin ja sen myötä osingonjaon tulevaan kasvuun. Olennaisinta on ymmärtää, että osinkoraha on pois yhtiön kassasta.

Kasvuosakkeille on tyypillistä, että niiden markkinahinnat moninkertaistuvat nousukaudella. Nousukauden aikana kasvuosakkeita omistavan sijoittajan salkku voi erinomaisesti: osake kohoaa sekä yhtiön liiketoiminnan tuloskasvun että osakkeen arvostustason nousun vauhdittamana. Teorian mukaan kasvuosakkeet ovat usein arvo-osakkeita riskisempiä, sillä niiden volatilitteetti ja beta ovat keskimääräistä korkeammat.

Listautumista koskeva päivittäinen uutisointi, yhtiön tunnettuuden kasvaminen ja ylipäättään mahdollisuus ostaa uuden sijoituskohteen osakkeita lisäävät kiinnostusta osassa sijoittajia markkinapsykologian kautta. Teorian mukaan osakkeen arvo seuraa kuitenkin pitkällä aikavälillä yhtiön osakekohtaisen osingonjakopotentialin kehitystä, eikä sillä ole mitään tekemistä listautumisen tuoman näkyvyyden kanssa. Listautumisen tuoma näkyvyys voi siten muodostaa First North -sijoittajalle riskin siitä, että osakkeen hetkellinen markkinahinta kohoaa markkinoinnin myötä yhtiön todellista ansaintapotentialia korkeammaksi, mikä aiheuttaa sijoittajan yksilöllisen tuotto-odotuksen laskun. Kasvuyhtiöiden kohdalla riski moninkertaiseen tasearvoperusteiseen hinnoitteluun on koholla.

First North – yhtiöstä tulee käytännössä houkuttelevampi sijoituskohte listautumisen jälkeen, sillä se tarjoaa yksityishenkilölle todellisen sijoitusmahdollisuuden ja osakkeen kohtuullisen likviditeetin. Liiallista innostumista tulisi kuitenkin välttää, koska pitkällä aikavälillä sijoittajan tuotto muodostuu liiketoiminnan kehityskaaresta, eikä markkinapaikan houkuttelevuuden kehityksestä. Markkinapaikan houkuttelevuudella voi olla yhtiön todelliseen liiketoimintaan välillisesti pieni positiivinen vaikutus, jos First North -

listautumisen myötä yhtiön keskimääräiset rahoituskustannukset laskevat. Sijoittajat voivat laskea riskipreemioitaan esimerkiksi osakkeen kasvavan likviditeetin vuoksi.

Likviditeetti on yleensä kasvuyhtiösijoittajalle tärkeämpi tekijä kuin arvosijoittajalle, joka lähtökohtaisesti ostaa pitääkseen ja nauttii vuotuista osinkovirtaa. Tämä lähtökohta puoltaa osakkeen riittävän likviditeetin vaatimusta, jotta käytännön osto- ja myyntitoiminta on sijoittajalle mahdollista. Myyntivoittoiin pohjautuvassa strategiassa tuotto tulee kärjistään muilta sijoittajilta, jotka innostuvat yhtiöstä aiempia sijoittajia enemmän.

Markkinatakauksella on merkitystä yksityissijoittajalle, koska muutaman tuhannen euron taatut osto- ja myyntilaidat ovat keskimääräiselle kotitalouksien sijoittamalle osakekohtaiselle sijoitussummalle sopivan kokoisia. Kaikki sijoittajat eivät pidä markkinatakausta tarpeellisena, tai edes hyvänä asiana, sillä markkinatakaussopimus maksaa yhtiölle itselleen tuhansia euroja kuukaudessa, mikä on pois osakkeenomistajan tuotto-odotuksesta. Erityisesti yhtiön pitkäjänteiset omistajat saavat käytännössä nollahyödyn markkinatakauksesta. Ainoastaan tilanteessa, jossa sijoittajat arvostaisivat markkinatakausta siinä määrin, että he olisivat kollektiivisesti valmiita laskemaan tuottovaatimustaan likviditeetin turvaamisen johdosta, takauksesta olisi hyötyä kaikille

Nykyiset First North Helsingin -yhtiöt jakautuvat rajusti kahtia. Siili Solutions, Taaleritehdas ja Verkkokauppa.com ovat kasvavaa ja kannattavaa liiketoimintaa harjoittavia yhtiöitä, joiden kohdalla sijoituksen riskiä laskee, että ansaintamalli on jo käytännössä osoittanut toimivuutensa. Sen sijaan muutaman muun yhtiön kohdalla riskiprofiili on kaukana konservatiivisesta, sillä rahojen riittäminen on pitkälti annin onnistumisesta kiinni. Nämä ovat selvästi korkean riskiprofiilin omaavia, start-up tyyppisiä yhtiöitä.

Tärkeintä kasvuyhtiöön sijoitettaessa on huomioida, miten kasvunäkymä on jo hinnoiteltu osakkeen sijoitushetken markkina-arvoon. Olennaisinta siis on, millä kertoimella sijoittaja ostaa markkinoilta yhtiön omaa pääomaa suhteessa sen kirjanpidolliseen arvoon. Mitä alhaisempi kerroin, sitä parempi on tilanne yksittäisen sijoittajan näkökulmasta. Ratkaisevaa on ymmärtää ettei hyvä yhtiö ole aina tae hyvästä sijoituksesta. Arvostustaso ratkaisee: yhtiön vahvaan kasvu ei tuota sijoittajalle riittävää tuottoa, jos ostohetkellä sijoituskohteen hinnoittelu sisältää vielä korkeamman kasvuodotuksen.

5.3 First North –markkinapaikan yhtiö -Taaleritehdas, Juhani Elomaa

Taaleritehdas tavoitteli listautumisella rahoituksen lisäksi tunnettuutta ja lähempää suhdetta asiakkaisiin. Yhtiö keräsi uutta riskipääomaa kasvunsa vauhdittamiseksi. Yhtiölle listautumisprosessi oli työläs, muttei ylitsepääsemätön. Yhtiö oli lisäksi varautunut suorittamaan prosessin nopeasti. Listautumisella on ollut merkitystä muihin rahoitusvaihtoehtoihin. Se on helpottanut usean eri rahoitusmuodon käyttöä, myös suoran rahoituksen, kuten pankkilainan saantia. Yhtenä vaikuttavana tekijänä on markkinapaikan yhtiöiden läpinäkyvyys. Julkinen, markkinapaikalle listautunut yritys on seurannan kannalta helpompi kohde arvioida. Rahoittajilla on paremmat mahdollisuudet arvioida yhtiön toimintaa, kun tietoa on enemmän saatavilla. Paremman arvioitavuuden lisäksi myös näkyvyydellä on ollut positiivisia vaikutusta rahoitukseen. Listautumisen tuomalla näkyvyydellä on siis myös ollut merkitystä eri rahoitusvaihtoehtoihin.

Listautuminen on nopeuttanut yhtiön kasvua ja nostanut yhtiön markkina-arvoa. Tämänhetkinen markkina-arvo on melko korkea. Noin 120 miljoonan euron markkina-arvo asettaa myös odotuksia yhtiölle. Samoin kuin rahoituksen osalta, myös markkina-arvoon näkyvyys on vaikuttanut. Listautumisen tuoma näkyvyys on selkeästi nostanut markkina-arvoa. Osakkeen likviditeetti on tosin tällä hetkellä heikohkoa, muttei kuitenkaan olematonta. Rahoitukseen markkina-arvolla voi olla välillinen vaikutus. Korkea markkina-arvo kertoo, että markkinat luottavat Taaleritehtaan kasvuun. Markkinoiden luottamus voi heijastua myös rahoittajien luottamukseen ja päätöksiin, jonka kautta sillä on vaikutusta yhtiön rahoitukseen.

Yhtiön kasvua on nopeuttanut nimenomaan rahoitusaseman parantuminen. Listautumisannissa kerätyt varat on voitu käyttää suoraan kasvuinvestointeihin. Annissa kerättyjen varojen lisäksi yhtiö on samanaikaisesti hankkinut velkarahoitusta suoraan markkinoilta. Markkinapaikan kevyempi sääntely sopii Taaleritehtaalle. Esimerkiksi puolivuositainen tulosjulkistus on kvartaalijulkistusta sopivampi yhtiölle, ainakin toistaiseksi. Vaihtoehtoa First North –markkinapaikalle on vaikea löytää. Taaleritehtaalle toinen vaihtoehto olisi ollut pörssin päälistalle listautuminen. Tällöin listautuminen olisi kuitenkin suoritettu myöhemmin. Yhtiön tavoitteena on listautua myöhemmin myös päälistalle.

6. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Aiemmat tutkimukset ovat pääasiassa keskittyneet säännellylle markkinapaikalle listautumiseen. Tässä tutkimuksessa käsiteltiin kevyemmin säänneltyä First North – markkinapaikkaa, joka on tarkoitettu pk- ja kasvuyrityksille. First Northin kaltaiset markkinapaikat ovat säänneltyihin markkinapaikkoihin verrattuna melko uusia ja nykyisin EU-direktiivi erottaa nämä markkinapaikat toisistaan. Tutkimustulokset ulkomailla toimivista monenkeskisistä markkinapaikoista eivät täysin sovellu Helsingin markkinapaikan analysointiin, sillä kansalliset lait tekevät näistä hyvin erilaisia. Esimerkiksi Tukholman ja Helsingin markkinapaikkojen suosioden eroja selitetään usein osinkoverotuksella, joka kiristyy, kun yhtiö listautuu Suomessa.

Tutkielman tavoite oli tutkimuskysymysten avulla pohtia miten First North -markkinapaikka sopii kasvuyrityksille. Tutkielmassa keskityttiin kasvuyritysten piirteisiin sekä markkinapaikan listautumisprosessiin. Listautumista käsiteltiin yhtiön rahoitustoimena, jonka avulla yhtiö voi vauhdittaa kasvua. Lisäksi arvioitiin listautuneen yhtiön velvoitteita ja pohdittiin, minkälainen merkitys verotuksella, näkyvyydellä ja likviditeetillä on markkinapaikalle listautumisessa yhtiölle ja omistajalle.

Haastattelutulokset ovat osin yhteneväisiä aiempien tutkimustulosten kanssa, joissa on käsitelty säännellylle markkinapaikalle listautumista. Näissä tutkimuksissa on todettu muun muassa näkyvyyden ja tunnettuuden lisäämisen olleen keskeinen tavoite ja motiivi listautumiselle. Listautumisen jälkeen yhtiöiden rahoitusasemat ovat parantuneet ja ne ovat saaneet listaamattomia yhtiöitä helpommin rahoitusta. First North –markkinapaikalle listautuminen koetaan yhtiön kasvua vauhdittavaksi tekijäksi ja se avaa myös yksityissijoittajalle paremman mahdollisuuden myydä ja ostaa osakkeita. Tutkielman tuloksiin tulee kuitenkin suhtautua kriittisesti, sillä markkinapaikan toimivuudesta Suomessa on vaikea tehdä johtopäätöksiä. Lisäksi aiemmat tutkimukset liittyvät säänneltyihin markkinapaikkoihin, jotka eroavat monenkeskisistä markkinapaikoista. Kasvuyrityksiä on myös tutkittu vähän ja etenkin Suomalaisten kasvuyritysten vähäinen määrä hankaloittaa luotettavan tiedon keräämistä. Työn lyhyden vuoksi tutkielma edustaa muutamien tahojen havaintoja ja kokemuksia eikä tuloksia voi yleistää laajalti.

Taaleritehdas on hyötynyt markkinapaikalle listautumisesta, sillä se on helpottanut pääoman, myös vieraan pääoman, saantia. Useamman rahoituskierroksen suorittaminen on kasvuyhtiölle tärkeää ja listautuminen helpottaakin uuden pääoman keräämistä jatkossa. Listautumalla yhtiöt voivat laajentaa rahoituskanaviansa ja päästä globaaleille rahoitusmarkkinoille (Korkeamäki ja Koskinen 2009). Taaleritehtaan kasvua on nopeuttanut nimenomaan rahoitusaseman parantuminen. Listautumalla yhtiö on kerännyt varoja, jotka on voitu käyttää suoraan kasvuinvestointeihin. Ilman markkinapaikalle listautumista kasvu olisi todennäköisesti ollut hitaampaa ja kasvutavoitteiden saavuttaminen hankalampaa. Pääoman huono saatavuus on useissa tutkimuksissa havaittu merkittäväksi kasvua rajoittavaksi tekijäksi (Rahaman 2010, Berger & Udell 1998). Säännelty markkinapaikkakaan ei ole todellinen vaihtoehto monelle pienemmälle kasvuyhtiölle suuren sääntelyn vuoksi. First North –markkinapaikalle listautuminen on mahdollista suorittaa huomattavasti päälistalle listautumista aikaisemmin ja nopeammin. Taaleritehtaalle listautuminen on ainakin toistaiseksi osoittautunut hyväksi ratkaisuksi.

Listautuminen, raportointivelvollisuus ja myös näkyvyys on nostanut Taaleritehtaan markkina-arvoa ja helpottanut rahoituksen saantia, sillä sijoittajien on helpompi arvioida listautunutta yhtiötä. Listautuminen avaakin yksityissijoittajalle todellisen sijoitusmahdollisuuden. Näkyvyyden merkitys sijoittajan kannalta on kuitenkin pienempi. Käytännössä näkyvyys ja ylipäänsä listautuminen parantaa likviditeettiä ja alentaa pääomakustannuksia, jotka hyödyttävät sijoittajaa. Kohonnut likviditeetti alentaa preemiota ja sijoittajan on helpompi realisoida osuutensa. Suurempi markkina-arvo asettaa yhtiölle paineita onnistumisesta ja sijoittajalle muodostuu riski ylihinnan maksamisesta. Näkyvyyden myötä kohonnut markkina-arvo ei välttämättä perustu yhtiön todelliseen menestymiseen, vaan osakkeen arvostustason nousuun. Osakkeeseen kohdistuvat kasvuodotukset arvostustasossa voivat muodostaa sijoittajalle tuotto-odotuksen laskun, mikäli osake on hinnoiteltu todellista ansaintapotentialia korkeammaksi. Markkinapaikan yhtiöiden tulevaisuutta ja nykyisiä arvostustasoja suhteessa kasvuodotuksiin on vaikea ennustaa. Yksityissijoittajalle tästä muodostuu riski.

First North sopii paremmin yhtiölle, jolla on aikomus listautua säännellylle markkinapaikalle tulevaisuudessa. Tällöin First North –markkinapaikka toimii kasvun vauhdittajana ja nopeuttaa myös päälistalle listautumista Yksityissijoittajalle yhtiön listautuminen ei ole tae hyvästä sijoituskohteesta. Sijoittaja voisi saada edullisemmin hyvän sijoituksen

listaamattomasta yhtiöstä, johon ei kohdistu samanlaista riskiä ylihinnan maksamisesta. Myös osinkoverotus kannustaa tähän. Osinkoverotuksen kiristymistä on useissa raporteissa pidetty listautumista rajoittavana tekijänä (Valtiovarainministeriö 2012 & Pörssisäätiö 2012). Yrityksen maksamat osingot ovat omistajille tärkeitä ja ainoita tulonlähteitä yhtiöstä ennen osakkeiden myyntiä. Kasvuyritysten kohdalla voisi kuvitella omistajien odottavan enemmän arvonnousua. Maksetut osingot ovat pois yhtiön varoista ja varsinkin kasvuyritysten kohdalla tavoitteena voisi kuvitella olevan tulorahoituksen käyttäminen pitkälti kasvuinvestointeihin. First North –yhtiöiden osinkoverotuksen rinnastaminen listaamattomien yhtiöiden verotukseen houkuttelisi todennäköisesti kuitenkin uusia, kapean omistusrakenteen yrityksiä listautumaan. Suuromistajilla, jotka päättävät listautumisesta, ei tällä hetkellä ole kannustinta yhtiön listaamiseen. Etenkin jos rahoitusta on ilman listautumistakin saatavilla tarpeeksi, ei riittävää perustetta listautumiselle välttämättä ole.

Nykyisin myös yksityissijoittajan on mahdollista ostaa listaamattomien yhtiöiden osakkeita helpommin, esimerkiksi Privanetin kautta. Yhtiöiden osakkeiden houkuttelevuuden ratkaisee ensisijaisesti liiketoiminnan laatu ja se millaisella arvostustasolla osakkeita ostaa. Markkinapaikka tarjoaa kuitenkin likviditeettiä, jolloin kasvusijoittaja pääsee helpommin omistuksistaan eroon. Tätä kautta markkinapaikan osakkeet voidaan nähdä houkuttelevimmiksi. Kasvuyritysten kohdalla osingon suuruus on useimmiten arvoyhtiön vastaavaa pienempi, joten sijoittajalle realisoituva tuotto perustuu enemmän osakkeen arvonnousuun.

Kapean omistusrakenteen yhtiöille listautuminen ei välttämättä ole kovin houkutteleva vaihtoehto, muun muassa lisääntyneiden velvoitteiden ja kiristyvän verotuksen vuoksi, ellei pääomaa tarvita yli luottorajojen (Vanacker & Manigart 2008). Osalle yhtiöistä listautuminen voi taas olla liiketoiminnan jatkuvuuden turvaamiseksi välttämätöntä. Listautumisen tarkoitus on tällöin kuitenkin riskirahoituksen kerääminen, eikä välttämättä yhtiön kasvun rahoittaminen. Oksaharjun (2014) mukaan näillä yrityksillä on korkea riskiprofiili, jossa liiketoiminnan jatkuvuus on pitkälti annin onnistumisesta kiinni.

Tähänastiset listautumiset ovat onnistuneet hyvin ja yhtiöt ovat onnistuneet pääomien keräämisessä listautumisannin yhteydessä. Kasvuyritykset tarvitsevat usein lisärahoitusta myös jatkossa ja listautuminen palvelee tätä tarvetta hyvin. Raportointivelvollisuus on jo

pelkästään IFRS-tilinpäätöshuojennuksen vuoksi säänneltyä markkinapaikkaa huomattavasti kevyempi. Sijoittajalle First North -yhtiön toiminta ei ole yhtä läpinäkyvää kuin päälistan yhtiön, mutta listaamattomaan yhtiöön verrattuna ero on selkeä.

First North –markkinapaikasta riittää pohdittavaa myös jatkotutkimuksille. Tässä tutkielmassa perehdyttiin lyhyesti markkinapaikkaan muutamasta näkökulmasta ja haastateltavia oli vain kolme. Markkinapaikan toimivuudesta on vaikea tehdä selviä johtopäätöksiä, sillä markkinapaikka on melko uusi ja Helsingin listalla yrityksiä on vähän. Tutkielmaa voisi jatkaa myöhemmin pohtimalla miten markkinapaikka on lopulta auttanut listautuneita yhtiöitä kasvussa. Helsingin markkinapaikalle listautuu jatkuvasti uusia yrityksiä, mutta Tukholman markkinapaikkaan ero on yhä merkittävä. Eroa on vaikea selittää ainoastaan verotuksellisilla tekijöillä, jotka usein esitetään syyksi markkinapaikkojen suosioeroon. Myöhemmissä tutkimuksissa voisi etsiä syitä markkinapaikkojen eroihin. Mielenkiintoista olisi pohtia myös listautumisen syitä. Onko listautumisen syy ollut liiketoiminnan jatkuvuuden turvaamista riskirahoitusta keräämällä, omistajan irtautuminen vai todella kasvun tavoittelu?

LÄHDELUETTELO

Beck, T. & Demirguc-Kunt, A. (2005) Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance* 30, 2931-2943.

Berger, A. N. & Udell, G. F. (2006) A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of Banking & Finance* 30, 2945-2966.

Berger, A. N. & Udell, G. F. (1998) The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance* 22, 613-673.

Brau, J. & Fawcett, S. (2006) Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *Journal of Finance* 61, 1, 399-436

Brau, J., Francis, B. & Kohers, N. (2003) The choice of IPO versus takeover: Empirical Evidence. *Journal of Business* 76, 583-612.

Brealey, R. A., Myers, S. C. & Marcus, A. J. (2009) *Fundamentals of Corporate Finance*. New York, NY, McGraw-Hill Irwin.

Burrowes, A., Feldmann, H., Feldmann, M. & MacDonald, J. (2004) "An examination of underperformance and liquidity of initial public offerings by high growth stocks on the German Neuer Markt. *Managerial Finance*, 30, 1, 92- 117.

Demers, E. & Lewellen, K. (2006) The Marketing Role of IPOs: Evidence from Web Traffic*. *BFuP*, 58, 5, 468-480

Demers, E. & Lewellen, K. (2001) The Marketing Role of IPOs: Evidence from Internet Stocks. The Bradley Policy Research Center Financial Research and Policy Working Paper No. FR 01-15. University of Rochester.

Deschryvere, M. (2008) High growth firms and job creation in Finland, ETLA discussion paper 1144.

Directive 2004/39/EC Rahoitusmarkkinat –direktiivi (MiFiD –directive).

Draho, J. (2004) The IPO Decision: Why and how Companies Go Public. Iso-Britannia, Edward Elgar Publishing Limited.

Elo, H. (2011) Löydä helmet, vältä kuplat! Tie tuottavaan osakesijoittamiseen. Omakustanne, Tuusula.

ESMA 2014 [verkkodokumentti]. [Viitattu 28.10.2014] Saatavilla http://mifidatabase.esma.europa.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=22&language=0&pageName=MTF_Display&subsection_id=0

Eurostat –OECD. (2014) Manual on Business Demography Statistics (High Growth Enterprises [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.11.2014] Saatavilla <http://www.oecd.org/industry/business-stats/39974588.pdf>

Fearnly, S. & Hines, T. (2007) How IFRS has destabilised financial reporting for UK non-listed entities. Journal of Financial Regulation and Compliance 15, 4, 394-408.

Finanssivalvonta. (2014) Tiedonantovelvollisuus [verkkodokumentti]. [Viitattu 7.11.2014] Saatavilla www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Tiedonantovelvollisuus/Pages/Default.aspx#.VFy124c4My4

Hall, B. & Oriani, R. (2006) Does the market value R&D investment by European Firms? Evidence from a panel of manufacturing firms in France, Germany, and Italy. International Journal of Industrial Organization 24, 5, 971-993.

Hoxha, D. & Capelleras. J-L. (2010) Fast-growing firms in a transitional and extreme environment: are they different? Journal of Small Business and Enterprise Development. 17, 3, 350- 370.

Heiskanen, R. (2014) Vaihtoehtoisesta pörssistä vetoapua kasvuyrityksille. Helsingin Sanomat 8.8.2014.

Herantis Pharma. (2014) Herantis Pharman listautumisannin lopullinen tulos [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.11.2014] Saatavilla <http://herantis.com/release/herantis-pharman-listautumisannin-lopullinen-tulos-4/>

Korkeamäki, T. & Koskinen, Y. (2009) Hyvät pahat pörssiyritykset? Hanken School of Economics Research Reports 67, 1-46.

L 1237. 2013. Laki tuloverolain muuttamisesta 30.12.2013/1237

L 748. 2012. Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 14.12.2012/748

L 746. 2012. Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746

L 931. 1996. Varainsiirtoverolaki 29.11.1996/931

L 1535. 1992. Tuloverolaki 30.12.1992/1535

Leskinen, J. (2013) Taaleritehdas listautuu pörssiin [verkkodokumentti]. [Viitattu 28.10.2014] Saatavilla <http://www.kauppa-lehti.fi/etusivu/taaleritehdas+listautuu+porssiin/201303381343>

Nasdaq OMX (2014a) Tietoa First Northista. [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.10.2014] Saatavilla <http://www.nasdaqomxnordic.com/tietoaporssista/firstnorth>

Nasdaq OMX (2014b) [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.10.2014] Saatavilla http://www.nasdaqomxnordic.com/indeksit/index_info?Instrument=SE0001718701

Nasdaq OMX (2014c) [verkkodokumentti]. [Viitattu 28.10.2014] Saatavilla <http://www.nasdaqomxnordic.com/uutiset/tilastoihin>

Nasdaq OMX. (2014d) Listautumisilla kasvu-uralle. Toimiva listautumismarkkina avain Suomen kasvuun ja pääomamarkkinoiden kilpailukykyyn. Helsinki, Nasdaq OMX.

Nasdaq OMX. (2014e) Paikallinen pörssi – Kansainvälinen näkyvyys listayhtiöille. Helsinki, Nasdaq OMX.

Nasdaq OMX. (2013a) Ohje markkinataukuksesta. Helsinki, Nasdaq OMX.

Nasdaq OMX. (2013b) First North Nordic –säännöt. Helsinki, Nasdaq OMX.

Nexstim. (2014) Nexstim Oyj:n listautumisannin lopullinen tulos [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.11.2014] Saatavilla <http://www.nexstim.com/investor-relations/investor-news/nexstim-oyj-n-listautumisannin-lopullinen-tulos/>

Nordic innovation report 2012:25 // December 2012. The Nordic Growth Entrepreneurship Review 2012 Final Report

Pagano, M., Panetta, F. & Zingales, L. (1998) Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. The Journal of Finance 13, 1, 27-64.

Perttuli, K. (2012) Monenkeskinen kauppapaikka vaihtoehtona pörssilistalle – Empiirinen analyysi yritysten motiiveista hakeutua First Northiin. pro gradu –tutkielma, Johtamiskorkeakoulu, Tampereen yliopisto.

Pörssisäätiö. (2012) Listautujan käsikirja. Helsinki, Pörssisäätiö.

Rahaman, M. (2010) Access to financing and firm growth. Journal of Banking & Finance 35, 709-723.

Ritter, R. J. & Welch, I. (2002) A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. The Journal of Finance 12, 4, 1795-1828.

SAV –Rahoitus. (2008) Suunnatun osakeannin merkinnät [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.11.2014] Saatavilla https://www.sav-rahoitus.fi/userData/sav-rahoitus/documents/tiedote27_10_08.pdf

Siili Solutions. (2012) Listautumisanti [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.11.2014] Saatavilla <http://www.siili.fi/fi/listautumisanti>

Taaleritehdas. (2014a) Konsernitilinpäätös 2013. Helsinki, Taaleritehdas Oyj.

Taaleritehdas. (2014b) Puolivuotiskatsaus 1.1–30.6.2014. Helsinki, Taaleritehdas Oyj

Taaleritehdas. (2013a) Yhtiötiedote 10.4.2013 [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.10.2014]

Saatavilla www.taaleritehdas.fi/fi/news/allokaatio-porssihakemus.html

Taaleritehdas. (2013b) Esite. Helsinki, Taaleritehdas Oyj.

Taaleritehdas. (2013c) Tilinpäätös ja toimintakertomus 2012. Helsinki, Taaleritehdas Oyj.

Taaleritehdas. (2012) Tilinpäätös ja toimintakertomus 2011. Helsinki, Taaleritehdas Oyj

Työ ja elinkeinoministeriö. (2013) Yrityskatsaus 2013. Saatavilla http://www.tem.fi/ajankohtaista/tiedotteet/tiedotearkisto/vuosi_2013/yrityskatsaus_2013_ka_svuyritysten_maara_kasvussa.111972.news

Uddin, Md. H. (2009) Reexamination of stock liquidity risk with a relative measure. *Studies in Economics and Finance* 26, 1, 24-35.

United Bankers. (2014a) United Bankers Oyj:n listautumisannin lopullinen tulos: anti ylimerkattiin selvästi [verkkodokumentti]. [Viitattu 13.11.2014] Saatavilla <http://unitedbankers.fi/tiedotteet/united-bankers-oyjn-listautumisannin-lopullinen-tulos-anti-ylimerkattiin-selvasti/>

Valtiovarainministeriön kansallista pääomamarkkinastrategiaa pohtiva työryhmä. Pääomamarkkinat ja kasvu. 10/2012. Helsinki: Valtiovarainministeriö

Vanacker, T. & Manigart, S. (2008) Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing. *Small Business Economics* 2010, 35, 53-69.

Verkkokauppa.com. (2014) Verkkokauppa.com Oyj:n listautumisanti ja osakemyynti toteutui menestyksekkäästi -lopulliseksi merkintähinnaksi 23,00 euroa osaketta kohden [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.11.2014] Saatavilla <http://www.verkkokauppa.com/fi/investors/tiedote/1774168>

Vigo. (2014) Cleantech Invest keräsi osakeannillaan 4,0 miljoonaa euroa. Yhtiö listautuu First North –markkinapaikalle [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.11.2014] Saatavilla <http://www.vigo.fi/uutinen/-/view/5807>

Zeeland. (2012) Vuosikertomus 2011. Helsinki, Zeeland Oyj.

HAASTATTELUT

Elomaa, J. (2014) Toimitusjohtaja, Taaleritehdas Oyj. Sähköpostihaastattelu 10.11.2014.

Korpi, M. (2014) Corporate Client Group, Nasdaq OMX, Helsinki. Sähköpostihaastattelu 1.12.2014.

Oksaharju, J. (2014) Osakestrategi. Sähköpostihaastattelu 13.11.2014.

LIITTEET

Liite 1. Listautumisannit First North Helsinki –markkinapaikalle

Yhtiö	Listautumisannin koko	Listautumisvuosi	Lähteet
Verkkokauppa.com	18,86 milj. euroa	2014	Verkkokauppa.com (2014)
Nexstim	15,3 milj. euroa	2014	Nexstim (2014)
Taaleritehdas	15 milj. euroa	2013	Taaleritehdas (2014a)
Herantis Pharma	14,3 milj. euroa	2014	Herantis Pharma (2014)
United Bankers	9,8 milj. euroa	2014	United Bankers (2014a)
Zeeland	4,07 milj. euroa	2011	Zeeland (2012)
Cleantech Invest	4,0 milj. euroa	2014	Vigo (2014)
SAV-Rahoitus	2,0 milj. euroa	2008	SAV-Rahoitus (2008)
Siili Solutions	1,5 milj. euroa	2012	Siili Solutions (2012)

Liite 2. Kysymyslomake

- 1) *Mitä First North –markkinapaikalle listautuva yhtiö ensisijaisesti tavoittelee?*
- 2) *Milloin kasvuyhtiölle on otollisin hetki listautua?*
- 3) *Kommentoikaa lyhyesti listautumisen tuomaa työtä ja kustannuksia yhtiölle?*
- 4) *Miten First North –markkinapaikka sopii kasvuyhtiön rahoituslähteeksi?*
- 5) *Kuinka suureksi arvioit listautumisen tuoman näkyvyyden yhtiön listautumispäätöksessä?*
- 6) *Mitä mieltä olette First North – markkinapaikan sääntelystä, niin yhtiön kuin omistajan näkökulmasta?*
- 7) *Miksi Helsingin ja Tukholman First North –markkinapaikkojen suosiossa on suuri ero?*
- 8) *Pitäisikö First North –markkinapaikan houkuttelevuutta lisätä? (lainsäädännön, verotuksen, pörssin jne. taholta)*

Liite 3. Kysymyslomake

- 1) *Mikä on tyypillistä kasvuyhtiöön sijoittavalle? Millainen on tyypillinen First North - kasvuyhtiösijoittajan profiili?*
- 2) *Odotatteko kannattavalta kasvuyritykseltä osinkoa vai arvonnousua? Kuinka suuri painoarvo kasvuyhtiön osingonmaksulla on sijoituspäätöksessä?*
- 3) *Vaikuttaako yhtiön listautumisen tuoma näkyvyys sijoituspäätöksiin?*
- 4) *Tuleeko yhtiöstä houkuttelevampi sijoituskohde sen listautuessa First North - markkinapaikalle, vaikka yhtiön liiketoiminta pysyisi muuten samana?*
- 5) *Kuinka suuri merkitys kasvuyhtiön osakkeen likviditeetillä on sijoituspäätöstä tehdessä?*
- 6) *Mikä vaikutus markkinatakauksella on sijoituspäätöksen kannalta? Onko markkinatakausta käyttävä kasvuyhtiö houkuttelevampi sijoituskohde, kuin yhtiö ilman markkinatakausta?*
- 7) *Kuinka houkuttelevia sijoituskohteita First North –markkinapaikalla tällä hetkellä on?*
- 8) *Mikä on ratkaisevin ja tärkein tekijä kasvuyhtiöön sijoitettaessa?*

Liite 4. Kysymyslomake

- 1) *Mitä tavoittelitte listautumisella?*
- 2) *Kommentoikaa lyhyesti listautumisen tuomaa työtä ja kustannuksia. Oliko esimerkiksi listautumisprosessi työläämpi tai sujuvampi kuin odotitte?*
- 3) *Miten listautuminen on mielestänne vaikuttanut muihin rahoitusvaihtoehtoihin? Onko listautuminen helpottanut esimerkiksi pankkilainan saamista?*
- 4) *Onko listautumisen tuoma näkyvyys vaikuttanut rahoitukseenne?*
- 5) *Uskotteko listautumisen tuoman näkyvyyden nostaneen Taaleritehtaan markkina-arvoa?*
- 6) *Miten osakkeen likviditeetti ja markkinahinta on vaikuttanut rahoitukseenne?*
- 7) *Onko First North – markkinapaikalle listautuminen nopeuttanut yhtiönne kasvua?*
- 8) *Mitä mieltä olette First North – markkinapaikan sääntelystä, niin yhtiön kuin omistajan näkökulmasta?*
- 9) *Mikä olisi ollut vaihtoehto First North – markkinapaikalle?*
- 10) *Onko yhtiönne tavoitteena listautua myöhemmin päälistalle?*